

# **Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen (SÖG)**

## **Studie zur Erarbeitung eines Anforderungskatalogs**

Endfassung

Prof. Dr. Andreas Oehler

Dezember 2013

Das PreFinal für den Runden Tisch „Finanzdienstleistungen - Mindeststandards für nachhaltige Geldanlagen“ am 21. Oktober 2013 verwendete noch die Bezeichnung „Mindeststandards nachhaltiger Geldanlagen – Studie zur Erarbeitung eines Anforderungskatalogs“.

Executive Summary in Deutsch

Executive Summary in Englisch

<b>Übersicht</b>	<b>Seite</b>
1 Einführung und Ziele	10
2 Der „Markt“ für sozial-ökologische Geldanlagen	13
3 Stand der wissenschaftlichen Diskussion zu sozial-ökologischen Geldanlagen	16
3.1 Finanzintermediation und Anlageleistungen, Stakeholder und mehr	16
3.2 „Nachhaltig“, ethisch, sozial-ökologisch, ESG, SRI, CSR oder? – auf dem Weg zu einer definitorischen Grundlegung	20
3.2.1 Einführung und Grundproblematik	20
3.2.2 Grundlagen sozial-ökologischer Investments	23
3.2.2.1 Einführung	23
3.2.2.2 Triple Bottom Line Reporting und verwandte Ansätze	24
3.2.2.3 Zur Notwendigkeit eines „Renditeverzichts“	27
3.3 Zwischenfazit	29
4 Instrumente zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen in der Praxis	31
4.1 Vorgehensweisen zur Generierung und Bewertung von Kriterien in der Praxis	31
4.1.1 Auswahl einzelner Kriterien	31
4.1.2 Erfüllung und Bewertung einzelner Kriterien	33
4.1.3 Realisierung und Konsequenzen aus der Auswahl und Bewertung	36
4.2 Überlegungen zur Beurteilung der Instrumente zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen in der Praxis aus der Perspektive privater Anleger („retail investors“)	37
4.3 Eine erste Verortung relevanter Akteure hinsichtlich der gewählten Instrumente	38
5 Erörterung der Anforderungen an einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen	46
6 Gütesiegel für sozial-ökologische Geldanlagen: Vorschläge für die Regulierung (Vergabezeiträume, Kontrollen und Aufsicht)	53
7 Fazit, Schlussfolgerungen und Ausblick	59
 Zitierte Literatur	 63
 Anhang: Große Version der Abbildungen 1, 3, 4 und 5	 69

## Executive Summary in Deutsch

### 1 Warum ein Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen (SÖG)?

- Was unter sozial-ökologischen Geldanlagen zu verstehen ist, kann heute jeder Anbieter weitgehend selbst definieren und kennzeichnen. Fehlt es derzeit ohnehin schon an einer klaren, einfachen, verständlichen und vergleichbaren Produktkennzeichnung für Finanzdienstleistungen so kommt für Verbraucherinnen und Verbraucher zusätzlich noch die Hürde hinzu, dass auch bezogen auf sozial-ökologische Kriterien die nötige Transparenz und Vergleichbarkeit der Produkte mangels einer einheitlichen Kennzeichnung und eines verbindlichen Kriterienkatalogs fehlt.
- In dieser Studie werden Anforderungen an einen Mindeststandard sozial-ökologischer Geldanlagen erörtert. Ein solcher Standard würde eine **Mindestqualität** hinsichtlich sozial-ökologischer Kriterien bescheinigen und kann im Rahmen der Kennzeichnung in die Vergabe eines **Gütesiegels** münden. Hinzu kommen Vorschläge für die Regulierung.

### 2 Der „Markt“ für sozial-ökologische Geldanlagen (SÖG) ist noch ein Pflänzchen?!

Optimistisch betrachtet fragen private Anleger des Retail-Segments bislang nur zögerlich sozial-ökologische Geldanlagen nach. Manche sprechen von einem Pflänzchen, welches sich reckt, andere davon, dass sozial-ökologische Geldanlagen bei deutschen Privatanlegern noch nicht etabliert sind. Dies könnte gut an der hohen Intransparenz liegen, ein Mindeststandard analog zum Bio-Siegel für Lebensmittel kann Abhilfe schaffen.

### 3 Befunde aus der wissenschaftlichen Diskussion zu sozial-ökologischen Geldanlagen (SÖG)

- Im Markt für sozial-ökologische Finanzprodukte tummeln sich viele Anbieter und verschiedenste Interessengruppen mit sehr unterschiedlichen Zielsetzungen. Ausgehend von der wissenschaftlichen Forschung wird schnell klar, dass es DIE ethischen Kriterien und Bewertungen nicht gibt. Zu ethischen **Kriterien** zählen **soziale und gesellschaftliche** (Arbeitsumfeld, Arbeitsbedingungen, gesellschaftliche Aspekte) ebenso wie **ökologische** (Umwelt im weitesten Sinne inklusive Wasser, Luft, Boden, Fauna (inkl. Tierschutz/-rechte) und Flora). Hinzu kommt, dass soziale Kriterien deutliche Schnittstellen und Überlappungen zu ökologischen Kriterien aufweisen.
- Das soziale und/oder ökologische Investment privater Anleger kann sowohl **direkt** in Unternehmen ("Projekte", Teil der Eigen- oder Fremdfinanzierung) erfolgen, als auch **indirekt** via Finanzintermediäre (Banken, Sparkassen, Fonds etc.). Im Gegenzug verantwortet ein Unternehmen im direkten Prozess gegenüber den Financiers eine sozial-ökologische Unternehmensfinanzierung, im indirekten Zugang verantworten die Intermediäre gegenüber den Investoren entsprechend ein sozial-ökologisches „banking“.
- Hinsichtlich möglicher Formen der Geldanlage sollte die langjährig bekannte Anlagepraxis der Retail-Investoren Berücksichtigung finden, also die Struktur des privaten Geldvermögens beachtet werden, insbesondere sollten also nicht nur bestimmte Formen wie Fonds im Fokus stehen. Hierzu gehören vor allem Bankeinlagen (z.B. Tagesgeld, Termin-/Festgeld, Spareinlagen), Finanzinstrumente (z.B. Aktien, Anleihen, Fondsanteile: Rentenfonds, Aktienfonds, inkl. ETFs und Indexfonds, Derivate, Sparbriefe), Versicherungen (z.B. Rentenversicherungen, Kapitallebensversicherungen) sowie geschlossene Fonds, unternehmerische Beteiligungen (z.B. typische oder atypische stille Beteiligungen; Genussrechte, gewinnabhängige Darlehen, Genossenschaftsanteile mit Nachschusspflicht).

- Oft wird ein „Renditeverzicht“ zugunsten sozialer und/oder ökologischer Aspekte behauptet oder für erforderlich gehalten. Die Studie zeigt anhand verschiedener Befunde, dass sozial-ökologische Geldanlagen denselben ökonomischen Anforderungen genügen können und müssen. Die ökonomischen Kriterien stehen also nicht im Fokus, die **Risiko-Rendite-Anforderungen gelten für sozial-ökologische wie für konventionelle Geldanlagen gleichermaßen**.

#### 4 Perspektive der Verbraucherinnen und Verbraucher: Instrumente zur Bewertung von sozial-ökologischen Geldanlagen (SÖG) in der Praxis

- Bei der Generierung und Bewertung von Kriterien, die für sozial-ökologische Geldanlagen eingesetzt werden, sind im Wesentlichen folgende Sachverhalte zu unterscheiden. Zunächst erfolgt eine **Auswahl der einzelnen Kriterien**: Oft werden in einer Negativauswahl "**Verbote**" genauso verwendet wie in einer Positivauswahl sog. "**Gebote**" oder auch ein **Mix** aus beiden.
- Des Weiteren wird die **Erfüllung der ausgewählten Kriterien** bewertet: Dabei wird gerne von einem klaren und für Verbraucherinnen und Verbraucher eindeutigen "erfüllt"/"nicht erfüllt" (**Nominalprinzip**) abgewichen. Stattdessen wird mit sog. **Schwellenwerten** verwässert ("5% oder weniger Kinderarbeit", "unter 5% Rüstung", "nicht mehr als 3% Massentierhaltung").
- Regelmäßig werden verschiedenste Kriterien miteinander verrechnet, z.B. beim **Scoring**, bei sog. Hitlisten (**Ranking**, "best in class") oder beim **Rating**, ohne dass das Resultat noch transparent nachvollziehbar und erklärbar wäre. Angebliche Verbote oder Gebote werden so dauerhaft aufgeweicht und zum bloßen Etikett.
- Überlegungen zur Beurteilung solcher Praxis-Instrumente aus der Perspektive von privaten Anlegern des Retail-Segmentes zeigen recht eindeutig: Insb. aufgrund der Verletzung des Nominalprinzips und der zahlreichen Aggregations- und Verrechnungsstufen erscheinen die vorhandenen **Praxis-Ansätze kaum tauglich, den Informationsaufwand potentieller privater Investoren zu reduzieren und deren Vertrauen und Akzeptanz dauerhaft zu fördern**.

#### 5 Anforderungen an einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen (SÖG) in der Praxis

- Ein Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen könnte für private Retail-Investoren eine wichtige Entscheidungshilfe sein, Aspekte ihrer Geldanlage einzuschätzen, die sie im Detail meist selbst nicht beurteilen können oder wollen. Es geht um eine **signifikante Senkung des Informationsaufwandes** und eine **überprüfbare** Qualitätskennzeichnung der Vertrauenseigenschaften im Sinne einer festgelegten **Mindestqualität**.
- Um dieser Idee eine Realisierungschance zu geben, bedarf es einiger weniger **Basisanforderungen**: Identifizierung (wer?), Verifizierung (nachprüfbar?), Relevanz (maßgeblich?) und, sofern kein staatlicher Mindeststandard und/oder Label vorliegt, Unabhängigkeit. Während die Identifizierung, die Verifizierung und die Unabhängigkeit weitgehend die Regulierung im Sinne von Vollzug, Kontrolle und Aufsicht betreffen (s.u.), bezieht sich die Anforderung der Relevanz im Kern auf die inhaltlichen Anforderungen an die Ausgestaltung eines Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen.
- Ausgehend von der Perspektive privater deutscher Investoren des Retail-Segments in dieser Studie erscheint es naheliegend, von der Position in Deutschland, inkl. der geltenden Rechtslage der Europäischen Union, auszugehen. Dies würde bedeuten, dass die gegebene, insb. **rechtliche Situation in Deutschland** nicht Bestandteil, sondern **Voraussetzung** oder Basis eines zu entwickelnden Mindeststandards sozial-ökologischer Geldanlagen ist.

- Mit der Auswahl der Einzelkriterien im Rahmen eines demokratischen Willensbildungsprozesses ist in der Regel unmittelbar eine Bewertung der Gesamtschar der Einzelkriterien verbunden. Eine transparente und gut nachvollziehbare Vorgehensweise wählt dabei eine **Mindestqualität** in dem Sinne, dass bestimmte Einzelkriterien definitiv erfüllt sein müssen (**Nominalprinzip**). Zudem vermeidet ein solches Vorgehen die Vielzahl der Einschränkungen relativer Bewertungen wie sie z.B. aus Gebrauch und Missbrauch von Renditekennziffern bekannt ist. Die hierbei gewählten Kriterien stellen **Mindestkriterien** dar, deren Nicht-Einhaltung/-Erfüllung zu einer Ablehnung der Investments als sozial-ökologisch im Sinne der Definition des Mindeststandards und damit zur Nicht-Vergabe des Gütesiegels führen würde. Schwellenwerte sind dabei genauso ungeeignet wie Verrechnungen und Vermischungen via Scoring, Ranking oder Rating.
- Im Rahmen der Auswahl der Einzelkriterien ist schließlich zu beachten, dass die gesamte **Wertschöpfungskette** einbezogen wird, gerade auch bei nationalen und internationalen Intermediationsketten. Nicht nur die Erzeugung und Weiterverarbeitung, sondern auch Distribution und Entsorgung sind umfassend in ökologischer und/oder sozialer Hinsicht zu berücksichtigen.
- Die Erörterung der Einführung eines Siegels zusätzlich zu einem Mindeststandard kann zu Zweifeln anregen, ob die Einführung eines Gütesiegels zur gezielten, klaren und vereinfachenden Verbraucherinformation zu sozial-ökologischen Geldanlagen überhaupt notwendig ist oder sogar zu Fehlinformationen führen könnte (verleitet Verbraucher und Verbraucherinnen das Signalisieren der Mindestqualität mit einem Etikett „sozial-ökologisch“ dazu, so gekennzeichnete Finanzprodukte als grundsätzlich „geeignet“, „passend“ oder „gut“ wahrzunehmen?). Für diese Studie sind solche Argumente ernst zu nehmen und abzuwägen mit dem möglichen Nutzen der Signalisierung durch ein Gütesiegel. Ein Siegel „sozial-ökologische Geldanlage“ dient ja grundsätzlich dazu, eine gut verständliche Verbraucherinformation herbeizuführen, um gerade Irreführung und Wildwuchs zu vermeiden. In einer solchen Abwägung wird für die vorliegende Studie davon ausgegangen, dass unter Beachtung der hier formulierten Anforderungen der Nutzen durch die Orientierungshilfe überwiegt und Reputation im Markt für sozial-ökologische Geldanlagen aufbauen hilft. Eine Vermischung mit wirtschaftlichen Aspekten sollte in dem Sinne vermieden werden, dass sozial-ökologisch („nachhaltig“) von Verbrauchern als „geeignet“ oder „gut“ missverstanden werden kann, ohne dass z.B. eine Risikoprüfung stattgefunden hat. Darauf ist zu achten, wenn ein Siegel auf der Basis eines Mindeststandards eingeführt wird: Kein Siegel „nachhaltig“, sondern – wenn – ein Siegel „sozial-ökologisch“. In diesem Kontext bleibt zentral und grundlegend, dass die verständliche und vergleichbare Kennzeichnung von allen Finanzprodukten, insbesondere für wesentliche Risiken, für die erwartete Wertentwicklung sowie für die Geeignetheit, besteht und kontrolliert wird.

## 6 Regulierung?!

- Um einen verbindlichen Mindeststandard zu setzen, wären die zu wählenden sozialen und/oder ökologischen Kriterien in einem **demokratischen Willensbildungsprozess** (Parlament, Legislative) als Mindestkriterien festzuschreiben. Die Einhaltung rechtlicher Rahmenbedingungen und die ökonomischen Grundrelationen stellen eine selbstverständliche Anforderung dar und sie sollten daher nicht Gegenstand eines Mindeststandards und/oder Labels werden.
- Eine **konzeptionelle Neuentwicklung** ist anzustreben: Die Analysen in dieser Studie zeigen, dass die notwendigen Bedingungen und Anforderungen an einen Mindeststandard, insbesondere z.B. hinsichtlich der **Klarheit und Nachvollziehbarkeit** mittels Nominalprinzip, in keinem Praxis-System existieren. Durch eine konzeptionelle Neuentwicklung wird die notwendige Unabhängigkeit gewährleistet, die vor allem hinsichtlich des Ziels der **hohen Vertrauenswürdigkeit** zentrale Bedeutung hat. Der möglicherweise höhere Aufwand im Vergleich zur denkbaren Weiterentwicklungsoption bestehender Systeme wird schnell dadurch kompensiert, dass Verwechslungen vermieden werden und ein Zeichen der **Neuigkeit** und

ein damit verbundener **Aufmerksamkeitsgrad** erreichbar scheinen (vgl. erfolgreiche Einführung Bio-Siegel).

- Auf dieser Grundlage gehören zu den prozeduralen Anforderungen an einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen die Partizipation und Evidenzbasierung (ex ante) im demokratischen Standardsetzungsprozess (Identifikation, Zielsetzung und Entscheidung zu kriteriengestützten Maßnahmen), die unabhängige Überprüfung/Aufsicht mit Vollzug/Sanktionierung in der praktischen Umsetzung im Verbraucheralltag (Kontrolle der Zielerreichung, Evidenzbasierung ex interim) sowie die Vorsorge für Weiterentwicklungen/Veränderungen (Zielanpassung und Evidenzbasierung ex post).
- Jenseits eines so konzipierten und eingesetzten Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen sollte im Grundverständnis einer sozialen Marktwirtschaft die Möglichkeit bestehen, zusätzliche freiwillige Vertrauenslabels zu sozialen/gesellschaftlichen und/oder ökologischen Kriterien privatwirtschaftlich zu initiieren und zu vermarkten. Um eine hohe Akzeptanz und Vertrauenswürdigkeit des Mindeststandards selbst nicht zu gefährden, aber auch aus grundsätzlichen Überlegungen zu Gebrauch und Missbrauch von Vertrauenslabels, sollten dann aber von Anfang an klare rechtliche Regeln beachtet werden. Unter diesen Anforderungen kann dann an dieser Stelle offen bleiben, ob es für solche freiwilligen, privatwirtschaftlichen Kennzeichnungen jenseits des Mindeststandards sinnvoll und möglich ist, mit den zumindest zweifelhaften Methoden des Scoring, Ranking und Rating zu arbeiten.

## **Minimum Standard for ecologically and socially responsible investments (ESRI). A Study to Develop a Catalog of Requirements**

### **1 Why a minimum standard for ecologically and socially responsible investments (ESRI)?**

- So far, every financial services provider may define and label what to understand as ecologically and socially responsible investments (financial products) on its own. In addition to the general lack of clear, simple, comprehensible and comparable description and labeling of financial services, consumers (retail investors) face a lack of transparency and comparability with respect to social and ecological criteria. This relates to both the lack of a standardized catalog of criteria to be applied and the lack of a uniform label.
- This study discusses the requirements with respect to a **minimum standard** for ecologically and socially responsible investments (ESRI). The minimum standard would certify a **minimum quality** in terms of socially and ecologically responsible criteria and may be applied to a label. In addition, the study discusses suggestions for regulation in this area.

### **2 The “market” for ecologically and socially responsible investments (ESRI)**

Retail investors still hesitate to purchase ecologically and socially responsible investments. Most probably due to the lack of transparency, the market for ecologically and socially responsible investments is still barely established. A minimum standard that could be introduced analogously to the European or German eco-food label may help to enhance transparency and, hence, stimulate the market development.

### **3 Academic research on ecologically and socially responsible investments (ESRI)**

- Due to diverging interests and objectives of the stakeholders in the market for ecologically and socially responsible investments, no distinct and unambiguous catalog of ethical criteria and assessments exists. In general, ethical criteria include **social and societal** criteria (working environment and conditions, societal aspects) and also **ecological criteria** (environment in a broad sense including water, air, soil, fauna (including animal rights/animal protection rights) and flora). In addition, social and ecological criteria overlap to a considerable degree.
- Retail investors may invest either **directly** (investments in companies/corporations, “projects”, in the form of debt or equity) or **indirectly** (investments via financial intermediaries: banks, savings banks, mutual funds, etc.) in an ecological and/or social way.
- The range of financial products to be considered should not be restricted to a single product class such as, e.g., mutual funds. In contrast, a minimum standard should apply to bank deposits (e.g., call money, fixed deposits, saving deposits), financial instruments (e.g., shares, bonds, shares in mutual funds: debt security funds, equity funds including ETFs and index funds, savings bonds), insurance products (e.g., pension insurance, life insurance), closed-end funds, and other forms of investments in corporations.
- Oftentimes, ecologically and socially responsible investments (ESRI) are associated with a need to forego at least some of the financial return of an investment. However, the study reveals that ecologically and socially responsible investments can and need to fulfill the same economic requirements as conventional financial products. **This is why there is no need to specifically include economic criteria in the minimum standard.**

#### 4 A retail investor's view on instruments applied in practice

Practical approaches which derive and assess criteria for ecologically and socially responsible investments (ESRI) use the following.

- **Choice of criteria:** either **negative** screening (prohibition/ban) or **positive screening** (imperatives), or a mixture of negative and positive screens.
- **Assessing the criteria fulfillment:** Practical approaches often diverge from the plain and unambiguous **binary principle** of “fulfilled”/“not fulfilled”. Instead, quantitative **thresholds** (“less than 5 percent child labor”, “less than 5 percent investment in defense industry”, “not more than 3 percent intensive mass animal farming”) dilute the value of the criteria/informative value.
- The application of **scoring** approaches to establish **rankings** (including best-in-class concepts) or **ratings** leads to offsetting effects among the criteria. Ranking or rating results are therefore opaque, irreproducible and inexplicable.
- This is why approaches currently pursued in practice are barely suitable to reduce retail investors' need to gather and process information.

#### 5 Requirements to be met in practice by a minimum standard for ecologically and socially responsible investments (ESRI)

- A minimum standard for ecologically and socially responsible investments (ESRI) could provide important **decision guidance** for retail investors. Such a standard could help retail investors to grasp aspects of financial products which they were not able or willing to assess otherwise and contribute to a significant cost reduction.
- **Fundamental requirements** need to cover the following principles: Identification (who?), verification (auditable?), relevance (essential?) and – if there is no governmental minimum standard or label – independence. In this sense, identification, verification and independence are related to regulation in terms of enforcement, control and supervision. Relevance of the minimum standard requires the determination of essential social and ecological criteria.
- The **legal framework** in Germany and the prevailing legal norms in the European Union are no component but a **precondition** or basis of the minimum standard for ecologically and socially responsible investments.
- A transparent and well traceable approach requires that the assessment of the specific criteria follows a **binary principle** (fulfilled/not fulfilled). Not complying with the criteria would lead to a disaffirmation of the investments as socially and ecologically responsible and, hence, a label will not be assigned.
- The selection of individual criteria must cover the **entire value chain** (nationally and internationally). Not only the production and (further) processing but also the distribution and disposal are to be considered in social and ecological respects.
- Doubts may arise whether a label is necessary to provide specific, clear and simplifying consumer information. A label may even lead to misinformation (is the label “ecologically and socially responsible” as signal of minimum quality ambiguous because it might mislead consumers to regard the labeled financial product to be “adequate”, “suitable” or “well performing”?). A **label** “ecologically and socially responsible investment” should provide understandable consumer information in order to avoid misguidance. Given the formulated requirements, the benefits of a label prevail because it provides both consumers with a **guideline** and it helps to establish **reputation** in the market for ecologically and socially responsible investments (ESRI). The individual criteria should not be mixed up with economic interests. Otherwise, socially and ecologically responsible (“sustainable”) might be misinterpreted by consumers (e.g. without a risk assessment) as “adequate” or “well performing”. Therefore, a label based on a minimum standard should state “ecologically and socially responsible” instead of “sustainable”.



## 6 Regulation?!

- Social and ecological criteria for a binding minimum standard for ecologically and socially responsible investments (ESRI) must result from a **democratic process** (Parliament, legislative). The existing regulatory environment and the fundamental economic relations have to be obeyed as a matter of course and should therefore not be regarded as an integral part of the minimum standard or a label itself.
- Since approaches and systems that are currently applied in practice lack in clarity and comprehensibility, a **new concept** should be established to ensure **independence** and **trustworthiness**. Reduced confusion and an increase in the degree of attention (due to novelty) will easily outweigh the higher effort to establish a new concept compared to developing existing concepts further.
- The democratic process to set and to maintain a minimum standard for socially and ecologically responsible financial products requires **participation** of relevant **stakeholders** and consideration of (empirical) evidence ex ante (identification, definition of objectives, and decisions on criteria-based measures), ex interim (independent monitoring and supervision including enforcement and sanctions), and ex post (provisions for enhancements, adaptation of objectives).
- Beyond a minimum standard for ecologically and socially responsible investments (ESRI) that is set according to the above requirements, private sector companies may consider establishing additional optional labels based on social/societal and/or ecological criteria. In order not to endanger the acceptance and trustworthiness of the minimum standard, the additional optional labels need to obey clear regulatory requirements.

## 1 Einführung und Ziele

Bereits zu Beginn des Jahrtausends, als viele in Deutschland und auch in Kontinentaleuropa noch eher die dot.com-Krise verdauen mussten, wies Russell Sparkes mit dem Titel seiner Publikation direkt auf die konkrete Problematik hin, die mit so genannten „nachhaltigen“, präziser eigentlich (s.u.) sozial-ökologischen Geldanlagen – und sinngemäß mit anderen Formen des „nachhaltigen“ Konsums – verbunden ist: „Ethical investment: whose ethics, which investment?“.<sup>1</sup>

Institutionelle Investoren wie Pensionskassen und Versicherungen oder Fonds, aber in den letzten Jahren auch immer mehr Verbraucherinnen und Verbraucher – angereizt durch immer neue Wirtschafts- und Finanzsystemkrisen, Umwelt- und Energieversorgungsprobleme und soziale Spannungen, insbesondere bei Wohlstandsverteilung oder Arbeitsbedingungen – wollen ihre Finanzmittel in so genannte „nachhaltige“ Geldanlagen investieren. Institutionelle und private Investoren erwarten hierbei unter anderem Finanzanlagen, bei denen das Geld ethisch, also sozial und/oder ökologisch „korrekt“ investiert wird.

Für den anglo-amerikanischen Wirtschaftsraum wird schon seit vielen Jahren ein Anstieg an Interesse und tatsächlichen Investments im Segment „sustainable“ oder „social“ beobachtet,<sup>2</sup> was zu steigendem Angebot, aber auch steigender Nachfrage nach den zugehörigen Informationen führt.<sup>3</sup> Auch für den deutschen Markt erkennt die Stiftung Warentest z.B.: „Grüne Geldanlage. Die Zeiten sind günstig, um Anlegern Beteiligungen an grünen Projekten zu verkaufen.“<sup>4</sup> Viktoria Grossmann von der Süddeutschen Zeitung resümiert: „In Deutschland legen bislang nur wenige Menschen ihr Geld ethisch an – Aufklärung ... soll das ändern ...“.<sup>5</sup> Die dabei entstehenden Probleme sind – verwandt zu anderen Segmenten bei Finanzdienstleistungen – nicht überraschend: „Individuals considering SRI ... [socially responsible investment, siehe unten] ..., however, are often challenged by the lack of consistent, reliable information concerning companies' CSR ... [corporate social responsibility] ... performance ...“.<sup>6</sup> Mit Bezug auf Ökofonds kommt die Stiftung Warentest zu dem Schluss: „Doch im Grunde gleicht kein Fonds dem anderen, jeder Manager kocht sein eigenes Süppchen und wendet unterschiedliche Kriterien an, um aus dem großen Angebot an Aktien und Anleihen die passenden herauszufiltern.“<sup>7</sup> Im Prinzip genau der Anknüpfungspunkt dieser Studie, also der Frage nach der Qualität solcher Informationen, in der ganzen Bandbreite von der Verständlichkeit bis hin zur Validität.

Was genau darunter zu verstehen ist, kann heute jeder Anbieter von Anlageleistungen im Einzelfall weitgehend selbst definieren und kennzeichnen. Der Begriff „nachhaltig“ ist dabei längst eher scheinwerbende Hülle als Ausdruck sozial-ökologischen Handelns. Es ist zudem nicht von der Hand zu weisen, dass „nachhaltig“ gerne auch als Etikett verwendet wird, um zu suggerieren, ein Produkt sei per se gut und/oder geeignet. Daher wird in dieser Studie der Begriff „nachhaltig“, der immer öfter inhaltsleer oder irreführend wirkt, grundsätzlich nicht weiter benutzt.<sup>8</sup> Stattdessen wird gemäß dem aktualisierten Titel der Studie der Begriff „sozial-ökologisch“ verwendet.

Zu den Anbietern gehören die klassischen Finanzintermediäre wie Banken und Sparkassen, Fonds oder Versicherungen genauso wie Intermediäre im weiteren Sinne, deren Geschäftsmodell darin besteht, solche Anlageformen zu klassifizieren und zu beurteilen, wiederum allerdings weitgehend in eigener Definition und Kennzeichnung. Fehlt es derzeit

<sup>1</sup> Sparkes 2001.

<sup>2</sup> Vgl. z.B. Friedman/Miles 2001, Sparkes/Cowton 2004, Nilsson 2008.

<sup>3</sup> Vgl. z.B. USSIF 2012, vgl. auch KPMG 2011, Holder-Webb et al. 2009.

<sup>4</sup> Stiftung Warentest 2011, 20.

<sup>5</sup> Grossmann 2013, 26.

<sup>6</sup> Dilla et al. 2013, 1, mit Bezug auf Eccles et al. 2012. Schäfer 2005b, 118, schätzt dies ähnlich ein: „The results of our study cannot destroy existing doubts among experts that currently the quality of CSR information is at best limited ...“.

<sup>7</sup> Stiftung Warentest 2012a.

<sup>8</sup> Vgl. auch Rödel 2013 zum Gebrauch und Missbrauch des Begriffs „Nachhaltigkeit“.

ohne schon an einer klaren, einfachen, verständlichen und vergleichbaren Produktkennzeichnung für Finanzdienstleistungen,<sup>9</sup> so kommt hier für Verbraucherinnen und Verbraucher zusätzlich noch die Hürde hinzu, dass auch bezogen auf ethische Kriterien die nötige Transparenz und Vergleichbarkeit der Produkte mangels einer einheitlichen Kennzeichnung und eines verbindlichen Kriterienkatalogs fehlt. So zeigt z.B. die Verbraucherzentrale Hamburg im Rahmen ihres Projektes „Klimafreundliche Geldanlagen“, welches u.a. untersucht, ob interessierte Anleger ausreichend über wesentliche Risiken informiert werden: „... Anbieter ... verschweigen in über 75 Prozent ihrer Flyer, auf über 60 Prozent der Zeichnungsscheine und in rund 55 Prozent ihrer Kurzprospekte das Totalverlustrisiko des Anlageprodukts.“<sup>10</sup>

Es fehlt bisher ein gesetzlich definierter Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen<sup>11</sup> wie dieser beispielweise bei Bio-Lebensmitteln existiert.<sup>12</sup> Die Verbraucherkommission Baden-Württemberg hat in allgemeiner Form zur Produktkennzeichnung ein Vertrauenslabelgesetz des Bundes gefordert, um einem Labelmissbrauch bei Vertrauenslabels vorzubeugen und/oder diesen zu unterbinden.<sup>13</sup> Lucia Reisch fordert hierzu aktuell: „Ganz wichtig wäre, dass es endlich ein einheitliches Siegel für Nachhaltigkeit gibt ... dass es nicht tausend verschiedene Labels gibt, die die Verbraucher im Grunde verwirren, und keiner weiß, was eigentlich glaubwürdig ist und was nicht. Sollte es kein einheitliches Label geben, müsste sich die Politik zumindest darauf einigen, dass sie eine Art Zertifizierung oder Qualitätssicherung für Nachhaltigkeitslabels vornimmt.“<sup>14</sup> Es gibt diverse wissenschaftliche Studien, Leitfäden, Kriterienkataloge, Empfehlungen, Indizes oder Ratings, für die jeweils selbst nicht immer klar zu sein scheint, welche Kriterien erfüllt und welche ausgeschlossen werden sollten. Benjamin Richardson fordert daher mit dem Titel seiner Publikation eindeutig: „Keeping ethical investment ethical: Regulatory issues for investing for sustainability“.<sup>15</sup> Für den deutschen Markt fasst Henry Schäfer schon mit der optimistischen Annahme der Transparenz und der Erlangbarkeit von Informationen zusammen: „Anleger können sich sicherlich selbst über Branchen und Unternehmen informieren, was aber Zeit, die richtigen Informationen und das Wissen um ihre Auswertung erfordert – beides heutzutage kostbare Mangelressourcen vor allem für die meisten Privatanleger.“<sup>16</sup> Koellner et al. resümieren ähnlich: „... there is a growing need for transparency with respect to ecological and social performance ... Because investors have a limited capacity for handling extensive information, there is a growing demand for instruments tailored towards the investors' needs.“<sup>17</sup>

Zu diesen und weiteren Fragen werden ausgehend von Instrumenten zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen in der Praxis und einer Aufarbeitung und Zusammenführung bisheriger Forschungsergebnisse Anforderungen an einen Mindeststandard sozial-ökologischer Geldanlagen erörtert. Ein solcher Standard würde eine Mindestqualität hinsichtlich sozial-ökologischer Kriterien bescheinigen und kann im Rahmen der Kennzeichnung in die Vergabe eines **Gütesiegels** münden und mit Vorschlägen für Vergabezeiträume, Zertifikatskontrollen und Aufsichtswesen verbunden sein.

<sup>9</sup> Oehler 2010c, 2011a, 2011d, 2012e, 2012f, 2012h, 2013a, 2013d.

<sup>10</sup> Vz HH 2013.

<sup>11</sup> Vgl. hierzu z.B. die Forderungen der Bundestagsfraktion Bündnis 90/Die Grünen vom 12.4.2012 in Verbindung mit der Studie von Bettzieche 2012.

<sup>12</sup> Der fehlende Mindeststandard und eine gewisse Beliebigkeit dokumentieren sich z.B. auch darin, dass bei so genannten „Riester“-Produkten des AltZertG dort in § 7a, Abs. 1, „bestimmt“ wird: „Im Rahmen der jährlichen Informationspflicht muss der Anbieter eines Altersvorsorge- oder Basisrentenvertrags auch darüber schriftlich informieren, ob und wie ethische, soziale und ökologische Belange bei der Verwendung der eingezahlten Beiträge berücksichtigt werden.“ Dies kommentiert Schäfer 2005, 560, nachvollziehbar und eindeutig: „Im Nachhinein geradezu illusorisch oder realitätsfern war es, mit der so genannten Riester-Rente quasi durch die Hintertür auch die Versicherer und Kapitalanlagegesellschaften zur Ausrichtung ihrer Produkte an soziale, ökologische und ethische Kriterien anzuhalten. Die Erfahrungen zeigten sehr schnell, dass gegen den Willen des Verbandes der Lebensversicherungsunternehmen und des Bundesverbands Investment und Asset Management diese politisch erzwungene Nachweispflicht zu nicht mehr als einem leeren Etikett verkam.“

<sup>13</sup> VK BW, 18.2.2011, 3.

<sup>14</sup> Interview Ideen.Reich, TriodosBank, Mai 2013.

<sup>15</sup> Richardson 2009.

<sup>16</sup> Schäfer 2005a, 558.

<sup>17</sup> Koellner et al. 2005, 55. Es verwundert daher nicht, dass inzwischen viele Informationsintermediäre (s.u.) wie z.B. spezialisierte Ratingagenturen mit jeweils eigenen, nicht marktstandardisierten Konzepten kommerziell tätig sind, deren Wirken selbst wieder kritisch beleuchtet wird, analog dem Geschehen bei der Bonitätsanalyse: vgl. z.B. Schäfer 2005b, Koellner et al. 2005, Döpfner/Schneider 2012, vgl. auch Schäfer 2003, 2012.

Die Studie ist im Weiteren wie folgt aufgebaut: Zunächst wird der „Markt“ für sozial-ökologische Geldanlagen auf Grundlage vorhandener Studien und Statistiken beleuchtet und dabei insbesondere auf die eher heterogenen Befunde hinsichtlich Volumen und Marktanteil eingegangen (Kapitel 2). Daran anschließend wird in Kapitel 3 der Stand der wissenschaftlichen Diskussion zu sozial-ökologischen Geldanlagen erörtert. Dabei wird aufbauend auf grundsätzlichen Ausführungen zu Intermediations- und insbesondere Anlageleistungen eine Kategorisierung und Einordnung verschiedener Akteure und Anspruchsgruppen im Markt unternommen und detailliert auf die definitorische Grundlegung sowie auf die in der Literatur vorzufindenden Ansätze eingegangen. Kapitel 4 widmet sich den Instrumenten zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen in der Praxis sowie den betreffenden Akteuren. Hierzu gehört neben der Erörterung verschiedener Ansätze zur Auswahl einzelner Kriterien auch die Diskussion der Vorgehensweisen, die deren Bewertung vornehmen, wobei insbesondere auch auf für private Anleger („retail investors“) relevante Beurteilungskriterien eingegangen wird. Auf Basis der insbesondere in den Kapiteln 3 und 4 erlangten Erkenntnisse werden in Kapitel 5 Anforderungen an einen Mindeststandard sozial-ökologischer Geldanlagen abgeleitet und erörtert. Hieran schließt sich Kapitel 6 mit Ausführungen zu den Rahmenbedingungen für ein Gütesiegel inklusive Vorschlägen für die Regulierung an. Die Studie schließt mit einem Fazit sowie mit Schlussfolgerungen und einem Ausblick (Kapitel 7).

### In der Kürze ...

#### 1 Warum ein Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen (SÖG)?

- Was unter sozial-ökologischen Geldanlagen zu verstehen ist, kann heute jeder Anbieter weitgehend selbst definieren und kennzeichnen. Fehlt es derzeit ohnehin schon an einer klaren, einfachen, verständlichen und vergleichbaren Produktkennzeichnung für Finanzdienstleistungen so kommt für Verbraucherinnen und Verbraucher zusätzlich noch die Hürde hinzu, dass auch bezogen auf sozial-ökologische Kriterien die nötige Transparenz und Vergleichbarkeit der Produkte mangels einer einheitlichen Kennzeichnung und eines verbindlichen Kriterienkatalogs fehlt.
- In dieser Studie werden Anforderungen an einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen erörtert. Ein solcher Standard würde eine **Mindestqualität** hinsichtlich sozial-ökologischer Kriterien bescheinigen und kann im Rahmen der Kennzeichnung in die Vergabe eines **Gütesiegels** münden. Hinzu kommen Vorschläge für die Regulierung.

## 2 Der „Markt“ für sozial-ökologische Geldanlagen

Im Jahr 2005 kommt Schäfer zu der Einschätzung:<sup>18</sup> „Der Markt für nachhaltige Geldanlagen in Deutschland ist also klein, ja geradezu winzig und das bereits über längere Zeit. Besonders deutlich wird die Miniaturgröße, wenn man den Vergleich mit dem europäischen Ausland und den USA anstellt. Oft sind hier zweistellige Marktanteilsquoten schon seit einigen Jahren selbstverständlich.“

Den Angaben von Statista<sup>19</sup> zu Folge umfasst der „nachhaltige Anlagemarkt“ in Deutschland 2012 ca. 73 Milliarden Euro. Die Verbraucherzentrale Baden-Württemberg<sup>20</sup> schätzt etwas vorsichtiger ein Volumen von 63 Milliarden Euro. Die Anbieter-Lobby-Gruppe FNG<sup>21</sup> schätzt „nachhaltige Anlagemärkte“ in 2012 für Deutschland, Schweiz und Österreich auf ca. 120 Milliarden Euro. Unterstellt, diese Volumina betreffen nur private Haushalte als Investoren, dann betrug das Geldvermögen in Deutschland gleichzeitig ca. 4.900 Milliarden Euro, hinzu kommt nochmals das gleiche Volumen als privates Immobilienvermögen.<sup>22</sup> Daher ist der Einschätzung des Öko-Instituts zuzustimmen, dass sich sozial-ökologische Geldanlagen in einem „ständigen Spannungsfeld zwischen Wachstumsbranche und Nischenmarkt“ befinden.<sup>23</sup> Die Verbraucherzentrale Baden-Württemberg<sup>24</sup> kommentiert: „Daran gemessen ... [Geldvermögen] ... wirken die 63 Milliarden ... wie ein Kleeblatt auf einer Wiese. Aber das Pflänzchen reckt sich“.

An dieser Stelle wird es aufgrund der offensichtlichen Zahlenverhältnisse nicht für seriös gehalten, Prozentangaben zum Wachstum zu referieren, weil allein schon der Basiseffekt desinformierend wirkt. Hinzu kommt, dass in den verfügbaren Statistiken, z.B. von Statista oder FNG, aber auch von anderen wie Eurosif und Oekom research, keine klaren Hinweise oder Differenzierungen enthalten sind, was jeweils konkret mit „nachhaltig“ oder „sozial-ökologisch“ gemeint ist; das listenweise Aufzählen von Kriterien schafft hier nur bedingt Klarheit. Möglicherweise liegt die sozial-ökologische Investmentquote im Bereich professioneller Investoren wie Investmentfonds deutlich höher: Allianz Global Investors wird aktuell mit der Angabe in Höhe von 20% weltweit zitiert,<sup>25</sup> der Fokus der Studie hier liegt jedoch auf den Retail-Investoren.

Auch wenn die sozial-ökologischen Geldanlagen im aktuellen Flash Eurobarometer mit dem Titel „Attitudes of Europeans towards building The Single Market for Green Products“<sup>26</sup> unbegründet fehlen, so gibt es Hinweise aus empirischen Untersuchungen zu Einschätzungen deutscher **privater Investoren**, die im Nachfolgenden kurz vorgestellt werden. Eine Kategorisierung der weiteren Akteure wie z.B. die Anbieter selbst, aber auch anderer Stakeholder wie z.B. Lobby-Gruppen, wird in Kapitel 3.1 vorgenommen.

- Allein bezogen auf so genannte „nachhaltige Bankangebote“ führt die zeb/Social Banking Study 2012<sup>27</sup> aus, dass zwar die Zuwachsraten der in der Studie erfassten vier Banken (EthikBank, GLS Bank, Triodos, UmweltBank) zwischen 2006 und 2011 jährlich im zweistelligen Bereich liegen, jedoch deren Anteil am gesamten Privatkundensegment nur auf 0,2% geschätzt wird. Die Ergebnisse der durchgeführten Befra-

<sup>18</sup> Schäfer 2005a, 558.

<sup>19</sup> Statista 2013.

<sup>20</sup> Vz BW 2012.

<sup>21</sup> FNG 2013; FNG hat hierzu anlässlich des Runden Tisches am 21.10.2013 angemerkt, dass die vorgenannten Zahlen nicht nur den privaten, sondern auch den institutionellen Bereich betreffen; folglich wäre das private Segment nochmals kleiner.

<sup>22</sup> Deutsche Bundesbank 2013, Deutscher Bundestag 2013.

<sup>23</sup> Öko-Institut 2009, 151.

<sup>24</sup> Vz BW 2012.

<sup>25</sup> „Rund 20 Prozent aller Anlagegelder weltweit werden beim Investment nach nachhaltigen Kriterien gemanagt.“, Mainert, Allianz Global Investors in Zydra 2013, 25. Eine Untersuchung der Union Investment 2012 gibt an, dass ca. die Hälfte der befragten institutionellen Investoren nach eigenen Angaben „Nachhaltigkeitskriterien“ berücksichtigt.

<sup>26</sup> European Commission 2013.

<sup>27</sup> zeb 2013.

gung fasst Grossmann wie folgt kurz zusammen:<sup>28</sup> „Insgesamt sieht die Studie ein Potenzial von 16 Millionen Kunden, die zumindest einen Teil ihres Geldes einem grünen Institut anvertrauen würden. Die Zielgruppe ist weiblich, überdurchschnittlich gebildet, kauft Bio und bezieht Ökostrom. An ihr Bankkonto denken aber auch diese Leute offenbar zuletzt.“

- In 2010 kommen Bilitewski/Haase auf der Basis einer IBM-Studie zu dem Ergebnis:<sup>29</sup> „Rund 13% der Bankkunden in Deutschland können als ethikorientierte Kunden charakterisiert werden – Tendenz steigend. Im Vergleich dazu sind es weltweit etwa 7%.“
- In ihrer Befragung zu den „Marktchancen sozial-ökologischer Geldanlagen bei privaten Investoren“ kommen Hennig-Thurau/Hansen/Bornemann in 2001 unter anderem zu dem Schluss:<sup>30</sup> „... dass ein anlegerseitiges Interesse an sozialökologischen Geldanlagen vorhanden ist, jedoch bisher kaum Kenntnisse auf Seiten der potenziellen Anleger vorhanden sind. ... Deutlich wird zunächst, dass die bloße Kenntnis von sozial-ökologischen Geldanlagen einen wesentlichen Engpass darstellt; nur rund 13% der Befragten waren in der Lage, eine konkrete Form solcher Geldanlagen zu nennen. Weiterhin zeigen die Ergebnisse, dass auch die mangelnde Kommunikation sozial-ökologischer Anlagemöglichkeiten von Seiten der Anlageberater und Banken die stärkere Verbreitung dieser Geldanlagen behindert – erst 3% der Befragten haben eine solche Geldanlage bereits aktiv angeboten bekommen.“ Den letztgenannten Befund teilt auch die Analyse des Öko-Instituts 2009.<sup>31</sup>
- Auch zehn Jahre später scheint der Befund ähnlich. Eine Studie der Verbraucher Initiative aus 2011 macht deutlich:<sup>32</sup> „Mit dem Begriff Nachhaltigkeit können die meisten Befragten wenig anfangen: Nur 33 Prozent geben an, eine klare Vorstellung zu haben, 24 Prozent ist die Bedeutung unklar.“ Auf die Frage „Sind die folgenden Bereiche für Sie persönlich für eine nachhaltige Lebensweise wichtig?“ rangiert „Geldanlage“ auf dem letzten Platz (von 11). Und auf die Frage „Welche der folgenden Maßnahmen zur Nachhaltigkeit ergreifen Sie im Alltag?“ landen „Geldanlagen nach Nachhaltigkeitskriterien“ auch nur auf Platz 15 (von 16). Auf die zukunftsorientierte Frage „In welchen Bereichen würden Sie grundsätzlich mehr machen wollen?“ steigern sich diese aber immerhin schon auf Platz 11 (von 16).
- Die aktuelle Studie der Union Investment legt differenzierende Ergebnisse vor: „Nachhaltige Geldanlagen haben sich bei deutschen Privatanlegern noch nicht etabliert. So besitzen lediglich sieben Prozent der Befragten eine solche Geldanlage. Dennoch nimmt die Bedeutung von nachhaltigen Strategien sukzessive zu. ... Diejenigen, die noch keine nachhaltigen Geldanlagen besitzen (87 Prozent), begründen ihre Entscheidung hauptsächlich mit fehlendem Geld (48 Prozent) und der mangelnden Transparenz von nachhaltigen Strategien (32 Prozent). ... Hervorzuheben ist, dass soziale Gesichtspunkte bei einer nachhaltigen Geldanlage eine größere Rolle spielen als ökologische. So halten 58 Prozent der Befragten, die ihr Vermögen in eine nachhaltige Geldanlage investieren würden, soziale Aspekte im Vergleich zu ökologischen für wichtiger. ... Insbesondere für junge Menschen im Alter von 20 bis 29 Jahren (65 Prozent) und Frauen (66 Prozent) hat die soziale Komponente höchste Priorität. Das Interesse an ökologischen Kriterien hingegen ist nach einem zwischenzeitlich leichten Anstieg im Zusammenhang mit dem Atomunfall in Fukushima wieder abgeflacht. Nur noch 38 Prozent messen ökologischen Gesichtspunk-

---

<sup>28</sup> Grossmann 2013, 26.

<sup>29</sup> Bilitewski/Haase 2010.

<sup>30</sup> Hennig-Thurau/Hansen/Bornemann 2001, 215.

<sup>31</sup> Öko-Institut 2009, 152.

<sup>32</sup> Verbraucher Initiative 2011, 13/4.

ten eine Bedeutung bei, sieben Prozentpunkte weniger als bei der letzten Befragung. Umso erstaunlicher ist, dass der Großteil der angebotenen nachhaltigen Produkte hauptsächlich Umwelt- und Klimaschutzziele berücksichtigt, während soziale Komponenten häufig außen vor bleiben.<sup>33</sup>

- Ergänzen lassen sich solche Befunde durch Angaben der beiden Lobby-Gruppen Eurosif und FNG (letzte ist Mitglied in ersterer), die sich zwar aufeinander beziehen, jedoch leider nicht ganz übereinstimmen: Die Eurosif-Studie 2012<sup>34</sup> berichtet für das Jahr 2011 auf Basis des Self-reporting (Fragebogen) von Asset Managern und Self-managing Asset Owners für Retail and Institutional Assets nach Abzug von Doppelzählungen für Deutschland 621 Mrd. Euro (inkl. sog. Asset Overlays). Das FNG<sup>35</sup> berichtet ebenfalls für das Jahr 2011 (Vorgehen wie oben) nach Abzug von Doppelzählungen für den „nachhaltigen Anlagemarkt“ in Deutschland 662,4 Milliarden Euro (inkl. 621 Milliarden Euro aus Asset Overlays (618,2 Mrd), Publikumsfonds und Mandaten; abweichend zu Eurosif: zzgl. Zertifikaten sowie Kunden- und Eigenanlagen). Diese auf den ersten Blick sehr bedeutend wirkenden Zahlen schrumpfen dramatisch, wenn man sich verdeutlicht, was sich hinter den sog. Asset Overlays verbirgt. Gemeint sind damit Fonds, bei denen meist ein einziges Ausschlusskriterium zur Kennzeichnung der „Nachhaltigkeit“ verwendet wird.<sup>36</sup> Im Berichtsjahr 2011 waren allein ca. 611 Milliarden Euro, also der Löwenanteil, allein nur deswegen als „nachhaltig“ klassifiziert, weil die Fondsmanager die Konvention zur Ächtung von Streumunition zu beachten begannen.<sup>37</sup>

### In der Kürze ...

## 2 Der „Markt“ für sozial-ökologische Geldanlagen (SÖG) ist noch ein Pflänzchen?!

Optimistisch betrachtet fragen private Anleger des Retail-Segments bislang nur zögerlich sozial-ökologische Geldanlagen nach. Manche sprechen von einem Pflänzchen, welches sich reckt, andere davon, dass sozial-ökologische Geldanlagen bei deutschen Privatanlegern noch nicht etabliert sind. Dies könnte gut an der hohen Intransparenz liegen, ein Mindeststandard analog zum Bio-Siegel für Lebensmittel kann Abhilfe schaffen.

<sup>33</sup> Union Investment 2013.

<sup>34</sup> Eurosif 2012.

<sup>35</sup> FNG 2012.

<sup>36</sup> FNG 2012, 9.

<sup>37</sup> Eurosif 2012, 39; FNG hat hierzu anlässlich des Runden Tisches am 21.10.2013 angemerkt, dass FNG deshalb Asset Overlays nicht zu den „nachhaltigen Geldanlagen“ rechnet.

### 3 Stand der wissenschaftlichen Diskussion zu sozial-ökologischen Geldanlagen

#### 3.1 Finanzintermediation und Anlageleistungen, Stakeholder und mehr

Arbeitsteiliges Wirtschaften erfordert in der Regel einen Ausgleich zwischen dem Finanzbedarf einzelner Wirtschaftssubjekte, der so genannten Finanzmittelnehmer, und dem Anlagebedarf anderer Wirtschaftssubjekte, der so genannten Finanzmittelgeber. Unternehmen, deren primärer Geschäftszweck auf diesen Ausgleich gerichtet ist, werden als Finanzintermediäre im engeren Sinne bezeichnet (z.B. Banken und Sparkassen, Versicherungen, Investmentfonds). Als **Anlageleistung** nehmen sie einerseits Zahlungsmittel von originären Finanzmittelgebern gegen das Versprechen späterer Rückzahlung entgegen und stellen andererseits solche Zahlungsmittel als **Finanzierungsleistung** wiederum gegen das Versprechen späterer Rückzahlung zur Verfügung. Kernelement ist dabei, dass ein potentielles Anspruchs- und Verpflichtungsverhältnis zwischen Finanzmittelgebern und Finanzmittelnehmern durch zwei eigenständige Verträge mit dem Finanzintermediär ersetzt wird. Hierbei werden die bekannten Transformationsleistungen bezüglich des Informationsbedarfs, des Betrages („Losgröße“), der Fristen und/oder des Risikos erbracht. Hierzu zählen auch die Leistungen im **Zahlungsverkehr**.<sup>38</sup> Im Kontext von Anlageleistungen spielen alle vier Transformationsleistungen eine Rolle, in der Anlageinformation und Anlageberatung vor allem die **Information** (Exploration, Aufklärung, Empfehlung; aber auch bereits die Kenntnis geeigneter Informationsgeber und Berater).<sup>39</sup>

Darüber hinaus erscheint es angesichts des Standes der Literatur und der realen Erscheinungsformen angemessen, den Begriff des Intermediärs weiter auszulegen und auch solche Unternehmen als Finanzintermediäre zu bezeichnen, die Kontrakte zwischen Finanzmittelgebern und Finanzmittelnehmern überhaupt ermöglichen oder einfacher und kostengünstiger herbeiführen. Solche Institutionen werden als Finanzintermediäre im weiteren Sinne bezeichnet. Sie erbringen Leistungen in den Bereichen der Vermittlung, Informationsabgabe und Risikoübernahme, die denen der Finanzintermediäre i.e.S. vergleichbar sind (z.B. Börsen, Ratingagenturen, Auskunftsteien, Vermittler, Makler).

Viele Finanzdienstleistungen von Banken, Sparkassen, Versicherungen oder Fonds stellen aus ökonomischer Sicht **Vertrauensgüter** dar, deren entscheidende Nutzenstiftung – sofern überhaupt beurteilbar oder eintreffend – oft erst nach Jahren oder Jahrzehnten zu erwarten ist.<sup>40</sup> Für solche Produkte ist typisch, dass oft eine deutliche (zeitliche) Divergenz zwischen Leistung und Gegenleistung besteht, die (Nicht-) Realisierung des Leistungsver-

<sup>38</sup> Vgl. Oehler 2004, 2006a, 2011a zu einer weiteren Erläuterung der (Theorie der) Finanzintermediation im Kontext der Neuen Institutionenökonomik:

- Finanzintermediäre schließen mit einer Vielzahl von Geldgebern und Geldnehmern Verträge ab oder vermitteln diese. Dies erspart den potentiellen Vertragspartnern Zeit und Geld bei der individuellen Suche. Der Informationsbedarf der Kunden reduziert sich auf die Kenntnis eines geeigneten Finanzdienstleisters (**Informationsbedarfstransformation**).
- Banken und Sparkassen sind in bestimmten Grenzen bereit, Zahlungsmittelbeträge bereitzustellen oder zu akzeptieren. Damit nehmen sie einzelnen Kunden Probleme der Betragsgröße ab. Sie erlauben z.B. Anlegern, kleine Beträge als Einlagen anzulegen und reichen große Beträge gleichzeitig an Geldnehmer aus (**Betragstransformation**).
- Banken, Sparkassen und auch Versicherungen tragen auch zum Abbau von Fristenproblemen dadurch bei, dass sie Zahlungsmittel von Geldgebern zu anderen Anlagefristen entgegennehmen als sie Zahlungsmittel den Geldnehmern überlassen (**Fristentransformation**).
- Banken und Sparkassen verändern damit auch das Ausfallrisiko der Geldgeber (Kunden). Diese sogenannte **Risikotransformation** kann zunächst auf die Intermediärhaftung selbst zurückgeführt werden (Eigenkapital). Zudem wirkt die Risikodiversifikation im Geldnehmerportefeuille einer Bank oder Sparkasse. Darüber hinaus kann solchen Intermediären grundsätzlich eine Fähigkeit zur Risikoselektion zugeschrieben werden (Spezialisierungsvorteile bei der Vertragsgestaltung/Risikoeinschätzung und bei Sicherungs- und Kontrollmaßnahmen). Schließlich bewirken bedingte Verpflichtungsstrukturen besonders im Versicherungsgeschäft eine Risikotransformation.

<sup>39</sup> Nach übereinstimmender Auffassung der Deutschen Bundesbank, der Stiftung Warentest und weiterer neutraler Institutionen gehören grundsätzlich zu den Bankeinlagen Tages-, Termin-/Festgeld- und Spareinlagen und zu den Finanzinstrumenten Aktien, Anleihen, Fondsanteile (Rentenfonds, Aktienfonds, inkl. ETFs und Indexfonds), Derivate und Sparbriefe. Kapitallebensversicherungen werden hier und in der Wissenschaft regelmäßig aufgrund ihrer faktischen Anlage-Risiko-Eigenschaft dazugerechnet. Aus der Perspektive des Versicherungsnehmers bzw. des Anlegers können Versicherungsverträge und Anlageformen funktional ähnliche, substitutionale Alternativen darstellen; die kollektivorganisierte (Portfolio) bedingte Verpflichtungsstruktur (Zahlung, wenn Versicherungsfall eintritt) steht dem nicht entgegen bzw. befördert den Anlage-/Vorsorgegedanken. Somit ist die Tätigkeit von Versicherungsunternehmen in aller Regel dadurch gekennzeichnet, dass sie einerseits Zahlungsmittel gegen die bedingte Verpflichtung zukünftiger Zahlungen entgegennehmen und andererseits Zahlungsmittel gegen den Erwerb unbedingter künftiger Rückzahlungsansprüche an andere Geldnehmer weiterleiten.

„Geldanlagen“ und „Finanzanlagen“ werden für diese Studie als Synonyme verwendet, auch wenn einige Aspekte dafür sprechen würden, unter verschiedenen Kriterien „Finanzanlagen“ als den weitergehenden, „mächtigeren“ Begriff zu verstehen.

Nicht berücksichtigt werden direkte Finanzierungsleistungen an Endkunden (Schuldner) wie z.B. Verbraucherkredite oder Mikrokredite von sog. „nachhaltigen“ Anbietern, es sei denn, sie sind (indirekt) Gegenstand von Anlageleistungen.

<sup>40</sup> Zur Diskussion um Beratung und Vorsorge und die damit verbundene Informations- und Entscheidungssituation für Verbraucher: Oehler 2004, vgl. auch Oehler 2006a, 2009, Oehler et al. 2009.



sprechens also oft in ferner Zukunft liegt. Dies betont eindringlich, welche hohe Bedeutung einer verständlichen, verlässlichen und vergleichenden Beratung und **Information** zukommt, zu der auch eine Angabe von Risiken oder Verlusten im Klartext und in Euro sowie ein unmissverständlicher Hinweis an prominenter Stelle der Unterlagen zur Verfügbarkeit gehört. Kunden werden damit erst in die Lage versetzt, sich selbstgesteuert und kritisch mit Finanzprodukten auseinander zu setzen, weil sie jetzt die Informationen dazu wahrnehmen können und zu beurteilen vermögen (Art und Funktionsweise, Risiken in Euro, erwartete Wertentwicklung abzüglich aller Kosten in Euro, Verfügbarkeit in Euro und Zeit). Sie sollten dann unmittelbar in Euro „ablesen“ können, wann wie viel durch Risiken potentiell verloren geht oder an Wertzuwachs erwartet wird und insb. auch, wie viel Risiko (in Verbindung mit anderen Produkten) schon eingegangen wurde („Tragfähigkeit“, Portfolio), jeweils ausgehend von der spezifischen Ziel- und Ausgangssituation eines Verbrauchers.<sup>41</sup>

Im Kontext von Anlageleistungen spielen allerdings nicht nur die bereits erörterten Finanzintermediäre i.e.S. (Banken, Sparkassen, Fonds, Versicherungen etc.) und die Finanzintermediäre i.w.S. (Informations- und Bewertungsplattformen wie Rating- und Research-Agenturen, Vergleichsportale etc.) als zwei wesentliche Typen von Anbietern eine wichtige Rolle, sondern auch weitere Stakeholder im Umfeld der Verbraucherinnen und Verbraucher (vgl. Abbildung 1).<sup>42</sup> Zu den unterschiedlichsten Nichtregierungs-Organisationen (NGOs) sind zum einen Verbraucher-Intermediäre zu zählen, von denen einige einen sektorspezifischen Fokus (z.B. Mieterbund, foodwatch), andere jedoch auch einen sektorübergreifenden Fokus (z.B. Verbraucherzentralen) verfolgen. Zum anderen gehören hierzu auch auf der Anbieterseite formierte sektorspezifisch oder auch sektorübergreifend aufgestellte Lobby-Gruppen, die insbesondere im Hinblick auf die öffentliche und politische Meinungsbildung die Interessen ihrer Mitglieder vertreten.<sup>43</sup>

Neben dem Staat selbst und seinen Einrichtungen (GOs), in seiner Rolle als Regelsetzer (Legislative) und als Exekutive (inkl. Aufsicht) sowie als Judikative (inkl. politische Parteien der Parlamente?), üben supranationale Institutionen direkten Einfluss (z.B. EU und EuGH durch Verordnungen oder Rechtsprechung) oder indirekten Einfluss (z.B. UN, WTO durch Beschlüsse und Absichtserklärungen) auf die nationale Gesetzgebung und (politische) Meinungsbildung aus. Diese nationalstaatlichen sowie supranationalen Institutionen streben in der Regel zumindest einen Basisschutz für Verbraucher an, um Grundvertrauen und Anfangsreputation zu schaffen und damit Märkte entstehen können (z.B. Margins oder Einschusspflichten bei Terminbörsen, Sicherheitenstellung, oder die Vereinbarung von Prozessualvorteilen). Aufgrund der oben beschriebenen Vertrauensgütereigenschaft von Finanzdienstleistungen sowie aufgrund der bekannten kognitiven Beschränkungen von Marktteilnehmern enthält der Preis grundsätzlich nicht alle Informationen über Qualität und Wert (inkl. Risiken) des Produkts. Im diesem Geflecht kommt daher auch unabhängigen Institutionen, wie zum Beispiel der Stiftung Warentest oder auch der gesamten Bandbreite der Medien, hoher Stellenwert zu. In der analogen und insbesondere in der Digitalen Welt spielt die Verbraucheröffentlichkeit selbst ebenfalls eine wichtige Rolle, da hierdurch vollkommen ungefilterte Feedback-Prozesse entstehen können.<sup>44</sup>

Die nachstehende Abbildung fasst die Akteure im Feld der Anlageleistungen und damit auch im Feld der sozial-ökologischen Geldanlagen noch einmal zusammen.

<sup>41</sup> Oehler 2011a, 2011d, 2012e, 2012f.

<sup>42</sup> Zum Begriff des Umfeldes und der Stakeholder im Kontext der Finanzintermediation vgl. Oehler 2004, 2005a-c, 2006a; vgl. auch Oehler 2006b.

<sup>43</sup> Oehler 2006a.

<sup>44</sup> Vgl. z.B. Lamla et al. 2013.

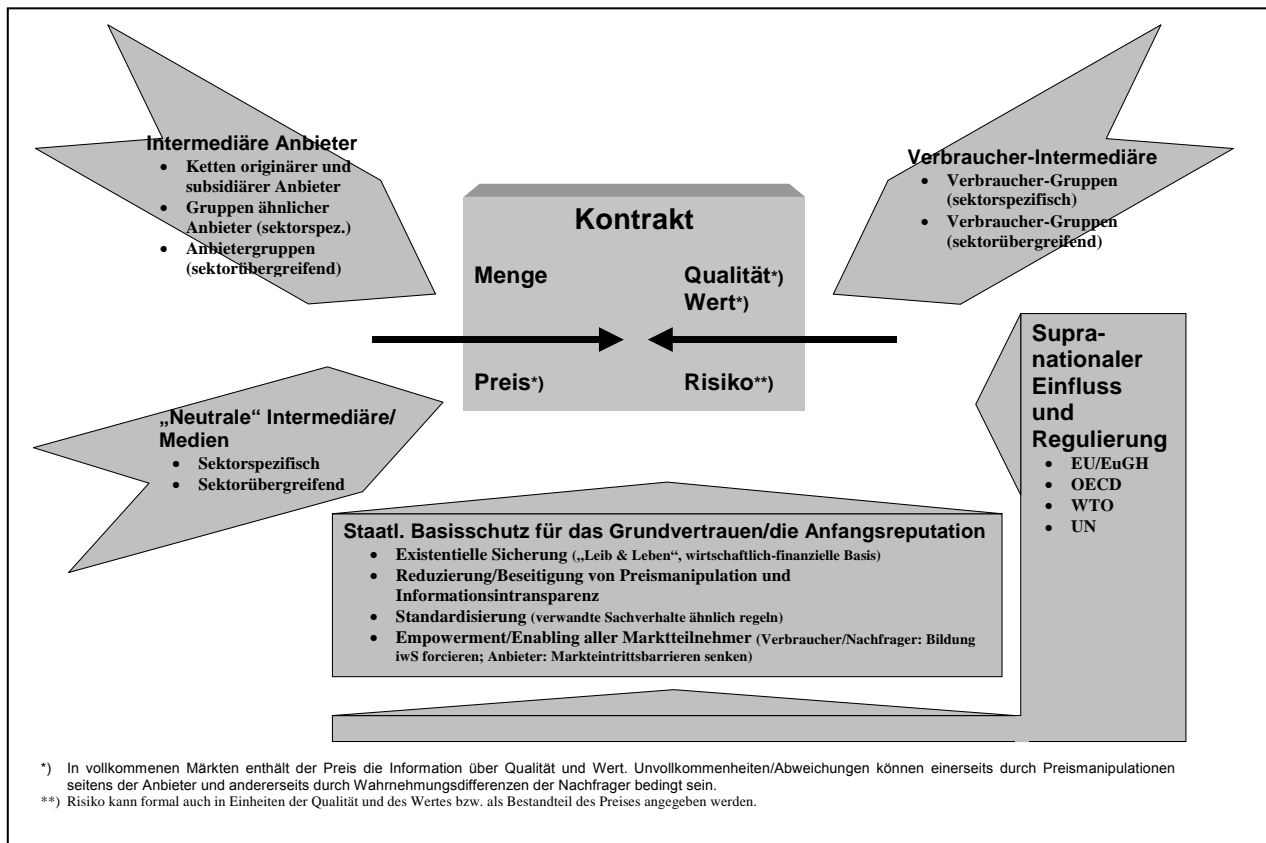


Abbildung 1: Intermediäre im Kontext sozial-ökologischer Geldanlagen (Quelle: Oehler 2005c; eine größere Version der Abbildung befindet sich im Anhang)

Mit Bezug zur erörterten Kategorisierung lassen sich für den Kontext der Studie die folgende verschiedenen Akteure und Anspruchsgruppen näher identifizieren.<sup>45</sup>

• **Finanzintermediäre i.e.S. (Banken, Sparkassen, Fonds, Versicherungen etc.):**

Einige dieser Finanzintermediäre haben den in der Regel selbst definierten Anspruch, sozial-ökologische Geldanlagen anzubieten, in ihr Geschäftsmodell integriert. Während manche Intermediäre nur einen Teil ihrer Leistungen mit diesem Fokus anbieten, haben einige andere Intermediäre ihr gesamtes Leistungsspektrum auf diesen Anspruch hin ausgerichtet. Zu den letztgenannten Finanzintermediären i.e.S. werden unter anderem die EthikBank eG, die GLS Gemeinschaftsbank eG, die Umweltbank AG, die Bank für Kirche und Diakonie eG, die Pax-Bank eG und die Steyler Bank GmbH gerechnet. Hinsichtlich der Aktivitäten im deutschsprachigen Raum sind zudem beispielsweise die Globalance Bank AG und die Triodos Bank N. V. sowie die Asset-Management-Gesellschaft RobecoSAM AG zu nennen, die alle drei mit ihrem Hauptsitz nicht in Deutschland firmieren.

• **Finanzintermediäre i.w.S. (Informations- und Bewertungsplattformen wie Rating- und Research-Agenturen, Vergleichsportale etc.):**

Das Ziel der Informationsbereitstellung und der Verarbeitung von Informationen in selbst geschaffenen Bewertungsansätzen zu sozial-ökologischen Geldanlagen steht

<sup>45</sup> Vgl. Schäfer 2003, Schäfer/Lindenmayer 2004, Schäfer et al. 2006, die einen umfassenden Überblick über mögliche Akteure geben, insbesondere aus dem Bereich der Anbieter im engeren und weiteren Sinne. Vgl. hierzu auch mit einem kleinen Ausschnitt bezogen auf Ratings Döpfner/Schneider 2012. Vgl. auch Öko-Institut 2009, Kap. 6.5.4, mit einem Ausschnitt zu NGO-Initiativen.

im Kern der Aktivitäten unter anderem der imug (imug Beratungsgesellschaft für sozial-ökologische Innovationen mbH als spin off des imug Institut für Markt-Umwelt-Gesellschaft e.V.), der oekom research AG, des IÖW (Institut für ökologische Wirtschaftsforschung gGmbH) und des future e.V., der Sustainalytics GmbH (als Teil der weltweiten Plattform Sustainalytics), der ECOreporter.de AG, des deutschen SBI (Sustainable Business Institute), der Inrate Ltd (Schweiz), der ECPI Srl (Italien) und der Ethical Investment Research Services (EIRIS) Ltd, die damit den Finanzintermediären i.w.S. zuzurechnen sind. Grundsätzlich sind hierzu auch Index-Anbieter wie beispielsweise Dow Jones & Company in Kooperation mit der RobecoSAM AG (Dow Jones Sustainability Indices), FTSE International Ltd in Zusammenarbeit mit Ethical Investment Research Services (EIRIS) Ltd (FTSE4Good Index Series) und MSCI Inc. (MSCI SRI Indices) zu zählen.

- **Nationale und supranationale Institutionen:**

Hierzu rechnen z.B. neben dem durch die Bundesregierung eingesetzten RNE (Rat für Nachhaltige Entwicklung) mit dem eher anbieterorientiert ausgerichteten DNK (Deutscher Nachhaltigkeitskodex)<sup>46</sup> und der OECD insbesondere die von den Vereinten Nationen geschaffene UN PRI Initiative initiiert durch die UNEP Finance Initiative.

In der Gruppe der Nichtregierungs-Organisationen (NGOs) kann zunächst zwischen Lobby-Gruppen der Anbieterseite und der Verbraucherseite sowie Interessengruppen-übergreifenden Lobby-Gruppen und unabhängigen Institutionen unterschieden werden.

- **Nichtregierungs-Organisationen (NGOs) in Form Stakeholder-übergreifender Lobby-Gruppen:**

Zu solchen übergreifenden Lobby-Gruppen können beispielsweise Eurosif (European Sustainable Investment Forum), CRIC (Corporate Responsibility Interface Center, Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage) und damit verbunden die Projektgruppe Ethisch-Ökologisches Rating (beide auf der Basis des Frankfurt-Hohenheimer Leitfadens)<sup>47</sup> zugeordnet werden.

- **Lobby-Gruppen der Anbieterseite:**

Hierzu werden unter anderem die EFFAS (European Federation of Financial Analysts Societies) mit ihren Mitgliedern in den europäischen Staaten gezählt (bspw. DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset), aber auch das FNG (Forum Nachhaltige Geldanlage e.V.; als Anbietergruppe Mitglied in Eurosif, s.o.), die BEI (Banking Environment Initiative) sowie der VfU (Verein für Umweltmanagement und Nachhaltigkeit in Finanzinstituten e.V.).

- **Lobby-Gruppen der Verbraucherseite:**

Die Interessen der Verbraucherseite werden unter anderem vom vzbv (Verbraucherzentrale Bundesverband) und den Verbraucherzentralen vertreten, ggf. kann hierzu auch EcoTopTen des Öko-Instituts gerechnet werden.

---

<sup>46</sup> Vgl. Bassen/Rentrop/Zwick 2011.

<sup>47</sup> Vgl. insb. Hoffmann/Reisch/Scherhorn 1998a, 1998b; vgl. auch Dahm/Hoffmann/Scherhorn 2013.

- **Unabhängige Institutionen:**

Im Bereich der sozial-ökologischen Geldanlage spielen darüber hinaus ebenso unabhängige Institutionen, die keine Partikularinteressen von Lobbygruppen vertreten, wie insbesondere die Stiftung Warentest und ggf. die GRI (Global Reporting Initiative) und die ISO (International Organization for Standardization) eine wesentliche Rolle.

### 3.2 „Nachhaltig“, ethisch, sozial-ökologisch, ESG, SRI, CSR oder? – auf dem Weg zu einer definitorischen Grundlegung

#### 3.2.1 Einführung und Grundproblematik

Zu den meist-zitierten Urvätern der „Entdeckung“ eines so genannten „nachhaltigen“ Wirtschaftens gehört Carl von Carlowitz (1713), bezogen auf den sächsischen Bergbau und das hierfür benötigte Holz:<sup>48</sup> „Wird derhalben die größte Kunst/Wissenschaft/Fleiß und Einrichtung hiesiger Lande darinnen beruhen / wie eine sothane Conservation und Anbau des Holtzes anzustellen / daß es eine continuiertliche beständige und nachhaltige Nutzung gebe / weilen es eine unentberliche Sache ist / ohne welche das Land in seinem Esse [Wesen] nicht bleiben mag.“

Ein eher an den Verbraucherinnen und Verbrauchern direkt anknüpfender Ansatz bezieht sich auf die bekannte Differenzierung der Verbraucherverhaltensweisen in „verletzliche“, „vertrauende“ und „verantwortungsvolle“ Verbraucher.<sup>49</sup> Dabei wird regelmäßig angenommen, dass zu den „verantwortungsvollen“ Verbrauchern solche zählen, die insbesondere auch ökologisch-sozial und politisch engagiert sein wollen. Eine mögliche Antwort wird gerne mit dem kategorischen Imperativ (Kant) gegeben: „Handle so, daß die Maxime deines Willens jederzeit zugleich als Prinzip einer allgemeinen Gesetzgebung gelten könne.“<sup>50</sup> Im Sinne einer solchen Ethik ist dann aber zu klären: Was ist im Leben und in der Welt wertvoll ... „von Wert“? Was ist ganz konkret gemeint, wenn man einen sozial-ökologischen, also ethischen Konsum einfordert oder zumindest anstoßen will (Annahme: Ethisches Verhalten umfasst das „Soziale“ und „Ökologische“)?<sup>51</sup>

„Nachhaltiger Konsum“, zu dem die sozial-ökologischen Geldanlagen grundsätzlich ebenso zählen (aufgeschobener Konsum, Vorsorge), könnte meinen: Umwelt- und sozialverträglich hergestellte Sachgüter und Dienstleistungen zu kaufen, um politischen Einfluss auf globale Problemlagen auszuüben, um die ökonomischen, ökologischen und sozialen Kosten zu minimieren? Sollen Verbraucher also teurere Sachgüter und Dienstleistungen nachfragen, um so gerechte Arbeitsbedingungen, verträgliche Umweltbedingungen u.v.m. zu unterstützen? Im Klartext müsste dies bedeuten: Die reale Risiko-Rendite-Teilung zwischen allen Stakeholdern entspricht nicht einer theoretisch „richtigen“. Deshalb sollen Verbraucher im Wege des „nachhaltigen Konsums“, der „nachhaltigen Geldanlage“ etc. auf Geld oder Renditepunkte verzichten?<sup>52</sup>

Die anglo-amerikanische Management-Literatur hat sich dieses Themas im Rahmen der CSR-Diskussion sehr früh angenommen und – ausgehend von den rechnungswesenorientierten Berichtspflichten („reporting“) – bereits seit den 1980er-Jahren das so genannte

<sup>48</sup> Quelle: Wikipedia 2013 / Brockhaus 12.1.2012 / S. 105-106 in der „Sylvicultura Oeconomica“.

<sup>49</sup> Oehler 2006c, 2010a,b; 2011a,b,c; 2012a,b,c,d,e,f; 2013a,b,c,d; vgl. auch Micklitz/Oehler et al. 2010 und Strünck et al. 2012.

<sup>50</sup> Philosophisches Wörterbuch, 19. Aufl., Kröner, Stuttgart 1974.

<sup>51</sup> Oehler 2013e, 2013f.

<sup>52</sup> Oehler 2013e, 2013f.

„triple bottom line reporting“ positioniert.<sup>53</sup> Dieses auch als „people, planet, profit“ bezeichnete Konzept regt an, zusätzlich zur bekannten „financial performance“ auch eine „social performance“ und eine „environmental performance“ in der Berichterstattung zu berücksichtigen.<sup>54</sup>

Das Grundprinzip dieser Trias findet sich auch im einschlägigen Green Paper der EU:<sup>55</sup> „Most definitions of corporate social responsibility describe it as a concept whereby companies integrate social and environmental concerns in their business operations and in their interaction with their stakeholders on a voluntary basis. ... Being socially responsible means not only fulfilling legal expectations, but also going beyond compliance and investing “more” into human capital, the environment and the relations with stakeholders.”

Aras und Crowther sprechen in diesem Kontext auch von einer “conflation of financial, social and environmental performance”.<sup>56</sup>

Diese Überlegungen sind im Rahmen der Diskussion der Grundlagen sozial-ökologischer Investments (Kapitel 3.2.2) zu vertiefen. Hierzu gehört auch eine Erörterung, inwieweit überhaupt ein oft behaupteter „Renditeverzicht“ zwingend ist. Denn ein solcher „Renditeverzicht“ löste aus Verbrauchersicht eine ganze Reihe zentraler Fragen aus,<sup>57</sup> z.B.: Was genau sind denn die tatsächlich messbaren Größen, Indikatoren etc., an denen „sozial“ oder „ökologisch“ festgemacht wird? Die große Mehrheit der bekannten sog. ESG-Kriterien (environmental, social, corporate governance)<sup>58</sup>, der SRI-Kriterien (socially responsible investment: RI responsible investment; SI sustainable investment), der CSR-Aspekte (corporate social responsibility; gelegentlich auch corporate social and environmental reporting) oder auch die KPI (key performance indicators) des RNE/DNK (Rat für nachhaltige Entwicklung/Deutscher Nachhaltigkeits-Kodex) sind sehr allgemein und vor allem alles andere als disjunkt formuliert.

Bleibt man bei der grundlegenden Annahme, ethisches Verhalten umfasse das „Soziale“ und „Ökologische“,<sup>59</sup> also das **Arbeitsumfeld** und die Arbeitsbedingungen („sozial“) bis hin zu gesellschaftlichen Aspekten („social“, eigentlich „societal“) einerseits und die **Umwelt** im weitesten Sinne inklusive Wasser, Luft, Boden, Fauna (inkl. Tierschutz-/rechte) und Flora („ökologisch“), dann ließen sich in einem ersten Schritt zumindest zu diesen beiden Bereichen umfassende Kriterienkataloge oder -bündel zuordnen, die grundsätzlich separat analysiert und bewertet werden könnten. Hinzu kämen die bereits weiter oben genannten klassischen **ökonomischen Kriterien** wie Risiken in Euro, erwartete Wertentwicklung abzüglich aller Kosten in Euro, Verfügbarkeit in Euro und Zeit, ggf. Portfolioeffekte.

Die Thematik wird dadurch gleichzeitig auf einen zweiten Blick interessanter, aber auch schwieriger zugänglich, weil soziale Kriterien – zum Teil – deutliche Schnittstellen und Überlappungen zu ökologischen Kriterien aufweisen. So ordnet man regelmäßig zwar ökologische Aspekte des Arbeitsumfeldes den sozialen Kriterien zu (Arbeitsbedingungen: z.B. Umgang mit toxischen Substanzen), jedoch haben die jeweiligen Arbeitsbedingungen ebenso – meist gepaart mit (kurzsichtigen) ökonomischen Effizienzüberlegungen – Wechselwirkungen zu ökologischen Kriterien, wenn z.B. der Wasser- oder Energieverbrauch betrachtet wird oder toxische Substanzen via Produktionsprozess und/oder Endprodukte in die Umwelt gelangen.

<sup>53</sup> Vgl. etwa Spreckley 1981, Elkington 1997.

<sup>54</sup> Vgl. z.B. Crowther/Seifi 2010, 11 und weiter unten Kapitel 3.2.2.2.

<sup>55</sup> European Commission 2001, 6/7.

<sup>56</sup> Aras/Crowther 2010, 56.

<sup>57</sup> Oehler 2013e, 2013f.

<sup>58</sup> Vgl. z.B. Bassen/Senkl 2011.

<sup>59</sup> Zu einem ähnlichen definitorischen Verständnis vgl. z.B. Schäfer 2005a und 2012. Dies gilt grundsätzlich auch für den Frankfurt-Hohenheimer-Leitfaden (vgl. CRIC 2008, Balz et al. 2000 und 2009), hier allerdings werden auch so genannte kulturelle Kriterien („Ordnungswissen von Kulturen“) zusätzlich und separat erörtert, ohne dass letztlich die zahlreichen Überlappungen und auch Identitäten zu ökologischen und sozialen Kriterien deutlich werden.

Es überrascht daher nicht, dass viele Ergebnisse, Grenzwerte, Regelungsvorgaben etc., die man heute adressiert an Produkte für Endabnehmer findet, ursprünglich aus der Regulierung der Arbeitsbedingungen stammen (z.B. zur Toxizität). Mit anderen Worten, die Produktions- und Wertschöpfungsketten erlauben möglicherweise gar keine disjunkte Trennung in soziale und ökologische Dimensionen oder Kriteriengruppen. Dies gilt schließlich auch dann, wenn man Endabnehmer nicht ganz so wörtlich versteht, weil diese selbst wieder Produkte weiterveräußern und/oder in sehr unterschiedlichem Ausmaß den Abfall- oder Recycling-Kreisläufen zuführen (z.B. die Problematik der Verschmutzung der Gewässer/Meere mit Kunststoffen).

Ein erstes Zwischenfazit der erörterten Problematik lässt sich in grafischer Darstellung der Abbildung 2 entnehmen. Unterscheidet man die drei Bereiche ökonomischer, sozialer und ökologischer Kriterien, die sich jeweils zum Teil gegenseitig bedingen und/oder überlappen, dann resultieren drei „einfache“ Schnittmengen mit dualer Ausprägung sowie eine Schnittmenge in der Trias aller Kriterien, die so genannte „Nachhaltigkeit“. Die bereits eingangs der Studie und weiter unten geführte Diskussion zur ökonomischen Bewertung und insbesondere zu einem geforderten „Renditeverzicht“ wird aber zeigen, dass der ökonomische Fokus keine Besonderheit darstellt und in der Folge nicht eine Trias, sondern eine Zweisamkeit der Kriterien für die Entwicklung eines Mindeststandards relevant ist (vgl. Kapitel 3.2.2).

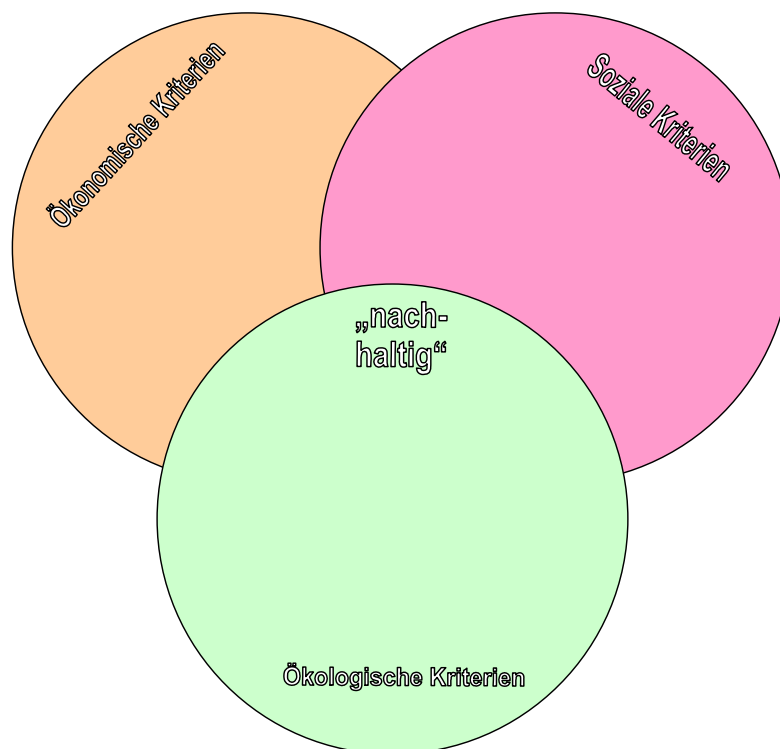


Abbildung 2: Die drei Bereiche ökonomischer, sozialer (inkl. „societal“) und ökologischer Kriterien (Quelle: Eigene Darstellung)<sup>60</sup>

<sup>60</sup> Im Kontext der Diskussion der „triple bottom line“ (s.o.) finden sich ähnliche Abbildungen, die allerdings meist andere Aussagen intendieren, z.B. Triple bottom Line by PeterV | Published August 29, 2011, newmerino.com.au oder [http://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Triple\\_bottom\\_line](http://en.wikipedia.org/w/index.php?title=Triple_bottom_line).

### 3.2.2 Grundlagen sozial-ökologischer Investments

#### 3.2.2.1 Einführung

Der Ausgangspunkt der meisten wissenschaftlich orientierten Ansätze im Sinne der Kriterien-Trias zur „Nachhaltigkeit“<sup>61</sup> liegt in einer Betrachtung der Emittenten und/oder Verkäufer und/oder Intermediäre sozial-ökologischer Geldanlagen als ein Geflecht verschiedenster Interessengruppen oder Stakeholder, wie es in der nachstehenden Abbildung 3 typisiert dargestellt wird. Eine Geldanlage kann dann als ein „Projekt“ oder als Teil der Eigen- und/oder Fremdfinanzierung (Tranche) im Sinne der Abbildung 3 verstanden werden. Die mögliche so genannte „Nachhaltigkeit“ eines „Projekts“ wird dabei insbesondere durch eine projektbezogene ökonomische, soziale und ökologische Investitions- bzw. Geschäftspolitik des Anbieters/Emittenten beeinflusst. Dies erfordert die Berücksichtigung einer sozial-ökologischen Entwicklung und Nutzung des direkt projektbezogenen intellektuellen Kapitals, inkl. des Beziehungs-, Organisations- und Humankapitals, als auch der Unternehmensumwelt, inkl. der Beziehungen zu staatlichen und nicht-staatlichen (GOs und NGOs) sowie weiteren externen Interessengruppen.<sup>62</sup>

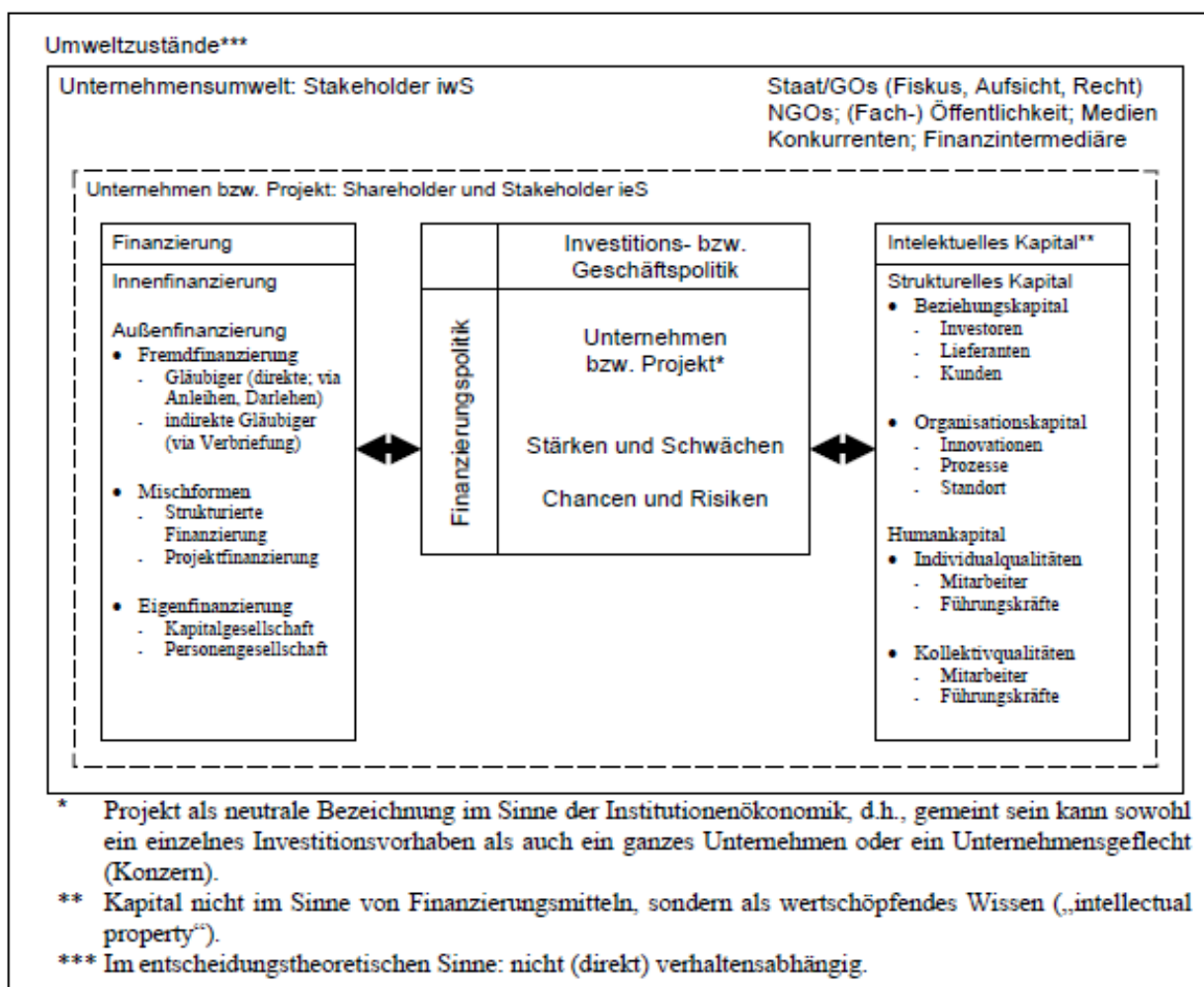


Abbildung 3: Corporate Governance & Control – funktionelle Zusammenhänge und Adressaten (Quelle: Oehler 2006b, 301; eine größere Version der Abbildung befindet sich im Anhang)

<sup>61</sup> Zum sog. ethischen oder sozial-ökologischen Konsum und den entsprechenden grundlegenden Erörterungen vgl. z.B. Reisch/Scherhorn 1998, Reisch 2001, Reisch/Ott 2001.

<sup>62</sup> Oehler 2006b.

Weber weist daher nachvollziehbar darauf hin, dass neben Produkten des „socially responsible investments“ (SRI) in das zu betrachtende Spektrum sowohl Formen der „sustainability loans and mortgages“ („sustainable credit management“) und der „microfinance“ ebenso gehören, wie auch solche der „sustainability saving accounts“ oder vergleichbarer Einlagen.<sup>63</sup>

Sozial-ökologische Investments privater Anleger können damit sowohl direkt in Tranchen von finanziellen oder nicht-finanziellen Unternehmen erfolgen als auch indirekt via Finanzintermediäre (Banken, Sparkassen, Fonds etc.). Im Gegenzug verantwortet ein Unternehmen im direkten Prozess gegenüber den Financiers eine sozial-ökologische Unternehmens- oder „Projekt“-Politik, im indirekten Zugang verantworten die Intermediäre gegenüber den Investoren entsprechend ein sozial-ökologisches „banking“.

Hinsichtlich möglicher Formen der Geldanlage sollte die langjährig bekannte Anlagepraxis der Retail-Investoren Berücksichtigung finden, also die Struktur des privaten Geldvermögens beachtet werden, insbesondere sollten also nicht nur bestimmte Formen wie Fonds im Fokus stehen. Hierzu gehören vor allem<sup>64</sup>

- Bankeinlagen, z.B. Tagesgeld, Termin-/Festgeld, Spareinlagen;
- Finanzinstrumente, z.B. Aktien, Anleihen, Fondsanteile (Rentenfonds, Aktienfonds, inkl. ETFs und Indexfonds), Derivate, Sparbriefe;
- Versicherungen, z.B. Rentenversicherungen, Kapitallebensversicherungen;
- geschlossene Fonds, unternehmerische Beteiligungen (z.B. typische oder atypische stille Beteiligungen; Genussrechte, gewinnabhängige Darlehen, Genossenschaftsanteile mit Nachschusspflicht).

### 3.2.2.2 Triple Bottom Line Reporting und verwandte Ansätze

Ausgehend von den rechnungswesenorientierten Berichtspflichten („reporting“) der anglo-amerikanischen Management-Literatur hat sich im Rahmen der CSR-Diskussion recht früh, bereits seit den 1980er-Jahren, das so genannte „triple bottom line reporting“ positioniert.<sup>65</sup> Dieses auch als „people, planet, profit“ bezeichnete Konzept regt an, zusätzlich zur bekannten „financial performance“ auch eine „social performance“ und eine „environmental performance“ in der Berichterstattung zu berücksichtigen. Crowther/Seifi kommentieren dies folgendermaßen: „This is based on an assumption that there are 3 aspects of performance – economic, social and environmental – and that addressing them is all that is necessary in order to ensure not just sustainability but to also enable sustainable development. Indeed the implicit assumption is one of business as usual – add some information about environmental performance and social performance to conventional financial reporting (the economic performance) and that equates to triple bottom line reporting. And all corporations imply that they have recognised the problems, addressed the issues and thereby ensured sustainable development. This implication is generally accepted without questioning – certainly without any rigorous questioning.“<sup>66</sup>

Die implizite Kritik, die sich im vorstehenden Zitat widerspiegelt, wird inzwischen in der akademischen Literatur offen angesprochen. Norman und MacDonald sprechen von „vague, diverse, and sometimes contradictory uses of the Triple Bottom Line rhetoric“ und kommen zu dem Schluss, dass „the rhetoric is badly misleading, and may in fact provide a

<sup>63</sup> Vgl. Weber 2010.

<sup>64</sup> Vgl. Oehler 2012f.

<sup>65</sup> Vgl. etwa Spreckley 1981, Elkington 1994, 1998.

<sup>66</sup> Crowther/Seifi 2010, 11.



smokescreen behind which firms can avoid truly effective social and environmental reporting and performance.”<sup>67</sup> Sie begründen dies damit, dass “... it is difficult to find anything that looks like a careful definition of the concept, let alone a methodology or formula (analogous to the calculations on a corporate income statement) for calculating one of the new bottom lines.”<sup>68</sup> Ihr Fazit ist daher nicht überraschend, aber gut nachvollziehbar: “The concept of a Triple Bottom Line in fact turns out to be a “Good old-fashioned Single Bottom Line plus Vague Commitments to Social and Environmental Concerns”. And it so happens that this is exceedingly easy for almost any firm to embrace.”<sup>69</sup>

Hubbard<sup>70</sup> weist zudem auf das grundlegende, bereits oben von Crowther/Seifi adressierte Problem hin, klar zwischen „sustainability“ einerseits als Ergebnis eines Prozesses und andererseits der Entwicklung dorthin („sustainable development“) zu unterscheiden; eine Überlegung, die z.B. aus der Umstellung von konventionellem auf ökologischen Landbau gut bekannt ist (inkl. der Kennzeichnung so genannter Umstellungsbetriebe).

Ein grundsätzlich verwandtes, aber in der Ausrichtung anderes Verständnis, welches wohl auf eine Publikation von Carroll aus 1991 zurückgeführt werden kann, wird im Ansatz der so genannten „Pyramid of Corporate Social Responsibility“ deutlich.<sup>71</sup>

Carroll stellt sich eine feste hierarchische Ordnung von vier Verantwortungsebenen eines Unternehmens vor, wohl der Shareholder und/oder der geschäftsführenden Personen, dies wird aber nicht ganz klar: Ökonomische, rechtliche, ethische und philanthropische Verantwortung.<sup>72</sup> Die ökonomische Verantwortungsebene wird dabei durchaus weit verstanden als „Be profitable. The foundation upon which all others rest.“, jedoch wird klar, dass dies grundsätzlich noch vor der jeweiligen rechtlichen Ebene gilt, also im Prinzip eine ökonomische Dominanz postuliert wird, die z.B. auch in Hinsicht auf Vereinbarungen mit Stakeholdern, wie z.B. Arbeitnehmern, gilt, die möglicherweise gegen ökologische Prinzipien gerichtet sind. Die darauf folgende rechtliche Verantwortungsebene wird dann recht einfach beschrieben: „Obey the law. Law is society's codification of right and wrong. Play by the rules of the game.“ Jenseits dieser beiden Verantwortungsebenen liegt dann die ethische Verantwortung, die von Carroll sehr allgemein und umfassend verstanden wird: „Be ethical. Obligation to do what is right, just, and fair. Avoid harm.“ Schließlich fügt sich, quasi als Schlussstein und in nicht ganz klarer Abgrenzung zur Ebene davor, die philanthropische Verantwortung ein, verstanden als „corporate citizenship“: „Be a good corporate citizen. Contribute resources to the community; improve quality of life.“

---

<sup>67</sup> Norman/MacDonald 2003, 243.

<sup>68</sup> Norman/MacDonald 2003, 245.

<sup>69</sup> Norman/MacDonald 2003, 255 (Unterstreichung vom Verfasser).

<sup>70</sup> Hubbard 2009, 186/7.

<sup>71</sup> Vgl. Carroll 1991. Vgl. auch Elad 2010, 237 f, Mildenergeric/Khare/Thiede 2008, 12 f.

<sup>72</sup> Carroll 1991, 42.

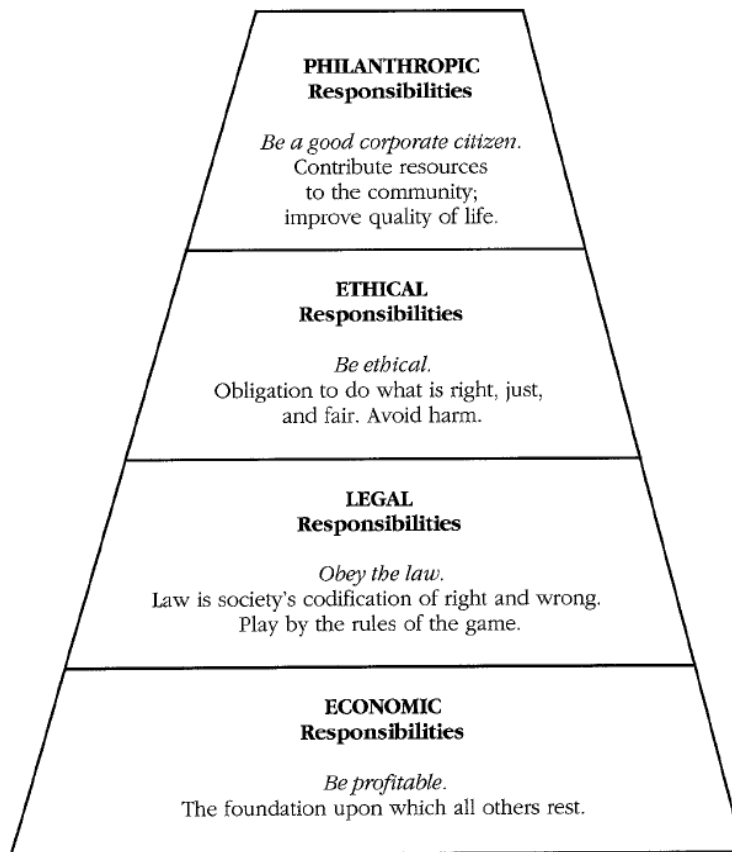


Abbildung 4: Die Pyramid of Corporate Social Responsibility nach Carroll<sup>73</sup>  
(eine größere Version der Abbildung befindet sich im Anhang)

Schramm<sup>74</sup> interpretiert den Ansatz von Carroll in einer Zweiteilung als „verpflichtende“ (ökonomisch, rechtlich) und „erwartete“ sowie „gewünschte“ Ausprägungen (ethisch bzw. philanthropisch) einer gesellschaftlichen Verantwortung, leider auch hier ohne Klarstellung, wer denn diesen Anforderungen konkret genügen soll, wahrscheinlich sind wieder die Eigentümer und/oder die Personen der Geschäftsführung gemeint.

Jenseits der geäußerten Kritik an der Dominanz der „economic responsibilities“ haben beide Ansätze, die „pyramid of CSR“ und das „triple bottom line reporting“, gemeinsam, dass eine grundlegende Definitiorik und Präzision in der Modellvorstellung (konzeptuelle Basis) ebenso fehlt wie eine praktische Handhabung zur für Dritte nachvollziehbaren Gestaltung und Realisierung der benannten gleichzeitigen Anforderungen in ökonomischer, ökologischer und sozialer/gesellschaftlicher Hinsicht.

<sup>73</sup> Carroll 1991, 42.

<sup>74</sup> Vgl. Schramm 2011, 47.

### 3.2.2.3 Zur Notwendigkeit eines „Renditeverzichts“

In den einführenden Überlegungen (Kapitel 3.2.1) wurde bereits kurz angesprochen, ob aus dem häufiger anzutreffenden Gedanken, Verbraucher sollten ggf. teurere Sachgüter und Dienstleistungen nachfragen, um so gerechte Arbeitsbedingungen, verträgliche Umweltbedingungen u.v.m. zu unterstützen, also im Wege des „nachhaltigen Konsums“, der „nachhaltigen Geldanlage“ etc. auf Geld oder Renditepunkte verzichten, eine Notwendigkeit zum „Renditeverzicht“ bei sozial-ökologischen Geldanlagen abzuleiten wäre.<sup>75</sup>

Schäfer argumentiert auf der Grundlage einer Erörterung zu „Triple Bottom Line Investing und Kapitalmarkttheorie“<sup>76</sup>, dass ein so genannter „ethischer Bias“ als „Anomalie“ im Sinne von „Fads“ der Behavioral Economics im Vergleich zur neoklassischen Kapitalmarkttheorie<sup>77</sup> erklärbar sei. Nicht die pekuniäre Einkommensgröße, sondern der Nutzen des Einkommensstroms für „ethische Anleger“ könnte betrachtet werden: „Ein solcher Zusammenhang trifft auf den ethischen Typ des „Konsum-Investors“ zu, der sich entweder altruistisch oder ähnlich dem Veblen-Effekt verhält – er agiert konform zur Anlagepolitik einer für ihn maßgebenden sozialen Gruppe. Neben der Einkommensstromgröße kann die Schätzung des Erwartungswerts einer Kapitalanlage durch ethische Anleger aus den vorgenannten Gründen von denjenigen konventioneller Anleger abweichen.“<sup>78</sup> Zu hinterfragen bleibt, ob es – schon gar in ökonomischer Betrachtung – überhaupt altruistisches Verhalten geben kann, oder ob nicht vielmehr immer ein Anreiz verfügbar ist („Aufmerksamkeit“ gewinnen), auch wenn dieser sich nicht immer so einfach quantifizieren lassen muss.

Als zweite Erklärung bietet Schäfer die Möglichkeit an, dass „ethische Anleger“ nur auf einem niedrigeren „price of time“ bestehen, also auf einem niedrigeren Diskontierungszins für die zeitliche Überlassung von Finanzmitteln: „Eine Begründung hierfür ließe sich im Unterschied zwischen der (niedrigeren) sozialen und der (höheren) privaten Zeitpräferenzrate postulieren. Demzufolge würden ethische Kapitalanlagen wegen des mit ihnen verbundenen öffentlichen Guts-Charakters auf Grund der Internalisierung von Markt-Externalitäten einen niedrigeren Diskontierungsfaktor rechtfertigen.“<sup>79</sup> Im Umkehrschluss würde dies dann im Zweifel bedeuten, dass konventionelle Anlagen – gegeben ökologische oder soziale (negative) Externalitäten – eine zu hohe Rendite bei gleichem Risiko aufweisen würden (oder: konventionelle Konsumgüter sind zu „billig“).

In diesen Kontext gehört dann aber auch eine Erörterung, inwieweit überhaupt ein solcher „Renditeverzicht“ oder ein geringerer „price of time“ zwingend ist. Bezug nehmend auf die Unterscheidung ökonomischer, sozialer und ökologischer Kriterien (siehe Kapitel 3.2.1) lässt sich hinsichtlich sozialer Aspekte argumentieren, dass z.B. verbesserte Arbeitsbedingungen oder eine verbesserte Entlohnung grundsätzlich zwar einerseits zu renditemindernden höheren Arbeits- oder Personalaufwendungen führen. Andererseits wird als Folge durchaus auch eine höhere Arbeitszufriedenheit und mithin eine höhere Produktivität oder eine geringere Qualitätseinbuße in den Wertschöpfungsprozessen sowie eine geringere Fluktuation zu erwarten sein, was eher zu niedrigeren Aufwendungen führen dürfte. In der Konsequenz sind geringere Renditen (bei gleichem Risiko) eines Unternehmens als Anlageprojekt oder seiner Finanzierungstranchen (siehe oben Kapitel 3.2.2.1) keineswegs zwingend.

In ähnlicher Weise kann auch bezüglich ökologischer Aspekte argumentiert werden. Verbesserte Umweltstandards, z.B. ein geringerer Pestizid-, Wasser- oder Energieverbrauch, führen einerseits zu höheren Produktionskosten. Andererseits sind aber – meist durch entsprechenden Technologieeinsatz – auch entsprechende absolute Verbrauchseinspa-

<sup>75</sup> Oehler 2013e, 2013f.

<sup>76</sup> Schäfer 2001, 742/3.

<sup>77</sup> Zu „Anomalien“ und „Biases“ sowie den Konzepten der Behavioral Economics & Finance vgl. z.B. Oehler 1992, 1994, 1995, 1998, 2000, 2002 sowie Oehler/Reisch 2008 und Oehler 2011a, 2012c.

<sup>78</sup> Schäfer 2001, 743.

<sup>79</sup> Schäfer 2001, 743.

rungen oder auch höhere Preise und eine höhere Qualität erzielbar, gerade letztere angesichts einer erwarteten Nachfrage, auch von „Veblen“-Kunden. Zu einem ähnlichen Schluss kommen Albuquerque/Durnev/Koskinen, die „CSR activities as an investment in customer loyalty“ kennzeichnen und zeigen, dass „CSR decreases systematic risk and increases firm value.“<sup>80</sup> Es folgt auch hieraus, dass eine geringere Rendite (bei gleichem Risiko) nicht notwendigerweise auftreten muss. Sicherlich sind aber gerade in diesem Bereich unterschiedliche Effekte bezogen auf die entsprechende Zeitachse bzw. den Planungs- und Erwartungshorizont zu beachten. Der ökonomische Rendite-Risiko-Zusammenhang ist also auch bei sozialen und ökologischen Anforderungen grundsätzlich gegeben, auch mit der Ausprägung einer höheren Rendite bei höherem Risiko.<sup>81</sup>

Aras/Crowther formulieren entsprechend wie folgt: „... an adequate return for the level of risk undertaken.“<sup>82</sup> Die EU konkludiert diesbezüglich treffend: „The experience with investment in environmentally responsible technologies and business practice suggests that going beyond legal compliance can contribute to a company’s competitiveness. Going beyond basic legal obligations in the social area, e.g. training, working conditions, management-employee relations, can also have a direct impact on productivity. It opens a way of managing change and of reconciling social development with improved competitiveness.“<sup>83</sup>

In einer empirischen Untersuchung zur „Financial Performance of SRI Funds“ für die Jahre 2002 bis 2009 zeigen Weber et al., dass im Vergleich zu „konventionellen“ Anlagen „... the SRI fund portfolio reached a significantly higher return than MSCI World Index.“<sup>84</sup> Die Stiftung Warentest kommt in einer aktuellen Beurteilung grundsätzlich zu einer ähnlichen Einschätzung, allerdings nur für einen Teilbereich aufgrund des beschränkten Untersuchungsansatzes: „Ein Grund für das vergleichsweise schlechte Abschneiden der Fonds sind die schwierigen Jahre der Solar- und der Windenergiebranche – Unternehmen, in die einige grüne Fonds verstärkt investiert haben. In früheren Jahren konnten grüne Fonds mit herkömmlichen Fonds durchaus mithalten, wie die Berechnung von Finanztest für die Jahre 2005 bis 2010 gezeigt hat. Damals hatten 42 Prozent der sauberen Fonds Plus gemacht, bei den herkömmlichen Fonds waren es 50 Prozent.“<sup>85</sup>

Schließlich kommen Gramlich/Finster in ihrer aktuellen Untersuchung mit 167 europäischen Unternehmen zu dem Schluss: „However, the findings do not provide any clear evidence, suggesting that companies, once rated as sustainable, display similar patterns of risk and that a high degree of sustainability may be achieved without adverse impacts on risk and risk-adjusted return.“<sup>86</sup>

In diesem Kontext resümiert Bonde treffend: „Und auch dieser Bereich unterliegt den normalen Gesetzen der Marktwirtschaft. Verbraucherinnen und Verbraucher sollten sich daher nicht von Schlagworten wie „grün“, „nachhaltig“ oder „fair“ blenden lassen, sondern sich mit diesen Finanzprodukten genauso kritisch wie mit konventionellen Kapitalanlagen auseinandersetzen.“<sup>87</sup>

<sup>80</sup> Albuquerque/Durnev/Koskinen 2013, 1; vgl. auch Servaes/Tamayo 2012. Vgl. auch Mollet/von Arx/Ilic 2013, die von „abnormal returns“ für kleine, innovative Unternehmen berichten.

<sup>81</sup> Hierauf weist CRIC 2008 ebenfalls hin, wenn auch in etwas anderer, eher allgemeiner Formulierung (S. 6): „Zuerst ist zu berücksichtigen, dass ethische Geldanlagen zwar dieselben Renditemerkmale, aber auch dieselben Risikomerkmale aufweisen wie herkömmliche Geldanlagen.“

<sup>82</sup> Aras/Crowther 2010, 54.

<sup>83</sup> European Commission 2001, 6/7.

<sup>84</sup> Weber/Mansfeld/Schirrmann 2010, 2.

<sup>85</sup> Stiftung Warentest 2013, 1.

<sup>86</sup> Gramlich/Finster 2013, 1; vgl. auch Kütz/Lierow 2013, 33 oder Ebert 2013, 39/40.

<sup>87</sup> Bonde 2013.

### 3.3 Zwischenfazit

Die bisherigen Ausführungen haben gezeigt, dass auch im Kontext sozial-ökologischer Geldanlagen dieselben bekannten Transformationsleistungen bezüglich des Informationsbedarfs, des Betrages („Losgröße“), der Fristen und/oder des Risikos bestehen. Auf Grundlage dieser Überlegungen zur Finanzintermediation und zum Vertrauensgutcharakter von Finanzdienstleistungen lassen sich verschiedene Akteure und Anspruchsgruppen identifizieren und einordnen. Im Kontext von Anlageleistungen spielen dabei neben Finanzintermediären i.e.S. und Finanzintermediären i.w.S. auch weitere Stakeholder im Umfeld der Verbraucherinnen und Verbraucher eine wesentliche Rolle. Bedeutsam sind dabei zum einen unterschiedlichste Nichtregierungs-Organisationen (NGOs), inklusive unabhängigen Institutionen sowie Verbraucher-Intermediären und anbieterorientierten sowie Stakeholder-übergreifenden Lobby-Gruppen. Zum anderen üben neben dem Staat selbst (Legislative, Exekutive und Judikative) und seinen Einrichtungen (GOs) auch nationale und supranationale Institutionen entsprechenden Einfluss aus.

Grundsätzlich kann eine Geldanlage als ein „Projekt“ oder als Teil der Eigen- und/oder Fremdfinanzierung (Tranche) verstanden werden. Das „Soziale“ und/oder „Ökologische“ eines solchen „Projekts“ wird dabei insbesondere durch eine projektbezogene ökonomische, soziale/gesellschaftliche und ökologische Investitions- bzw. Geschäftspolitik des Anbieters/Emittenten beeinflusst. Im Kontext der eingangs der Studie angeführten Diskussion um einen ggf. erforderlichen „Renditeverzicht“ zugunsten sozialer und/oder ökologischer Aspekte ist insbesondere fraglich, inwieweit dieser bzw. ein geringerer „price of time“ überhaupt zwingend ist. Auf der Basis der bisherigen Erörterung und der Befunde zur ökonomischen Beurteilung mittels der Risiko-Rendite-Relation (Kapitel 3.2.2.3) resultiert die Erkenntnis, dass soziale und/oder ökologische Geldanlagen denselben ökonomischen Anforderungen genügen können und müssen. Mit anderen Worten, die ökonomischen Kriterien stehen nicht im Fokus, die Risiko-Rendite-Anforderungen gelten für sozial-ökologische wie für konventionelle Geldanlagen gleichermaßen.

Bezogen auf die Erörterung der Kriterien-Trias in Kapitel 3.2.1 bedeutet dies, dass für die weitere Erörterung der Anforderungen an einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen die Zweisamkeit ökologischer und/oder sozialer Kriterien vollkommen ausreichend erscheint. Sozial-ökologische Geldanlagen wären dementsprechend durch die ökologischen und/oder sozialen (inkl. gesellschaftlichen) Kriterien, deren Entwicklung und Bewertung im nachfolgenden Kapitel 4 erörtert werden, repräsentiert, nicht jedoch durch eine Besonderheit im ökonomischen Sinne, da von denselben Risiko-Rendite-Relationen wie für konventionelle Geldanlagen auszugehen ist.

## In der Kürze ...

### 3 Befunde aus der wissenschaftlichen Diskussion zu sozial-ökologischen Geldanlagen (SÖG)

- Im Markt für sozial-ökologische Finanzprodukte tummeln sich viele Anbieter und verschiedenste Interessengruppen mit sehr unterschiedlichen Zielsetzungen. Ausgehend von der wissenschaftlichen Forschung wird schnell klar, dass es **DIE** ethischen Kriterien und Bewertungen nicht gibt. Zu ethischen **Kriterien** zählen **soziale und gesellschaftliche** (Arbeitsumfeld, Arbeitsbedingungen, gesellschaftliche Aspekte) ebenso wie **ökologische** (Umwelt im weitesten Sinne inklusive Wasser, Luft, Boden, Fauna (inkl. Tierschutz/-rechte) und Flora). Hinzu kommt, dass soziale Kriterien deutliche Schnittstellen und Überlappungen zu ökologischen Kriterien aufweisen.
- Das soziale und/oder ökologische Investment privater Anleger kann sowohl **direkt** in Unternehmen ("Projekte", Teil der Eigen- oder Fremdfinanzierung) erfolgen, als auch **indirekt** via Finanzintermediäre (Banken, Sparkassen, Fonds etc.). Im Gegenzug verantwortet ein Unternehmen im direkten Prozess gegenüber den Financiers eine sozial-ökologische Unternehmensfinanzierung, im indirekten Zugang verantworten die Intermediäre gegenüber den Investoren entsprechend ein sozial-ökologisches „banking“.
- Hinsichtlich möglicher Formen der Geldanlage sollte die langjährig bekannte Anlagepraxis der Retail-Investoren Berücksichtigung finden, also die Struktur des privaten Geldvermögens beachtet werden, insbesondere sollten also nicht nur bestimmte Formen wie Fonds im Fokus stehen. Hierzu gehören vor allem Bankeinlagen (z.B. Tagesgeld, Termin-/Festgeld, Spareinlagen), Finanzinstrumente (z.B. Aktien, Anleihen, Fondsanteile: Rentenfonds, Aktienfonds, inkl. ETFs und Indexfonds, Derivate, Sparbriefe), Versicherungen (z.B. Rentenversicherungen, Kapitallebensversicherungen) sowie geschlossene Fonds, unternehmerische Beteiligungen (z.B. typische oder atypische stille Beteiligungen; Genussrechte, gewinnabhängige Darlehen, Genossenschaftsanteile mit Nachschusspflicht).
- Oft wird ein „Renditeverzicht“ zugunsten sozialer und/oder ökologischer Aspekte behauptet oder für erforderlich gehalten. Die Studie zeigt anhand verschiedener Befunde, dass sozial-ökologische Geldanlagen denselben ökonomischen Anforderungen genügen können und müssen. Die ökonomischen Kriterien stehen also nicht im Fokus, die **Risiko-Rendite-Anforderungen gelten für sozial-ökologische wie für konventionelle Geldanlagen gleichermaßen.**

## 4 Instrumente zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen in der Praxis und ihre Akteure

### 4.1 Vorgehensweisen zur Generierung und Bewertung von Kriterien in der Praxis

Im Rahmen der Vorgehensweise zur Generierung und Bewertung von Kriterien, die für Instrumente zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen eingesetzt werden, sind im Wesentlichen drei Sachverhalte zu unterscheiden.

- Zunächst wird eine **Auswahl** der einzelnen Kriterien selbst getroffen.
- Des Weiteren wird die Erfüllung der ausgewählten Kriterien **bewertet**.
- Ferner kann auf die Bewertung eine entsprechende Realisierung oder Umsetzung im Sinne von **Konsequenzen** folgen.

#### 4.1.1 Auswahl einzelner Kriterien

In Forschung und Praxis werden drei Ansätze zur Auswahl der einzelnen Kriterien unterschieden und angewendet.<sup>88</sup>

- **Negativauswahl**, Negativfilter oder „negative screening“:

Für die zu wählenden Anlage- bzw. Finanzierungstranchen gemäß Kapitel 3.2.2.1 werden bestimmte Tätigkeitsfelder von Unternehmen („Geschäftsmodelle“, „strategische Felder“) ausgeschlossen. Grundsätzlich sind damit alle Tranchen von Unternehmen, die in einem oder mehreren dieser Tätigkeitsfelder aktiv sind, ausgeschlossen. Auf eine Handhabung von Tranchen, die sich nur auf Teilbereiche eines Unternehmens beziehen (z.B. in Form von „tracking stocks“ oder projektspezifischen Fremdfinanzierungsformen im Rahmen der Projektfinanzierung), wird in der Literatur kaum eingegangen, obwohl es sich hierbei um Standardinstrumente der Finanzwelt handelt.

Schäfer ergänzt zur möglichen Negativselektion: „Aus empirischen Erhebungen ist für deutsche institutionelle Investoren bekannt, dass diese vor allem Aktien von Herstellern von Rüstungsgütern, Atomenergie und Genussmitteln (z.B. Alkohol, Tabakwaren) meiden möchten.“<sup>89</sup> „Kennzeichnend für die Negativfilter ... sind Ausschlusskriterien nach dem Prinzip der sog. ‚sin stocks‘: Das Prinzip kann zurückgeführt werden auf den in den 20er Jahren durch amerikanische Quäker praktizierten Ausschluss von Aktien von Unternehmen mit nicht gewünschten Wertschöpfungsschwerpunkten wie Alkohol, Glücksspiel, Pornografie und Tabakwaren.“<sup>90</sup>

Die Stiftung Warentest ergänzt bezogen auf ihren auf bestimmte Anbieter und Produkte beschränkten Untersuchungsansatz: „Dazu gehören bei ökologischen Kriterien die Atom-/Kernenergie, Automobilindustrie, Flugzeugbau oder Grüne Gentechnologie. Zu den ethischen Negativkriterien gehören etwa Abtreibung, Alkohol, Glücksspiel, Kinderarbeit, Pornografie, Prostitution, Tabak, Tierversuche oder Waffen/Rüstung. Die Reichweite der Negativkriterien ist unterschiedlich. Manchmal be-

<sup>88</sup> Vgl. z.B. Schäfer 2003, 31-33; Schäfer 2006 et al., 20/1. Zu Kriterien in allgemeiner Form vgl. z.B. Hoffmann et al. 2004, Balz et al. 2009. Vgl. auch Hoffmann 2004, 15: „In sozialer und kultureller Sicht erfordert Nachhaltigkeit, dass die Gewinnerzielung in Einklang steht mit der Entwicklung des Humankapitals (Verantwortung für Arbeitsplätze, Aus- und Weiterbildung, Förderung selbstverantwortlichen Arbeitens, Vereinbarkeit von Beruf und Familie, Respekt vor der Verschiedenheit der Einzelnen); Entwicklung des Sozialkapitals (Schaffung von Erwerbschancen, Ausgewogenheit zwischen den Generationen, diskriminierungsfreier Umgang mit Minderheiten, Funktionsfähigkeit der Regionen, Förderung zivilgesellschaftlichen Handelns); Entwicklung des Kulturkapitals (Respekt vor kultureller Vielfalt unter Wahrung persönlicher Freiheitsrechte und gesellschaftlicher Integrität, Mobilisierung der Potentiale kultureller Vielfalt).“

<sup>89</sup> Schäfer 2003, 32.

<sup>90</sup> Schäfer 2003, 21.

ziehen sie sich nur auf das Unternehmen selbst, manchmal werden sie auch auf Tochtergesellschaften und assoziierte Unternehmen angewendet.“<sup>91</sup>

- **Positivauswahl**, Positivfilter oder „positive screening“:

Hier werden im Gegensatz zum Negativfilter ein oder mehrere Tätigkeitsfelder festgelegt, in denen die relevanten Tranchen gezeichnet werden dürfen. Anders als der „Verbotsansatz“ des Negativfilters wird hier also noch strenger mit einem „Gebotsansatz“ gearbeitet. Der Positivfilter wird oft als besonderer, weil aktiver Ansatz angesehen, weil sich in der Festlegung bestimmter Tätigkeitsfelder, z.B. den erneuerbaren Energien, ein Fördergedanke verberge. Dieser Argumentation kann nicht gefolgt werden, da mit dem Negativfilter ein verwandtes Entscheidungs- und Handlungspotential verbunden sein dürfte, letzterer also keineswegs passiv ausgerichtet scheint. Jedoch kann man Schäfer folgen, der feststellt: „... eine bewusste Unterstützung von anlegerseitig gewünschten Formen des Wertschöpfungsprozesses und/oder des Outputs ... In der Praxis findet man hier vor allem Themenfonds, d.h. Investmentstile von Kapitalanlagegesellschaften zu erneuerbaren Energien und Umwelttechnologien vor.“<sup>92</sup>

Die Stiftung Warentest komplettiert für ihren auf bestimmte Anbieter und Produkte beschränkten Untersuchungsansatz: „Finanztest unterscheidet ökologische und soziale Positivkriterien. Zu den ökologischen Positivkriterien gehören beispielsweise die Berichterstattung zu ökologischen Belangen der Geschäftstätigkeit, die Öko-/Energieeffizienz oder ein Umweltmanagement-System. Soziale Positivkriterien sind dagegen die Berichterstattung zu sozialen Belangen der Geschäftstätigkeit, die Einhaltung von Mindestsozialstandards im Unternehmen und/oder bei Zulieferern, Maßnahmen zur Gleichstellung von Frauen und Minderheiten sowie Verhaltensrichtlinien für das Unternehmen und die Mitarbeiter.“<sup>93</sup>

- **Mix** aus Positiv- und Negativauswahl:

Möglich sind auch Kombinationen von Verboten und Geboten, z.B. auch dann, wenn es um eine Portfoliozusammenstellung und ggf. -optimierung geht. Denkbar ist solches aber auch im Kontext „gebotener“ Tätigkeitsfelder, z.B. erneuerbare Energien, die gleichzeitig nur selektiv genutzt werden dürfen, z.B. ohne Verwendung von Biomasse und deren Anbauflächen, die als/für Lebensmittel geeignet wären.

Das Öko-Institut ergänzt: „Zur Bewertung von potenziellen Investitionskandidaten muss außerdem ein umfassender Kriterienkatalog zur Verfügung stehen. Dieser Bewertungskatalog sollte sowohl Ausschlusskriterien als auch Positivkriterien beinhalten. Die Ausschlusskriterien sollten so formuliert sein, dass potentielle Investitionskandidaten nicht in Bereichen agieren, die als nicht nachhaltige Wirtschaftsweisen betrachtet werden müssen ... Neben Negativkriterien sollte der Bewertungskatalog aber auch Positivkriterien für die Auswahl der Investitionskandidaten enthalten. Diese positiven Auswahlkriterien müssen geeignet sein, Unternehmen oder öffentliche Emittenten zu identifizieren, die tatsächlich positive Leistungen für Umwelt und Soziales bringen.“<sup>94</sup>

---

<sup>91</sup> Stiftung Warentest 2012b, 7.

<sup>92</sup> Schäfer 2003, 32/3.

<sup>93</sup> Stiftung Warentest 2012b, 7.

<sup>94</sup> Öko-Institut 2009, 58.



#### 4.1.2 Erfüllung und Bewertung einzelner Kriterien

Mit der Auswahl der Einzelkriterien(kataloge) ist in der Regel unmittelbar eine Bewertung der Gesamtschar der Einzelkriterien mit Blick auf die zu beurteilenden Investments verbunden (Finanzierungstranchen im Sinne des Kapitel 3.2.1 oder auch ganzer Geschäftsmodelle, Projekte oder Unternehmen). Grundsätzlich werden dabei folgende Ansätze verwendet.<sup>95</sup>

- **Nominalprinzip:**

Eine transparente und gut nachvollziehbare Vorgehensweise wählt dabei eine Mindestqualität in dem Sinne, dass bestimmte Einzelkriterien definitiv erfüllt sein müssen. Ein solches Nominalprinzip (erfüllt/nicht erfüllt oder vorhanden/nicht vorhanden) erlaubt eine gut verständliche, für private Investoren leicht einzuschätzende Informations- und Entscheidungssituation insbesondere dann, wenn die Zahl der relevanten Einzelkriterien überschaubar gehalten wird.

Das Nominalprinzip stellt eine absolute Bewertung zur Verfügung und vermeidet die Vielzahl der Einschränkungen relativer Bewertungen, wie sie z.B. aus Gebrauch und Missbrauch von Renditekennziffern bekannt ist (siehe auch weiter unten bei Scoring und Rating). Solche Mindestkriterien können auch als K.o.-Kriterien verstanden werden, weil deren Nicht-Einhaltung/-Erfüllung zu einer Ablehnung des mit den Kriterien definierten „Sozialen“ und/oder des „Ökologischen“ eines Investments führen würde. Dieses Vorgehen ist aus der finanzwirtschaftlichen Bonitätsanalyse, insbesondere im Kontext der Liquiditätsbeurteilung gut bekannt.

So einfach und klar ein solches Vorgehen aus Sicht privater Investoren sein könnte, so sehr besteht andererseits der Anreiz, vom reinen Nominalprinzip abzuweichen und eine verwässerte Lösung anzustreben, die für direkte und indirekte Anbieter von sozial-ökologischen Geldanlagen deutlich mehr Spielraum nach Quantität und Qualität der Geldanlagen lässt. Dabei werden zwar ebenfalls zunächst K.o.-Kriterien definiert, mit denen soziale und/oder ökologische Geldanlagen gekennzeichnet werden sollen. Bei der Erfüllung/Einhaltung der Kriterien werden dann aber so genannte **Schwellenwerte** eingesetzt, die es erlauben, dass ein Kriterium nicht vollständig erfüllt sein muss: z.B. bis zu 5% einer Tranche kann auch in nicht sozial-ökologische Geschäftstätigkeit fließen (gemäß Positivfilter, siehe oben) oder bis zu 3% des Umsatzes eines Geschäftsmodells/eines Unternehmens dürfen auch in nicht zulässige Tätigkeitsfelder investiert werden (gemäß Negativfilter, siehe oben).<sup>96</sup> Die „Verbotsliste“ eines Negativfilters verkommt dann möglicherweise schnell zur „Farce“, wenn z.B. ein „bisschen Rüstung“ oder ein „bisschen Kinderarbeit“ möglich sind.<sup>97</sup>

- **Scoring:**

Ebenfalls aus dem Kontext der finanzwirtschaftlichen Bonitätsanalyse gut bekannt sind Verfahren des Scoring. Hierbei münden – quasi als Vorstufe zu einem Rating (siehe unten) – zumeist multiattributive und additive Bewertungen ausgewählter Einzelmerkmale in eine anschließende gewichtete Zusammenfassung. Scoring-Modelle werden gerne eingesetzt, um den jeweils erhaltenen Punktwert in eine Reihenfolge, ein Ranking oder eine „Hitliste“, zu transferieren, welche dann – oft ohne genaues

<sup>95</sup> Zu den Bewertungsverfahren vgl. z.B. die Literatur zur finanzwirtschaftlichen Bonitätsanalyse, z.B. Oehler 2006b und die dort genannte Literatur. Vgl. den Überblick über Praxis-Ansätze z.B. in Schäfer 2003, Kapitel 3; vgl. auch Schäfer et al. 2006, Kapitel 3 oder Öko-Institut 2009, Kapitel 5.3.3.

<sup>96</sup> So erlaubt z.B. das Österreichische Umweltzeichen (UZ 49) 2012, 7, unter Verwendung von Eurosif-Kriterien, einen solchen „Falsch“-Umsatz von bis zu 5% für konsolidierte Unternehmen. In einer Analyse der Zeitschrift Konsument des VKI Verein für Konsumenteninformation 2012, 27, wird daher auch zur Thematik der Umsatzanteile und Schwellenwerte kommentiert: „... die ... Ausschlusskriterien ... halten nicht immer, was der Name verspricht. Beispiel Atom- und Rüstungskonzerne: Sie sind ... ein absolutes No-go, aber für den einen nur ab einem bestimmten Umsatzanteil, für den anderen lediglich dann, wenn ein Unternehmen auch ‚verwerfliches‘ Kriegsmaterial wie Landminen herstellt.“

<sup>97</sup> Zur Problematik der Schwellenwerte vgl. z.B. auch Bündnis 90/Die Grünen-Bundestagsfraktion 2012 und die Studie von Bettzieche 2012.

Wissen bei den Verbrauchern oder Verkäufern über deren Zustandekommen – als Entscheidungsgrundlage für die Auswahl geeigneter sozial-ökologischer Investments Verwendung finden sollen.

Die mit der Gewichtung der Einzelkriterien selbst und zusätzlich mit dem Ranking ausgedrückte relative Bewertung führt im Vergleich zum Nominalprinzip zu deutlich mehr Freiheitsgraden in der Einschätzung des „Sozialen“ und/oder „Ökologischen“. Jetzt sind nicht mehr nur einzelne Schwellenwerte möglich (siehe oben), sondern auch gegenseitige „Verrechnungen“ zwischen einzelnen oder allen Kriterien.<sup>98</sup> Die „Verbotsliste“ eines Negativfilters oder die „Gebotsliste“ eines Positivfilters generieren dann möglicherweise nur noch ein blasses „Etikett“, wenn z.B. ein „bisschen Kinderarbeit“ („sozial“) mit etwas mehr Verzicht auf „grüne Gentechnik“ beim Saatgut („ökologisch“) im Gesamtportfolio in der Mischung „geheilt“ werden würde. Bewertungen lassen sich kaum noch nachvollziehen, wenn soziale/gesellschaftliche Aspekte mit ökologischen Kriterien gegenseitig oder jeweils untereinander verrechnet werden.

So sehr – wie schon beim Scoring – man sich ggf. eine einfache und einzige „Kennziffer“ wünschen mag, so sehr weiß man doch schon lange aus der Welt der konventionellen Finanzprodukte, dass eine solche nicht zielführend sein kann und eine Verrechnung verschiedener Anforderungskategorien oder Einzelkriterien grundsätzlich keinen Sinn ergibt.<sup>99</sup> Ganz abgesehen von der aus der Behavioral Finance bekannten Problematik, dass solche Ansätze eine transparente, einfach nachvollziehbare Informations- und Entscheidungsgrundlage bestenfalls privaten Investoren mit Expertenstatus zur Verfügung stellt. Der großen Mehrheit der Retail-Investoren wird damit eher Schaden entstehen, auch wenn solcher nicht sofort spürbar werden muss.<sup>100</sup>

- Rankings, Benchmarking, „best practice“- und „**best in class**“-Konzepte:

Bereits weiter oben wurde kurz angesprochen, dass Scoring-Modelle gerne eingesetzt werden, um den jeweils erhaltenen Punktwert in eine Reihenfolge, ein Ranking oder eine „Hitliste“, zu transferieren. Zu solchen gehören grundsätzlich die „best in class“-Konzepte, die nach Hoffmann im Kontext sozial-ökologischer Geldanlagen eine hohe Bedeutung haben: „Der Beitrag Nachhaltiger Geldanlagen für eine zukunftsfähige Entwicklung resultiert vor allem aus der Anwendung des „Best in Class-Prinzips“. Nach diesem Prinzip werden innerhalb einer Kategorie (z.B. Länder, Branche) stets die Anlageobjekte bevorzugt, die die Nachhaltigkeitskriterien jeweils am besten erfüllen.“<sup>101</sup> Schäfer ergänzt: „The objective of the best in class approach is to evaluate the companies within an industry according to ecological and social criteria and to rank them versus the ‘sustainability class winner’ (CS/CSR leader). A relatively new phenomenon is the best of class approach, ranking industries (not companies) according to the level of their sustainability/CSR. Hence such best-in models do not a priori restrict the companies or industries to be analyzed and negative as well as positive screens can be integrated into this approach.“<sup>102</sup>

<sup>98</sup> So regelt z.B. das Österreichische Umweltzeichen (UZ 49) 2012, 9, dass nur mind. 60% der max. erzielbaren Punkte erreicht werden müssen, aus einer Schar von Corporate Governance über Umwelt und Klima mit Biodiversität oder auch Materialeffizienz bis hin zu Anspruchsgruppen wie z.B. Gesellschaft/Öffentlichkeit.

Oekom research 2013a z.B. gewichtet nicht nur zwischen verschiedensten Einzelkriterien, sondern zusätzlich noch zwischen sozialen und ökologischen Kriterien in Abhängigkeit von der Branche, letztlich also ein dreifaches Gewichtungsverfahren. Hier kommt auch noch die Extra-Problematik der alles andere als eindeutig durchführbaren Branchenzuordnung hinzu.

<sup>99</sup> Oehler 2013f, 2013g, 2013h.

<sup>100</sup> Oehler 2013f, 2013g, 2013h.

<sup>101</sup> Hoffmann 2004, 15; vgl. auch Schäfer 2003.

<sup>102</sup> Schäfer et al. 2006, 33.

Hoffmann hebt dazu bewertend hervor: „Dieser Ansatz fördert den Wettbewerb hin zu mehr Natur- und Sozialverträglichkeit in Ländern und Unternehmen.“<sup>103</sup> Eine solche positive Bewertung der „best in class“-Konzepte und damit verwandter Ansätze des Ranking, des Benchmarking oder der „best practice“-Ansätze ist aufgrund der bereits erörterten Kritik zu Schwellenwerten, insbesondere aber zur „Verrechnung“ verschiedener Kriterien, kaum nachvollziehbar. Im Gegenteil, das Anreizsystem bleibt doch weitgehend unklar: Ein Negativanreiz niedriger Benchmarks ist keineswegs ausgeschlossen, insbesondere dann, wenn eher oligopolistische statt atomistische Marktstrukturen vorliegen sowie wenn Informationsasymmetrien und/oder Behavioral Biases vorhanden sind, also typische Strukturen der Retail-Finanzmärkte vorliegen.

• **Rating:**

Gewissermaßen als „Krönung“ des Scoring können Rating-Modelle verstanden werden, die auf der Basis der Einzelkriterienselektion und ihrer gewichteten Zusammenfassung (Scoring) eine nachfolgende Zuordnung des Punktwertes zu einer Klasse, meist einem Punkteintervall, vornehmen. In der finanzwirtschaftlichen Bonitätsanalyse repräsentiert eine solche Klasse oder „Schublade“ dann eine bestimmte Ausfallwahrscheinlichkeit. In der Welt sozial-ökologischer Geldanlagen und ihrer Akteure wird der Rating-Ansatz eher etwas weiter, aber damit auch unschärfer gefasst. Dort wird oft sowohl der Prozess der Informationsgenerierung und Kriteriengewichtung (Scoring) so bezeichnet, als auch das Ergebnis im oben genannten Sinne eines Qualitätsurteils. Beispielhaft zeigt Schäfer ein solches Vorgehen auf (Abbildung 5).

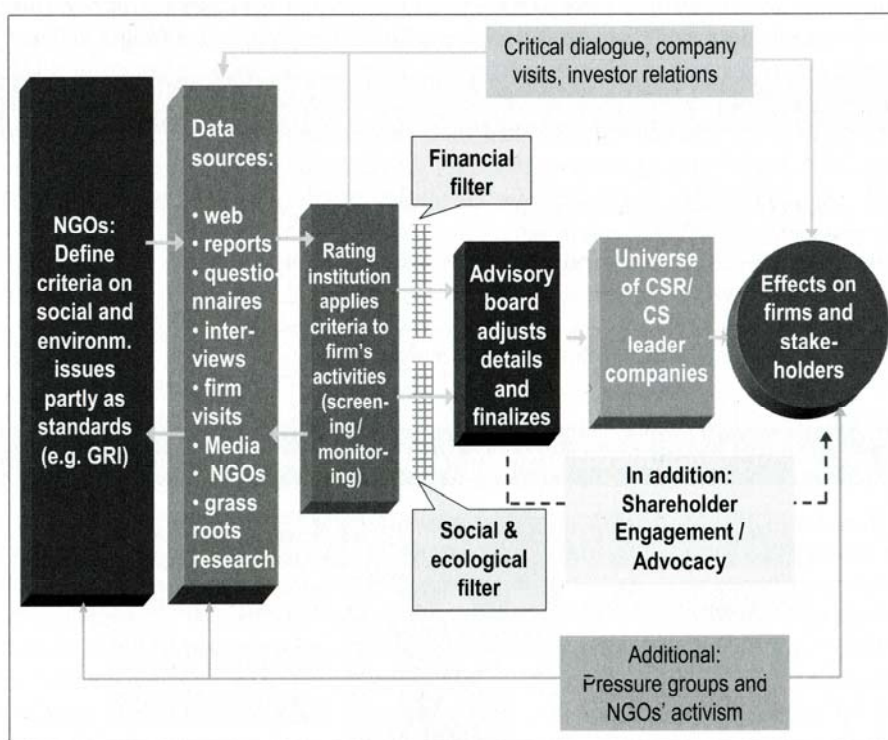


Abbildung 5: CSR-Rating-Modell nach Schäfer<sup>104</sup>  
(eine größere Version der Abbildung befindet sich im Anhang)

<sup>103</sup> Hoffmann 2004, 15.

<sup>104</sup> Schäfer 2010, 454.

Die bereits beim Scoring genannten Kritikpunkte der Schwellenwerte und der „Verrechnung“ liegen hier aufgrund der weiteren Aggregationsstufe in verstärkter Form vor.<sup>105</sup> Ggf. könnten in einem Alternativansatz zwei Einzelbeurteilungen, getrennt für „sozial“ und „ökologisch“, entstehen, mit Mindestkriterien nach dem Nominalprinzip, in Ergänzung der bereits weiter oben erörterten konventionellen Rendite-Risiko-Relation. Diese wären unabhängig von einer jenseits eines solchen Mindeststandards von einzelnen Anbietern oder Intermediären einsetzenden Beurteilung („performance reporting“; analog Bonitätsanalyse) mit einer (gewichteten) Zusammenfassung der Einzelkriterien (Scoring, Rating), die dann ggf. noch in verschiedene Spannen von Zielerreichungsgraden transformierbar sind (analog den Ratingklassen mit ihrer jeweiligen Spannbreite an Ausfallwahrscheinlichkeiten).

### 4.1.3 Realisierung und Konsequenzen aus der Auswahl und Bewertung

Mit Bezug auf die Realisierung und Umsetzung von definierten Instrumenten zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen werden gerne „aktive“ und „passive“ Ansätze unterschieden. Zu den aktiven Strategien werden gerechnet:<sup>106</sup> „shareholder engagement“ mit „proxy votes“ oder „management dialogue“ und „shareholder advocacy“ einerseits sowie andererseits „commercial ethic“, „negative screening“ und „exclusion/avoidance strategy“; zu den passiven Strategien zählen dagegen die drei Gruppen (1) „positive screening“, „targeting positive activities“, „inclusion/preference strategy“ und (2) „style investing“ sowie (3) „best in/best of class“, „best in class in best classes“. Es ergibt sich dabei keine klare Einordnung der verschiedenen Konzepte, weswegen hier in dieser Studie eine begründete Gliederung und „Sortierung“ in Auswahl (Kapitel 4.1.1), Bewertung (4.1.2) und Handlung (4.1.3) vorgenommen worden ist. Des Weiteren erscheint die Trennung in „aktive“ und „passive“ Ansätze nicht schlüssig, da grundsätzlich mit allen Strategien ein verwandtes Informations-, Entscheidungs- und Handlungspotential verbunden sein dürfte; ausgehend von einer Berücksichtigung grundsätzlich aller relevanten Stakeholder (inkl. der Shareholder, vgl. Kapitel 3.2.1).

Hinsichtlich Realisierung und Konsequenzen definierter Instrumente zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen erscheint es daher sinnvoller, bezogen auf die entsprechende Einflussnahme und Wirkung zwischen direkten und indirekten Strategien zu unterscheiden. Zu den direkten Strategien zählen dann solche einzelner oder von Gruppen relevanter Stakeholder (und Shareholder) z.B. via Mitwirkungsrechte wie Stimmrechte<sup>107</sup> oder Organisationsrechte (Mitarbeiter). Zu den indirekten Handlungsmöglichkeiten können z.B. die Information und Meinungsbildung gegenüber Dritten und der Verbraucheröffentlichkeit gerechnet werden.

<sup>105</sup> So werden z.B. von Oekom research 2013b am Bsp. der Sony Corp 50% von 0,9% der schlechten Note "D+" bei "Policy / measures to reduce emissions of products (e.g. ozone, styrene, noise, respirable dust)" verrechnet mit 50% von 1,3% der guten Note "A+" der Absichtserklärung "Corporate policy covering environmental issues" und ... verrechnet mit 50% von 3,3% der schlechten Note "D-" bei "Major controversies, fines or settlements relating to business ethics" etc.

<sup>106</sup> Vgl. z.B. den in Schäfer 2003 oder Schäfer et al. 2006 enthaltenen Überblick der in der Literatur vorhandenen heterogenen Ansätze. Vgl. auch Basen/Senkl 2011.

<sup>107</sup> Vgl. z.B. Schäfer et al. 2006, 20: „At minimum an investor or authorized portfolio manager exercises the share voting rights at the annual general meeting to support corporate decisions with positive sustainability effects. More intensive is the active dialogue with the executive board of a corporation, whose shares are held in the portfolio, e.g. by critically asking or making suggestions for corporate policy. ... At the most this engagement should be seen within the context of shareholder advocacy and is characterized by continuous critical dialogue between shareholders and the management. ... In addition to the active engagement of shareholders to the point of actual calls for investor relations predicated on a sustainability focus, the sanctioning of corporate behavior by buying and selling shares is another form of active portfolio management: sufficient number of shares and market liquidity assumed, sustainable corporate policy can be 'rewarded' by share purchase or 'punished' by selling shares.“

## 4.2 Überlegungen zur Beurteilung der Instrumente zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen ausgewählter Akteure in der Praxis aus der Perspektive privater Anleger („retail investors“)

Der Zielsetzung dieser Studie entsprechend liegt der Fokus auf den „retail investors“, also privaten Investoren, die sich hinsichtlich Vermögen und Berufstätigkeit in der Regel klar von so genannten professionellen Investoren unterscheiden lassen.<sup>108</sup> Insofern ist an dieser Stelle im Weiteren aus der Perspektive dieser Retail-Anleger zu argumentieren, wenn es sich um die Beurteilung einzelner Instrumente oder Konzepte sozial-ökologischer Geldanlagen handelt. Auftragsgemäß stehen dabei nicht einzelne Anbieter und Intermediäre im Sinne des Kapitels 3.1 im Vordergrund, sondern die wesentlichen allgemeinen Beurteilungskriterien privater Anleger. Aus dieser Perspektive lassen sich grundsätzlich die folgenden Anforderungen und Aspekte hervorheben.<sup>109</sup>

- **Transparenz:**

Einzelkriterien, mögliche Gewichtungen (Scoring, Rating), Erfüllungsgrade und Bewertungen sowie Umsetzungsstrategien zu **sozial-ökologischen Kriterien** müssen einfach und vollständig **zugänglich** sein.

- **Verständlichkeit:**

Einzelkriterien, mögliche Gewichtungen (Scoring, Rating), Erfüllungsgrade und Bewertungen sowie Umsetzungsstrategien müssen einfach, klar und **nachvollziehbar** formuliert und standardisiert sein. Erlauben die vorhandenen Produktinformationen für die jeweiligen Finanzprodukte Verbrauchern einen umfassenden Einblick in die wesentlichen Eigenschaften der Finanzprodukte sowohl nach Inhalt (fachlich: Risiken, erwartete Wertentwicklung abzüglich aller Kosten, Verfügbarkeit, **Berücksichtigung sozial-ökologischer Kriterien**, Portfolioeffekte), als auch nach Aufbau und Gestaltung (sprachlich/didaktisch: z.B. äußere Gestaltung und Layout, verständliche Sprache, Umfang/Menge, Trennung von Sachinformationen, wertenden Aussagen und Anbieter-/Produktwerbung)?

- **Vergleichbarkeit:**

Einzelkriterien, mögliche Gewichtungen (Scoring, Rating), Erfüllungsgrade und Bewertungen sowie Umsetzungsstrategien müssen einen einfachen, schnellen **Vergleich** von relevanten Finanzprodukten in standardisierter Form erlauben. Kann es Verbrauchern gelingen, anhand der Produktinformationen grundsätzlich identische, nahe verwandte oder ähnliche Finanzprodukte miteinander zu vergleichen (Risiken, erwartete Wertentwicklung, Verfügbarkeit, **sozial-ökologische Kriterien**, Portfolioeffekte)?

Verbraucher werden damit erst in die Lage versetzt, sich selbstgesteuert und kritisch mit sozial-ökologischen Finanzprodukten insgesamt und insbesondere mit **sozial-ökologischen Kriterien** auseinander zu setzen. Zu den eben genannten wesentlichen Produktinformationen gehören die folgenden grundlegenden Anforderungen.

- **Art und Funktionsweise:** in klarer, gut verständlicher, nachvollziehbarer Formulierung.

<sup>108</sup> Zur Definition und Abgrenzung: Oehler 1995, 1998, 2005d; vgl. auch Kapitel 3.1, Oehler 2011a, 2012e, 2012f sowie die dort zitierte Literatur.

<sup>109</sup> Zur Definition und Abgrenzung: Oehler 2012e, 2012f und 2013g, 2013h sowie die dort zitierte Literatur.

- Wesentliche **Risiken**: in Euro; unmissverständlicher Hinweis an prominenter Stelle auch zur Verfügbarkeit in Euro und in der Zeit.
- Erwartete **Wertentwicklung**: in Euro, abzüglich aller Kosten.
- **Sozial-ökologische Kriterien**: ggf. Einhaltung eines Mindeststandards, oder zusätzlich eines höheren Standards.
- **Geeignetheit**: in Abhängigkeit von der typisierten Entscheidungssituation; wie viel Risiko in Verbindung mit anderen Produkten (Tragfähigkeit, Portfolio).

#### 4.3 Eine erste Verortung relevanter Akteure hinsichtlich der gewählten Instrumente

Auf der Basis des Anforderungskatalogs aus der Perspektive privater Anleger („retail investors“), der insbesondere in den beiden Kapiteln 4.1 (Nominalprinzip, Scoring, Ranking, Rating) und 4.2 (Transparenz, Verständlichkeit, Vergleichbarkeit sowie Funktionsweise, Risiken etc.) erarbeitet und erörtert worden ist, kann eine erste Verortung und Einordnung relevanter Akteure gemäß Kapitel 3.1 vorgenommen werden.

Im Folgenden werden daher Ansätze zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen ausgewählter Akteure in der Praxis aus der Perspektive privater Anleger („retail investors“) tabellarisch auf der Basis der öffentlich verfügbaren Informationen eingeschätzt. Eingeflossen sind auch Anmerkungen aus der Erörterung des Runden Tisches „Finanzdienstleistungen - Mindeststandards für nachhaltige Geldanlagen“. Die Übersicht zeigt, dass unter anderem aufgrund der Verletzung des Nominalprinzips und der zahlreichen Aggregations- und Verrechnungsstufen die vorliegenden Ansätze kaum tauglich erscheinen, den Informationsaufwand potentieller privater Investoren zu reduzieren und deren Vertrauen und Akzeptanz nachhaltig zu fördern.

Damit ist unmittelbar die Überleitung zu den Anforderungen und zum Umsetzungsprozess eines Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen gegeben (vgl. Kapitel 5 und 6), der dieser Problematik abhelfen und dessen definierte, auf dem Nominalprinzip basierende Mindestqualität eine hohe Vertrauenswürdigkeit ermöglichen sowie eine (aufwändige, kostenintensive, ggf. gar nicht leistbare) Überprüfung durch Verbraucherinnen und Verbraucher ersparen könnte. Zuvor dokumentiert die nachstehende Tabelle eine erste Verortung und Einordnung der Instrumente ausgewählter Akteure.

Die deskriptive Analyse in Tabelle 1 erfolgt entlang der bisher in Kapitel 4 erörterten und systematisch geordneten Vorgehensweisen, die sich in der Praxis der Instrumente zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen auffinden lassen. Die Angaben und die Einordnung in der Tabelle basieren auf den öffentlich zugänglichen Informationen, wie sie grundsätzlich auch einem Verbraucher zur Verfügung stünden (zu den Akteuren vgl. auch Kapitel 3.1).

- In Spalte 1 der Tabelle wird zunächst der jeweilige Akteur benannt. Die folgenden drei Spalten 2 bis 4 dokumentieren die Informationen zu den drei Ansätzen zur **Auswahl der Kriterien**, nämlich Negativauswahl („Verbote“), Positivauswahl („Gebote“) oder Kombination (Mix) aus Negativ- und Positivauswahl (vgl. Kapitel 4.1.1).
- Die darauf folgenden vier Spalten 5 bis 8 kennzeichnen, nach welchem **Prinzip die Erfüllung und Bewertung** der einzelnen Kriterien der Akteure erfolgt, also Nominalprinzip, Scoring, Ranking/“best in class“ oder Rating (vgl. Kapitel 4.1.2). Die anschließende Spalte 9 dokumentiert kurz mögliche Äußerungen zur Realisie-

rung/Umsetzung oder zu Konsequenzen aus der von den Akteuren vorgenommenen Bewertung (vgl. Kapitel 4.1.3).

- Es folgen die drei Spalten 10 bis 12, die direkt die **Perspektive privater Anleger** („retail investors“) aufgreifen, indem die Transparenz, die Verständlichkeit sowie die Vergleichbarkeit des Vorgehens und der bereitgestellten Informationen eingeschätzt werden (vgl. Kapitel 4.2). Die abschließende Spalte enthält ggf. ergänzende Bemerkungen. Die Einzeldarstellungen unterstützende Erläuterungen werden bei Bedarf durch entsprechende Fußnoten bereitgestellt.

Nachfolgend wird beispielhaft und ausschnittsweise die tabellarische Einordnung anhand einer Nichtregierungsorganisation (NGO), einer Regierungsorganisation (GO) sowie eines Finanzintermediärs i.w.S. erläutert.

- Die unabhängige **Stiftung Warentest** analysiert einzelne Anbieter und Produkte im Bereich der sozial-ökologischen Geldanlage unter anderem danach, ob eine entsprechende Negativauswahl zu bestimmten Aspekten vorgenommen wird. Eine Positivauswahl dagegen wird beispielsweise bei der Bewertung von Banken mit „ethisch-ökologischen“ Produkten insofern berücksichtigt, als verschiedene Auswahlkriterien geprüft werden. Jedoch unterscheiden sich die verwendeten Auswahlkriterien in den Untersuchungen je nach Schwerpunktsetzung und Produktauswahl zum Teil erheblich. Aufgrund der heterogenen Ansätze hinsichtlich der Positivkriterien wird in dieser Spalte die Kennzeichnung mit „(ja)“ vorgenommen. Bezüglich der Bewertung entlang der Kriterien erfolgt ein Vorgehen nach dem Nominalprinzip, bis hin zu entsprechenden Warnhinweisen und/oder Abwertungen in der Gesamtbeurteilung. Die Stiftung Warentest nimmt selbst keine Bewertung nach dem problembehafteten Best-in-class-Ansatz vor; positiv hervorzuheben ist, dass sie darauf hinweist, wenn entsprechende Anbieter diesen Bewertungsansatz nutzen. Insgesamt ist bislang bei der Stiftung Warentest bezogen auf Anbieter und Produkte kein umfassender Ansatz erkennbar, der aus der Perspektive der „retail investors“ einen Gesamtvergleich sozial-ökologischer Geldanlagen erlauben würde. Entsprechend sind die jeweils verwendeten Kriterien eingeschränkt, aber klar kommuniziert und nachvollziehbar.
- Der **Rat für Nachhaltige Entwicklung** (RNE) verfolgt mit dem Deutschen Nachhaltigkeitskodex (**DNK**)<sup>110</sup> insbesondere das Prinzip der Positivauswahl entlang der Kriteriengruppen Gesellschaft, Umwelt, Strategie und Prozessmanagement. Eine Negativauswahl erfolgt eher allgemein dahingehend, dass lediglich eine Berichterstattung unter anderem zu Korruptionsrisiken, Bußgeldern sowie Strafen nach Klagen und Prozessen aufgrund wettbewerbswidrigen Verhaltens oder Kartell- und Monopolverstößen gefordert wird. Daher wird diese Spalte mit „(ja)“ gekennzeichnet. Ein expliziter Vorschlag zur Umsetzung entlang eines Bewertungsverfahrens erfolgt seitens des RNE nicht, vielmehr werden die Anbieter dahingehend beurteilt, ob zu den entsprechenden Kriterien, die insbesondere den von EFFAS und GRI entwickelten „Leistungsindikatoren“ / „KPIs“ entsprechen, eine Berichterstattung erfolgt. Eine Umsetzung oder Konsequenzen aus in diesem Sinne nicht sachgerechten „Entsprechungserklärungen“ sind nicht ersichtlich, allerdings wird dieser Anspruch auch nicht erhoben, denn es handelt sich nach Selbstkennzeichnung um einen Transparenzstandard. Aus der Sicht von privaten Anlegern („retail investors“) auf der Suche nach sozial-ökologischen Geldanlagen kann ein solcher Ansatz daher nicht genutzt werden, er wurde seitens des RNE dafür aber auch nicht konzipiert. Das

<sup>110</sup> Vgl. Bassen/Rentrop/Zwick 2011.

Vorgehen liefert deskriptive Informationen, die teilweise nicht überschneidungsfrei sind. Die Herangehensweise und die Kommunikation wirkt eher anbieterorientiert.

- Bei der **Oekom research AG** werden die beiden Spalten zur Negativ- und zur Positivauswahl jeweils mit „(ja)“ gekennzeichnet, da diese Überlegungen zwar vorkommen, jedoch jeweils nicht singular, sondern als Kombination/Mix aus Negativ- und Positivauswahl. Da die Kriterien, mit denen die Oekom research AG für Unternehmen und Länder ein „Nachhaltigkeitsrating“ erstellt, häufig an die problematischen Schwellenwerte gekoppelt sind, also de facto kein reines Vorgehen nach Nominalprinzip vorliegt, wird diese Spalte entsprechend mit „(ja)“ versehen. Da kein klares Nominalprinzip vorgesehen und durchgeführt wird und zudem die sehr problematischen Verrechnungen verschiedenster Kriterien sowie die wenig aussagekräftigen „Bestenlisten“ zum Grundansatz gehören, stellt diese Herangehensweise aus der Perspektive der privaten Anleger kein sinnvolles Vorgehen dar. Gleichzeitig ist dieses, z.B. im Vergleich zum eingeschränkten Ansatz der Stiftung Warentest, kaum transparent, verständlich und vergleichbar, wenn es um die Fragestellung von Verbrauchern geht, sozial-ökologische Geldanlagen auszuwählen. Es fehlt unter anderem auch eine selbstkritische Darstellung des eigenen Ansatzes. Möglichen Nutzern kann (soll?) nicht unmittelbar bewusst werden, wie stark problembehaftet unter anderem die verwendeten Bewertungsmethoden (Ranking, Rating) sind.
- Das Geschäftsfeld der **ECOreporter.de AG** erstreckt sich laut eigener Aussage auf unabhängigen Journalismus zum Thema nachhaltige Geldanlage. ECOreporter.de prüft die Einhaltung der Nachhaltigkeitsprofile, die sich Anbieter selbst auferlegt haben, daher erfolgt die Kennzeichnung zur Negativ- und Positivauswahl (inkl. Mix) jeweils mit „(ja)“; eigene Negativkriterien im Sinne eines angeblichen Mindeststandards sind sehr allgemein gehalten. Hinsichtlich der jeweils verwendeten Methodik erscheinen die öffentlich zugänglichen Informationen wenig transparent. Die Erfüllung der eigenen Mindestkriterien scheint grundsätzlich nach dem Nominalprinzip zu erfolgen, jedoch kommen z.T. Schwellenwerte zur Anwendung (Kernenergie, Rüstung). Für die darüber hinaus stattfindende Überprüfung der Einhaltung der von den Anbietern selbst angegebenen Nachhaltigkeitsprofile sind keine Informationen zur Methodik verfügbar. ECOreporter.de AG finanziert sich laut eigener Aussage durch den Verkauf eigener Publikationen und vergibt die Siegel „Nachhaltiges Finanzprodukt“, „Nachhaltige Bank“ und „Nachhaltige Anlageberatung“, deren Bezugsrahmen nicht überschneidungsfrei sind. Die Siegel werden nach einem dreistufigen Prüfverfahren jeweils für einen Zeitraum von einem Jahr vergeben. Zudem werden u.a. auch Empfehlungen für Anleger („Aktientipps“ oder „Fonds des Monats“) publiziert. Da kein klares Nominalprinzip vorgesehen scheint, Schwellenwerte Verwendung finden und zudem die problematischen Verrechnungen verschiedenster Kriterien wohl zum Grundansatz gehören, stellt diese Herangehensweise aus der Perspektive der privaten Anleger kein sinnvolles Vorgehen dar. Gleichzeitig ist dieses, z.B. im Vergleich zum eingeschränkten Ansatz der Stiftung Warentest, kaum transparent, verständlich und vergleichbar, wenn es um die Fragestellung von Verbrauchern geht, sozial-ökologische Geldanlagen auszuwählen. Es fehlt unter anderem auch eine selbstkritische Darstellung des eigenen Ansatzes. Möglichen Nutzern kann (soll?) nicht unmittelbar bewusst werden, wie stark problembehaftet unter anderem die verwendeten Bewertungsmethoden sind.



Ausgewählte Akteure	Wie werden die sozial-ökologischen Kriterien ausgewählt?			Wie wird die Bewertung der einzelnen Kriterien vorgenommen?				Umsetzung / Konsequenzen?	Inwieweit wird der Perspektive privater Anleger Rechnung getragen?			Bemerkungen
	Verbote	Gebote	Mix	Nominalprinzip	Scoring	Ranking / best in cl.	Rating		Transparenz	Verständlichkeit	Vergleichbarkeit	
<b>Finanzintermediäre i.e.S.</b>												
Bank für Kirche und Diakonie <sup>111</sup>	(ja)	(ja)	ja	(ja) <sup>112</sup>		ja <sup>113</sup>	ja	Vor allem Direktanlage in Festverzinsliche, Aktien <sup>114</sup>	Kurzinfos/PIBs zu Sparformen und Fonds (soweit verfügbar) nur mit allg. Hinweisen auf „Soziales“ oder „Ökologie“ / Verweis auf Homepage, die Detailinfos enthält	Auf Basis Oekom Corporate Rating / Länderrating <sup>115</sup>		
Ethikbank <sup>116</sup>	(ja)	(ja)	ja	(ja) <sup>117</sup>	(ja) <sup>118</sup>	ja <sup>119</sup>		Eingeschränktes Anlageuniversum <sup>120</sup>	PIBs für Fonds nur mit allg. Infos zu „Soziales“ oder „Ökologie, Auswahl / Ausschluss von Untern. u. Staaten, allg. Kurzübersichten zu sozial-ökologischen Anlagekriterien auf Homepage	Rückgriff auf diverse Research Provider <sup>121</sup>		
Nürnberger Umweltbank	(ja)	(ja)	ja				ja <sup>122</sup>		Lediglich Angabe des Rating-Urteils (ein bis fünf Sterne)			
Triodos Bank <sup>123</sup>	(ja)	(ja)	ja <sup>124</sup>	(ja) <sup>125</sup>	ja <sup>126</sup>	ja <sup>127</sup>		Eigene SRI-Fonds <sup>128</sup>	PIBs zu Fonds jeweils nur mit allg. Infos zu „Soziales“ oder „Ökologie“; weitere Infos auf Homepage	Eigener Triodos Sustainability Research		

<sup>111</sup> eG; Mitglied des genossenschaftlichen Finanzverbundes.

<sup>112</sup> Ausschlusskriterien für Unternehmen/Länder z.T. in „weicher“ Formulierung, z.B. „massive Verletzung von international anerkannten Prinzipien“ oder „Fälle massiver Missachtung von Umweltgesetzen oder allgemein anerkannter ökologischer Mindeststandards/Verhaltensregeln“ ([http://www.kd-bank.de/content/dam/g8190-1/01\\_KD-Bank\\_allgemein/pdf/Nachhaltigkeitsfilter\\_web.pdf](http://www.kd-bank.de/content/dam/g8190-1/01_KD-Bank_allgemein/pdf/Nachhaltigkeitsfilter_web.pdf), S. 14) und/oder mit Schwellenwerten bzgl. Anteile am Umsatz.

<sup>113</sup> Nominalprinzip (Ausschluss) „schlägt“ best in class.

<sup>114</sup> Investitionen in Fonds, Zertifikate und sonstige derivative Finanzinstrumente limitiert; Fonds werden auf nachvollziehbaren nachhaltigen Investmentansatz geprüft (keine Überprüfung einzelner Wertpapiere im Portfolio); Investition in Rohstoffe (außer Nahrungsmittel- und Agrarrohstoffe) zum Zweck der Diversifikation möglich, ohne Prüfung der Nachhaltigkeit; Swaps etc. nur zu Absicherungszwecken.

<sup>115</sup> Social Rating und Environmental Rating; ökonomische Beurteilung erfolgt separat.

<sup>116</sup> Zweigniederlassung der Volksbank Eisenberg eG; Mitglied des genossenschaftlichen Finanzverbundes.

<sup>117</sup> Ausschlusskriterien z.T. in „weicher“ Formulierung, z.B. „Eklatante Bestechungs- und Korruptionsfälle“ oder „Eklatante Verstöße im Umgang mit Menschenrechten“ ([http://www.ethikbank.de/fileadmin/ethikbank/dokumente/Die\\_EthikBank/Anlagepolitik\\_Lang.pdf](http://www.ethikbank.de/fileadmin/ethikbank/dokumente/Die_EthikBank/Anlagepolitik_Lang.pdf), S. 2); z.T. Schwellenwerte: mehr als 5% Umsatz im Bereich Atomenergie, mehr als 5% Umsatzanteil in Bioziden, die laut WHO „extremely or highly hazardous“ sind.

<sup>118</sup> Zur Ermittlung best in class, für Positivkriterien und für Ausschlusskriterien werden zunächst Punkte vergeben.

<sup>119</sup> Nominalprinzip (Ausschluss) „schlägt“ best in class.

<sup>120</sup> Bankschuldverschreibungen, Unternehmensanleihen und Aktien von Unternehmen des DAX und des MDAX und des Natur-Aktien-Index (NAI); Pfandbriefe, die zweckgebundener Finanzierung von Immobilien und öffentliche Aufgaben entsprechen und Papiere mit gleichgerichteter Zweckbindung; Wertpapiere staatl. Förderbanken (zusätzliche Einschränkung bei Kreditvergabe); KEINE Spekulation in Nahrungsmitteln und Rohstoffen; KEINE Investition in Unternehmen und Staaten, die in kritischen Geschäftsfeldern oder umstrittenen Aktivitäten involviert sind.

<sup>121</sup> imug investment research, EIRIS, Natur-Aktien-Index (NAI), Global-Challenges-Index (GCX), FreedomHouse, Transparency International, Verfassungsschutzbericht der Bundesregierung, Nachhaltigkeitsrating für Staaten der Züricher Kantonalbank.

<sup>122</sup> Vorgehen im Detail nicht ersichtlich; letztendlich wird in der Vermögensberatung eine fünfstufige Sterne-Skala genutzt. Bei Kreditvergabe erfolgt ein separates Nachhaltigkeits-Rating mit umgekehrter Rating-Skala. Z.T. lediglich allgemeine Hinweise, z.B., dass „Nachhaltigkeitsfonds“ einen Best-in-class-Ansatz anwenden.

<sup>123</sup> Unterliegt der niederländischen Einlagensicherung. Mitglied bei Eurosif (und entsprechenden Länderorganisationen), Eumedion, UN PRI.

<sup>124</sup> Reihenfolge: 1. Identifikation nachhaltiger Aktivitäten, 2. Identifizierung best in class, 3. Ausschlusskriterien.

<sup>125</sup> Ausschlusskriterien für Unternehmen/Länder z.T. in „weicher“ Formulierung, z.B. „grob und häufig gegen fundamentale Arbeitsrechte verstoßen“, „unethische Vergütungsgrundsätze“, „Umwelt häufig und massiv schädigen“ (<http://www.triodos.de/downloads/SRI-Fonds-Downloads/investmentansatz/investmentansatz.pdf>, S. 4) und/oder mit Schwellenwerten bzgl. Anteil am Umsatz.

<sup>126</sup> Scoring zur Ermittlung best-in-class.

<sup>127</sup> Nominalprinzip (Ausschluss) „schlägt“ best in class.

<sup>128</sup> Kriterien explizit für SRI-Fonds; Tagesgeld, Girokonto etc. laut Homepage auch nachhaltig, da Triodos nur in „nachhaltige“ Projekte investiere.

Ausgewählte Akteure	Wie werden die sozial-ökologischen Kriterien ausgewählt?			Wie wird die Bewertung der einzelnen Kriterien vorgenommen?				Umsetzung / Konsequenzen?	Inwieweit wird der Perspektive privater Anleger Rechnung getragen?			Bemerkungen
	Verbote	Gebote	Mix	Nominalprinzip	Scoring	Ranking / best in cl.	Rating		Transparenz	Verständlichkeit	Vergleichbarkeit	
<b>Finanzintermediäre i.e.S. (Fortsetzung)</b>												
GLS Gemeinschaftsbank <sup>129</sup>	(ja)	(ja)	ja	(ja) <sup>130</sup>	Methodik beim Auswahlverfahren nur eingeschränkt ersichtlich <sup>131</sup>			132	PIBs, sofern überhaupt verfügbar, mit nur allg. Infos, Details z.T. auf Homepage		Auch Nutzung externer Ratingagentur (nachhaltig), Berichte von NGOs	
Steyler Bank <sup>133</sup>	(ja)	(ja)	ja	(ja) <sup>134</sup>		ja <sup>135</sup>	ja <sup>136</sup>	Eigener Aktienfonds und Rentenfonds je bei Warburg Invest <sup>137</sup>	PIB Aktienfonds und Rentenfonds jeweils nur mit allg. Infos zu auf „Soz.“ oder „Öko.“ und Verweis auf Oekom research AG; weitere allg. Infos auch zu auf „Soziales“ oder „Ökologie“ bei Festgeld, Tagesgeld etc. auf Homepage		Auf Basis Rating der Oekom research AG (Corporate / Country Rating)	
<b>Finanzintermediäre i.w.S.</b>												
IMUG e.V.	(ja) <sup>138</sup>	(ja)	(ja)			ja <sup>139</sup>	ja <sup>140</sup>	Rating zu Unternehmen, Staats- und Bankanleihen	Ratingansatz von imug / EIRIS ist auf Grundlage öffentlich zugänglicher Informationen wenig transparent und nachvollziehbar		Auf Basis UN PRI, ISO 26000, EIRIS (Research Manual)	
Sustainalytics	141					ja <sup>142</sup>	ja	Kaum Informationen auf Homepage			Auf Basis UN PRI, GRI	

<sup>129</sup> eG; der Sicherungseinrichtung des Bundesverbandes der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR) angeschlossen.

<sup>130</sup> Ausschlusskriterien z.T. in „weicher“ Formulierung, z.B. „massive negative Auswirkung auf die Umwelt“, „Fälle deutlicher Missachtung von gesetzlichen Vorschriften oder allgemein anerkannten Verhaltensregeln.“ (GLS Bank, Anlage- und Finanzierungsgrundsätze, S. 2).

<sup>131</sup> Laut <https://www.gls.de/privatkunden/ueber-die-gls-bank/arbeitsweisen/auswahlverfahren/> 3 Schritte: 1. „Vorauswahl potentieller Emittenten und Analyse der sozialen und ökologischen Nachhaltigkeit auf Basis eigener Recherche, der Einschätzung externer „Nachhaltigkeits“-Ratingagenturen und Berichten von NGOs. Die Analysen enthalten Einschätzungen zu Unternehmensgegenstand, Produkten, Dienstleistungen, Produktion und Prozessen.“, 2. „Ausführliche Bewertung der Analysen auf Basis der Anlagekriterien und eigener Einschätzungen. Danach trifft der Anlageausschuss seine Entscheidung.“, 3. „Erstellung von Reportings über die Entscheidungen des Anlageausschusses mit detailliertem Bezug zu den Ausschlusskriterien, Positivkriterien und Wirtschaftlichkeit als Grundlage für die GLS Vermögensberatung.“

<sup>132</sup> Keine Devisenspekulation und keine Investition in Rohstoffe und Nahrungsmittel; keine Wertpapiere von Unternehmen in Schattenfinanzzentren; derivative Finanzmarktinstrumente nur zur Absicherung.

<sup>133</sup> Mitglied im Verein CRIC.

<sup>134</sup> Ausschlusskriterien für Unternehmen/Länder z.T. in „weicher“ Formulierung, z.B. „massive Verletzung von international anerkannten Prinzipien“ oder „schließt Unternehmen aus, die Umweltsetze und allgemein anerkannte ökologische Mindeststandards bzw. Verhaltensregeln massiv missachten“ (<https://www.steyler-bank.de/Ethisch-handeln/Ihre-Ethik-Garantie/Anlagekriterien/Kontroverse-Geschaeftspraktiken/c1411.html>) und/oder mit Schwellenwerten bzgl. Anteil am Umsatz.

<sup>135</sup> Nominalprinzip (Ausschluss) „schlägt“ best in class.

<sup>136</sup> CSR Rating der oekom research AG.

<sup>137</sup> Außerdem: Keine Nahrungsmittelspekulationen.

<sup>138</sup> Kriterien haben eher Meta-Charakter.

<sup>139</sup> Teilweise ersichtlich aus Fact-Sheet zu Länderrating ([http://www.imug.de/images/stories/pdfs/investment/hp\\_imug\\_NachhaltigesInvestment\\_7\\_Riedel\\_Staatenrating\\_2012.pdf](http://www.imug.de/images/stories/pdfs/investment/hp_imug_NachhaltigesInvestment_7_Riedel_Staatenrating_2012.pdf)).

<sup>140</sup> Nutzung von EIRIS Sustainability Ratings.

<sup>141</sup> U.a. „Controversial Weapons Radar“ sowie „Global Compact Compliance“, jedoch ohne Angabe kriterienspezifischer Informationen.

<sup>142</sup> Laut Angabe auf der Homepage: Best-of-Sector™-Research-Methodik, mit der sich die führenden Unternehmen jeder Branche ermitteln lassen.

Ausgewählte Akteure	Wie werden die sozial-ökologischen Kriterien ausgewählt?			Wie wird die Bewertung der einzelnen Kriterien vorgenommen?				Umsetzung / Konsequenzen?	Inwieweit wird der Perspektive privater Anleger Rechnung getragen?			Bemerkungen
	Verbote	Gebote	Mix	Nominalprinzip	Scoring	Ranking / best in cl.	Rating		Transparenz	Verständlichkeit	Vergleichbarkeit	
<b>Finanzintermediäre i.w.S. (Fortsetzung)</b>												
Oekom research AG	(ja)	(ja)	ja	(ja) <sup>143</sup>		ja <sup>144</sup>	ja	Corporate Rating und Country Rating	Beurteilung der sozialen und ökologischen Performance anhand von über 100 branchenspezifisch ausgewählten sozialen und ökologischen Kriterien. Kriterien werden laufend an neueste Entwicklungen und Erkenntnisse angepasst			Auf Basis EÖR / Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden
ECOREporter.de AG	(ja) <sup>145</sup>	(ja) <sup>146</sup>	(ja) <sup>147</sup>	(ja) <sup>148</sup>	149	150	151	Überprüfung der Finanzprodukte <sup>152</sup> umfasst Überprüfung der Geschäftsbereiche des Anbieters <sup>153</sup>	Lediglich grobe Kriterien auf Homepage verfügbar. Aufgrund der gewählten Methodik keine Vergleichbarkeit.			Siegel „Nachhaltiges Finanzprodukt“, auch Siegel „Nachhaltige Anlageberatung“ und „Nachhaltige Bank“
<b>Staat/GOs</b>												
RNE (DNK)	(ja)	ja <sup>154</sup>		(ja) <sup>155</sup>					Beschreibt in 20 Kriterien mit je bis zu zwei Leistungsindikatoren Aspekte der Ökologie, des Sozialen, der Unternehmensführung (ESG); Fokus auf Offenlegung von Nachhaltigkeits-Strategie.			Bezug zu GRI, EFFAS

<sup>143</sup> Ausschlusskriterien für Unternehmen/Länder z.T. in „weicher“ Formulierung und/oder mit Schwellenwerten bzgl. Anteil am Umsatz; vgl. auch Fußnoten 96 und 112.

<sup>144</sup> Best-in-Class-Rating auf der Basis von ca. 100 Einzelkriterien. Oekom Prime Status für Unternehmen, die im Rahmen des Oekom Corporate Ratings zu den führenden Unternehmen ihrer Branche zählen und die branchenspezifischen Mindestanforderungen erfüllen.

<sup>145</sup> Die ECOREporter.de AG prüft die Einhaltung der Nachhaltigkeitsprofile, die sich die Anbieter selbst auferlegt haben; hierbei kommt zusätzlich ein selbst entwickelter Mindeststandard mit folgenden Ausschlusskriterien zur Anwendung: Bau und Betrieb Atomenergie (Toleranzgrenze 5%), Rüstung (Produktion und Handel) und Militär (Toleranzgrenze 5%), ausbeuterische Kinderarbeit nach ILO-Standard, Praktizierte Todesstrafe, schwere Menschenrechtsverletzungen. Zudem wird gefordert, dass Anbieter in weiteren vorgegebenen Bereichen selbst Ausschlusskriterien definieren. Vgl. <http://www.ecoreporter.de/tests-ratgeber/nachhaltigkeitssiegel/nachhaltigkeitssiegel-im-ueberblick.html>.

<sup>146</sup> Sofern im Nachhaltigkeitsprofil der Anbieter selbst enthalten.

<sup>147</sup> Sofern im Nachhaltigkeitsprofil der Anbieter selbst enthalten.

<sup>148</sup> Z.T. unter Anwendung von Schwellenwerten (siehe obige Fußnote zu den Ausschlusskriterien).

<sup>149</sup> Keine detaillierte Information verfügbar; ggf. analog zu Vorgehen bzgl. Best-in-class-Ansatz.

<sup>150</sup> Sofern die Anbieter selbst ein Vorgehen nach dem Best-in-class-Ansatz angeben, wird geprüft, ob dieser wie angegeben realisiert wird (vgl. <http://www.ecoreporter.de/tests-ratgeber/nachhaltigkeitssiegel/haeufige-fragen-zum-siegel.html>).

<sup>151</sup> Keine detaillierte Information verfügbar; ggf. analog zu Vorgehen bzgl. Best-in-class-Ansatz.

<sup>152</sup> In Frage kommende Produktkategorien: geschlossene Fonds, Termin- und Spareinlagen, Anleihen, Genussrechte, Genossenschaftsanteile, Mikrofinanzfonds Aktien (keine Vergabe für bereits gelistete Aktien, Vergabe nur innerhalb einer Neuemissionsfrist), Offene Fonds (einschränkende Sonderbedingungen), Darlehen; vgl. <http://www.ecoreporter.de/tests-ratgeber/nachhaltigkeitssiegel/ecoreporter-siegel-nachhaltiges-finanzprodukt.html>.

<sup>153</sup> Die Einstufung als „nachhaltiges“ Finanzprodukt setzt voraus, dass der Anbieter selbst auch den Kriterien genügt.

<sup>154</sup> Kriterien zu „Gesellschaft“: Arbeitnehmerrechte und Diversity, Menschenrechte, Gemeinwesen, Politische Einflussnahme, Korruption; Kriterien zu „Umwelt“: Inanspruchnahme von natürlichen Ressourcen; Kriterien zu „Strategie“: Strategische Analysen, Strategie und Ziele; Kriterien zu „Prozessmanagement“: Regeln und Prozesse, Anreizsysteme, Stakeholderengagement, Innovations- und Produktmanagement.

<sup>155</sup> Kein expliziter Vorschlag zur Umsetzung. Fokus insb. auf Berichterstattung (ja/nein) zu einzelnen Aspekten. Vgl. der Deutsche Nachhaltigkeitskodex (DNK), [http://www.nachhaltigkeitsrat.de/uploads/media/RNE\\_Der\\_Deutsche\\_Nachhaltigkeitskodex\\_DNK\\_texte\\_Nr\\_41\\_Januar\\_2012.pdf](http://www.nachhaltigkeitsrat.de/uploads/media/RNE_Der_Deutsche_Nachhaltigkeitskodex_DNK_texte_Nr_41_Januar_2012.pdf).

Ausgewählte Akteure	Wie werden die sozial-ökologischen Kriterien ausgewählt?			Wie wird die Bewertung der einzelnen Kriterien vorgenommen?				Umsetzung / Konsequenzen?	Inwieweit wird der Perspektive privater Anleger Rechnung getragen?			Bemerkungen
	Verbote	Gebote	Mix	Nominalprinzip	Scoring	Ranking / best in cl.	Rating		Transparenz	Verständlichkeit	Vergleichbarkeit	
<b>NGOs, übergreifend</b>												
Projektgruppe EÖR / FHL		ja <sup>156</sup>		(ja) <sup>157</sup>								
<b>NGOs, Anbieter</b>												
FNG	(ja) <sup>158</sup>	(ja) <sup>159</sup>	ja	(ja) <sup>160</sup>		ja <sup>161</sup>	<sup>162</sup>		Erarbeitet eher allgemeine Kriterien, ohne klaren Bewertungsansatz			
<b>NGOs, Verbraucher</b>												
Verbraucherzentrale Bundesverband / einzelne Verbraucherzentralen	<sup>163</sup>											
<b>NGOs, unabhängig</b>												
Stiftung Warentest / Finanztest	ja <sup>164</sup>	(ja)		ja		(ja) <sup>165</sup>			Insbesondere die Aspekte Transparenz und Verständlichkeit werden bei Tests einbezogen			

Tabelle 1: Erste Verortung und Einordnung der Instrumente ausgewählter Akteure

<sup>156</sup> Gebote auf Meta-Ebene. Positiv- und Negativ-Kriterien lassen sich hieraus ableiten.

<sup>157</sup> Kein expliziter Vorschlag zur Umsetzung.

<sup>158</sup> Wert- und normbasierte Ausschlusskriterien; vgl. <http://www.forum-ng.org/de/nachhaltige-geldanlagen/nachhaltige-geldanlagen.html>.

<sup>159</sup> Positive Anlagekriterien (vgl. <http://www.forum-ng.org/de/nachhaltige-geldanlagen/nachhaltige-geldanlagen.html>): 1. Grundsätze vorsichtiger Unternehmensführung, 2. Berichterstattung zu ökologischen Aspekten der Geschäftstätigkeit (z.B. Global Reporting Initiative), 3. Berichterstattung zu sozialen Belangen der Geschäftstätigkeit, 4. Veröffentlichung von Vorstandsgehältern, 5. Berichterstattung zu CSR-Zielen, 6. Leitbild zur verantwortlichen Unternehmensführung.

<sup>160</sup> Kein expliziter Vorschlag zur Umsetzung. Bezug auf <http://www.nachhaltiges-investment.org>.

<sup>161</sup> FNG-Matrix und FNG-Nachhaltigkeitsprofile; vgl. <http://www.forum-ng.org/de/nachhaltige-geldanlagen/nachhaltige-geldanlagen.html>.

<sup>162</sup> Bezug auf <http://www.nachhaltiges-investment.org>.

<sup>163</sup> Der vzbv und VZen selbst nehmen keine kriteriengeleitete Bewertung von Anbietern und Produkten im Bereich der sozial-ökologischen Geldanlage vor.

<sup>164</sup> Bewertet und vergleicht einzelne Anbieter und Produkte im Bereich der sozial-ökologischen Geldanlage.

<sup>165</sup> Bei Tests untersucht die Stiftung Warentest, ob Fonds einen Best-in-class-Ansatz verfolgen.

## In der Kürze ...

### 4 Perspektive der Verbraucherinnen und Verbraucher: Instrumente zur Bewertung von sozial-ökologischen Geldanlagen (SÖG) in der Praxis

- Bei der Generierung und Bewertung von Kriterien, die für sozial-ökologische Geldanlagen eingesetzt werden, sind im Wesentlichen folgende Sachverhalte zu unterscheiden. Zunächst erfolgt eine **Auswahl der einzelnen Kriterien**: Oft werden in einer Negativauswahl "**Verbote**" genauso verwendet wie in einer Positivauswahl sog. "**Gebote**" oder auch ein **Mix** aus beiden.
- Des Weiteren wird die **Erfüllung der ausgewählten Kriterien** bewertet: Dabei wird gerne von einem klaren und für Verbraucherinnen und Verbraucher eindeutigen "erfüllt"/"nicht erfüllt" (**Nominalprinzip**) abgewichen. Stattdessen wird mit sog. **Schwellenwerten** verwässert ("5% oder weniger Kinderarbeit", "unter 5% Rüstung", "nicht mehr als 3% Massentierhaltung").
- Regelmäßig werden verschiedenste Kriterien miteinander verrechnet, z.B. beim **Scoring**, bei sog. Hitlisten (**Ranking**, "best in class") oder beim **Rating**, ohne dass das Resultat noch transparent nachvollziehbar und erklärbar wäre. Angebliche Verbote oder Gebote werden so dauerhaft aufgeweicht und zum bloßen Etikett.
- Überlegungen zur Beurteilung solcher Praxis-Instrumente aus der Perspektive von privaten Anlegern des Retail-Segmentes zeigen recht eindeutig: Insb. aufgrund der Verletzung des Nominalprinzips und der zahlreichen Aggregations- und Verrechnungsstufen erscheinen die vorhandenen **Praxis-Ansätze kaum tauglich, den Informationsaufwand potentieller privater Investoren zu reduzieren und deren Vertrauen und Akzeptanz dauerhaft zu fördern.**

## 5 Erörterung der Anforderungen an einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen

Unter Hinweis auf die bereits eingangs dieser Studie erörterte Thematik des grundsätzlichen Nutzens einer klaren, einfach verständlichen und überprüfbaren Kennzeichnung sozial-ökologischer Geldanlagen gelangen die beiden Wissenschaftlichen Beiräte des BMELV in ihrer gemeinsamen Stellungnahme zum „Food Labelling“ allgemein zu der Erkenntnis: „Konsumenten sind in modernen Konsumgesellschaften mit einer Fülle ausdifferenzierter Produkte konfrontiert ... Die zugehörigen ... Detailinformationen können sie zu meist nicht einmal im Ansatz verarbeiten. Label sind in diesem Zusammenhang für Konsumenten ein wichtiges Informationsinstrument, das mehrere Informationen bündeln kann und deshalb zur Produktbeurteilung zumeist häufiger und früher herangezogen wird als andere Informationen. Eine Schlüsselrolle können sie bei Vertrauenseigenschaften von Produkten und Dienstleistungen einnehmen, da Verbraucher hier keine andere verlässliche Möglichkeit der Information haben.“<sup>166</sup>

Institutions- und insbesondere informationsökonomisch geht es also im Wesentlichen um die Signalisierung des Aspekts der Qualität im Sinne der Abbildung 1 des Kapitels 3.1, wenn man praxisorientiert von unvollkommenen Märkten ausgeht, in denen der Preis nicht oder nicht vollständig die Information über die Qualität und/oder die Werthaltigkeit eines Produktes widerspiegelt, sei es z.B. dadurch, dass Preismanipulationen vorliegen können, oder sei es aufgrund von Wahrnehmungsdifferenzen im Sinne der Behavioral Economics (vgl. Kapitel 3.1). Die Frage danach, welchen positiven Nutzen eine Kennzeichnung von Finanzprodukten mit einem Label zu sozialen und ökologischen Kriterien stiften könnte, beantwortet sich auf den ersten Blick also von selbst und erscheint rhetorisch. Aussagen zum „Sozialen“ und „Ökologischen“ ergänzen die Angaben zu Risiko, Wertentwicklung und Geeignetheit einer Geldanlage als Vertrauensgut, dessen zu erwartende Qualität sonst von Retail-Anlegern kaum beurteilbar wäre. Ein sozial-ökologisches Label könnte für Verbraucher also eine wichtige Entscheidungshilfe sein, Aspekte ihrer Geldanlage einzuschätzen, die sie im Detail meist selbst nicht beurteilen können oder wollen.<sup>167</sup>

Auf den zweiten Blick jedoch scheint die eben skizzierte Idee des Qualitäts- und sozial-ökologischen Signals sich selbst zu konterkarieren, wenn die Verbraucherkommission Baden-Württemberg in ihrer Stellungnahme aus 2011 feststellt: „Eine Analyse der mehr als 400 aktuell auf dem Markt befindlichen Label zeigt jedoch, dass viele derzeit den Verbraucherinnen und Verbrauchern keine zuverlässige Orientierung bieten, sondern sie gezielt in die Irre führen.“<sup>168</sup> Die bereits zitierte gemeinsame Stellungnahme der Wissenschaftlichen Beiräte des BMELV fordert daher nicht überraschend: „Zudem dürfen sie ... [Label] ... nicht in einer Flut ähnlicher und z.T. missverständlicher Label untergehen.“<sup>169</sup> und benennt einschlägige Gründe: „...zu viele Label, irreführende Label, unklare Bedeutung bzw. Aussage von Labeln, unbekannte Label, Label auf Grundlage von Kriterien, die für das Produkt irrelevant sind, zu komplizierte Labelgestaltung, unzureichende graphische Abgrenzung (z.B. verwirrend ähnliche EU-Label), unzureichende Abgrenzung von vorbehaltenen zu nicht vorbehaltenen Angaben, da den Adressaten der Status vieler Bezeichnungen unklar ist.“<sup>170</sup>

Ferner kommt die Problematik der sehr unterschiedlichen Begriffs- und Sprachführung zur Thematik „Label“ noch hinzu. Regelmäßig findet man im Kontext der Produktkennzeich-

<sup>166</sup> Bausch et al. 2012, II. Es soll nicht verschwiegen werden, dass es einzelne Autoren gibt, die den Nutzen einer standardisierten und vereinfachten Information bestreiten. So schreibt Schoenheit 2004, 93: „der hohe Individualisierungsgrad der Anlageentscheidung den Gestaltungsraum und die Wirksamkeit von Maßnahmen zur Transparenzverbesserung deutlich einengen. Es wird insbesondere deutlich, dass standardisierende und vereinfachende Informationskonzepte, wie z.B. das Labelling, sich auf diesem Markt nicht als geeignet erweisen.“

<sup>167</sup> Oehler 2013a, 2013e, 2013f, 2013g.

<sup>168</sup> VK BW, 18.2.2011, 1.

<sup>169</sup> Bausch et al. 2012, II.

<sup>170</sup> Bausch et al. 2012, 1.

nung zur Qualität die Begriffe „Gütesiegel“ oder „Gütezeichen“<sup>171</sup>, „Prüfsiegel“<sup>172</sup> oder „Qualitätssiegel“<sup>173</sup>, um nur einige häufige Varianten zu nennen. Zudem existieren allein im Bereich Lebensmittel solche des Staates selbst oder in seiner Anerkennung, die zum Teil freiwillig (deutsches Bio-Siegel), zum Teil verpflichtend sind (EU-Bio-Siegel); aber auch solche privater Rechtsnatur, insbesondere in Gestalt von Produktlabeln, Prüfzeichen, Verbandszeichen oder Zertifizierungen, die meist Marketingzwecken dienen sollen.<sup>174</sup> Gemäß Duden<sup>175</sup> handelt es sich bei einem „Label“ dann ja auch – aus dem Englischen kommend – zunächst nur um ein „Etikett, das auf ein Produkt oder dessen Verpackung aufgeklebt wird“.

Die vorstehende Erörterung kann auch zu Zweifeln anregen, ob die Idee der Einführung eines Gütesiegels zusätzlich zu einem Mindeststandard zur gezielten, klaren und vereinfachenden Verbraucherinformation zu sozial-ökologischen Geldanlagen überhaupt notwendig ist oder sogar zu Fehlinformationen führen könnte. Letztlich geht es dabei um die Frage, ob das Signalisieren der Mindestqualität mit einem Etikett „sozial-ökologisch“ Verbraucherinnen und Verbraucher dazu verleiten könnte, so gekennzeichnete Finanzprodukte als grundsätzlich „geeignet“, „passend“ oder „gut“ wahrzunehmen. Ist ein Missverständnis dahingehend möglich, dass eine Geeignetheitsprüfung für das individuelle private Portfolio und für die eigene Bedarfssituation z.B. hinsichtlich der Risiken bis zum Totalausfall nicht oder nicht ausreichend stattfindet?

Aus der Perspektive von Verbraucherorganisationen – so z.B. anlässlich des Runden Tisches am 21.10.2013 – wird argumentiert, ein gesetzlicher Mindeststandard müsste ausreichen, denn der jeweilige Anbieter hätte (auch) dann nachzuweisen, dass er den Standard einhält (ggf. gekoppelt mit einer behördlichen Prüfpflicht, s.u.). Ein separates Siegel sei daher nicht notwendig und könnte dazu führen, dass Verbraucherinnen und Verbraucher den Eindruck erhielten, die so gekennzeichneten sozial-ökologischen Geldanlagen seien per se gut und geeignet, ohne weitere Prüfung auf Risiken und Geeignetheit (Beratung).

Frau Brendel, Verbraucherzentrale Bremen, führt hierzu im Nachgespräch zum Runden Tisch vom 21.10.2013 u.a. aus, dass eine Analogie zu Bio-Lebensmitteln aus ihrer Sicht nur begrenzt gezogen werden könne, weil eine Orientierungshilfe durch Bio-Siegel für die kurzfristigen und relativ schnellen Entscheidungen beim Lebensmittelkauf nicht vergleichbar sei zu einer solchen Orientierung bei langfristigen und zeitbeanspruchenden Entscheidungen für Finanzanlagen.

In einer anderen Diskussion wird deutlich, dass im Falle der Einführung eines Siegels für sozial-ökologische Geldanlagen klar kommuniziert werden muss, dass ein solches „Etikett“ nur eine begrenzte Reichweite habe, vorgegeben durch die dahinter stehenden Kriterien. Ein Siegel auf der Basis des Mindeststandards kann also nur EIN Element für die Verbraucherentscheidung beim Kauf von Finanzprodukten sein, nicht mehr. Aus der Verbraucherfinanzpraxis bleibt zudem offen, ob Finanzentscheidungen tatsächlich mit mehr Zeit getroffen werden.

Eine mögliche Differenzierung des Gütesiegels nach Teilbereichen oder Themenfeldern erscheint in dieser Diskussion grundsätzlich zwar denkbar (s.o. in Kapitel 4.1.2 die bereits genannte mögliche Trennung in sozial und ökologisch). Zu nennen wären z.B. Themenge-

<sup>171</sup> <http://www.duden.de/rechtschreibung/Guetezeichen>: "auf einer Ware angebrachtes Zeichen, durch das die Überprüfung der Güte ([Grad der guten] Beschaffenheit ... einer Leistung) bestätigt wird".

<sup>172</sup> <http://www.duden.de/rechtschreibung/Pruefsiegel>: "auf ... einem Produkt ... angebrachtes Zeichen, das die Überprüfung der Einhaltung bestimmter Kriterien bei der Herstellung o.Ä. garantiert".

<sup>173</sup> <http://www.duden.de/rechtschreibung/Qualitaetssiegel>: "auf einer Ware angebrachtes Zeichen, durch das die Überprüfung der Qualität bestätigt wird".

<sup>174</sup> Vgl. die Erörterung in Bausch et al. 2012, 3/4. Vgl. in allgemeinerer Form auch Konrad/Scheer 2010, 15/16.

<sup>175</sup> <http://www.duden.de/rechtschreibung/Label#Bedeutung1a>.

biete wie die Meidung fossiler Energieträger und der Kernenergie, die Meidung von Waffen und Rüstung, die Meidung von Kinderarbeit, die Achtung von Menschen-, Grund- und Arbeitsrechten eines bestimmten Standards, die Beachtung von Umweltschutz und Klimawandel (Wasser, Luft, Boden), die Beachtung von Tierrechten etc. Eine solche Differenzierung in verschiedene Label weckt aber Zweifel an einer sinnvollen Orientierungshilfe für Verbraucher, in Abwägung von differenzierter Verbraucherinformation und Entscheidungshemmung (Choice Overload).

Für diese Studie sind solche Argumente ernst zu nehmen und abzuwägen mit dem möglichen Nutzen der Signalisierung durch ein Gütesiegel. Ein Siegel „sozial-ökologische Geldanlage“ dient ja grundsätzlich dazu, eine gut verständliche Verbraucherinformation herbeizuführen, um gerade Irreführung und Wildwuchs zu vermeiden. In einer solchen Abwägung wird für die vorliegende Studie davon ausgegangen, dass unter Beachtung der hier und im Folgekapitel formulierten Anforderungen die Positivinformation eines Gütesiegels auf Basis eines gesetzlichen Mindeststandards die mögliche Fehlinformation überwiegt. Mit anderen Worten wird es aus informationsökonomischen und verhaltenswissenschaftlichen Aspekten für wahrscheinlich erachtet, dass ein Gütesiegel sinnvoll und zielführend sein dürfte, Reputation im noch schwachen Markt für sozial-ökologische Geldanlagen aufbauen zu helfen. Eine Vermischung mit wirtschaftlichen Aspekten (s.o. Kapitel 3) sollte in dem Sinne vermieden werden, dass sozial-ökologisch („nachhaltig“) von Verbrauchern als „geeignet“ oder „gut“ missverstanden werden kann, ohne dass z.B. eine Risikoprüfung stattgefunden hat. Darauf ist zu achten, wenn ein Siegel auf der Basis eines Mindeststandards eingeführt wird: Kein Siegel „nachhaltig“, sondern – wenn – ein Siegel „sozial-ökologisch“. In diesem Kontext bleibt zentral und grundlegend, dass die verständliche und vergleichbare Kennzeichnung von allen Finanzprodukten (vgl. die Erörterung in Kap. 4.2), insbesondere für wesentliche Risiken (in Euro; unmissverständlicher Hinweis an prominenter Stelle auch zur Verfügbarkeit in Euro und in der Zeit), für die erwartete Wertentwicklung (in Euro, abzüglich aller Kosten) sowie für die Geeignetheit (in Abhängigkeit von der typisierten Entscheidungssituation; wie viel Risiko in Verbindung mit anderen Produkten (Tragfähigkeit, Portfolio)) besteht und kontrolliert wird.

Die bisherige Erörterung zeigt, dass die Einführung eines Labels zur Kennzeichnung sozial-ökologischer Geldanlagen einigen Basisanforderungen genügen muss, um die Idee der signifikanten Senkung des Informationsaufwandes und/oder der überprüfbaren Vertrauenswürdigkeit der Qualitätskennzeichnung der Vertrauenseigenschaften im Sinne einer festgelegten Mindestqualität, also eines **Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen**, realistisch werden zu lassen (sozial/gesellschaftlich und/oder ökologisch; vgl. Kapitel 3.2).

In allgemeiner Form lassen sich zunächst vier übergreifende Anforderungen definieren:

- **Identifizierung** (Ist klar erkennbar, wer den Mindeststandard setzt und/oder das Label vergibt?),
- **Verifizierung** (Sind die Kriterien und Prüfmethode öffentlich zugänglich und durch Dritte nachprüfbar?),
- **Relevanz** (Sind die Aussagen des Mindeststandards und/oder des Labels maßgeblich für die wesentlichen Eigenschaften des Produkts?) und – sofern kein staatlicher Mindeststandard und/oder kein staatliches Label vorliegt –



- **Unabhängigkeit** (In welcher wirtschaftlichen, insbesondere finanziellen Beziehung stehen Regelsetzer und Regelnutzer?).<sup>176</sup>

Während die Identifizierung, die Verifizierung und die Unabhängigkeit weitgehend die Regulierung im Sinne von Vollzug, Kontrolle und Aufsicht betreffen und damit zu den wesentlichen Überlegungen des folgenden Kapitel 6 gehören, betrifft die Anforderung der Relevanz im Kern die **inhaltlichen Anforderungen** an die Ausgestaltung eines Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen in diesem Kapitel (5), auf der Basis der grundlegenden Erörterungen der Kapitel 3 und 4.

Mit Bezug auf die Identifikation und Auswahl der sozialen und ökologischen Kriterien sowie deren Gewichtung und Überprüfung ist grundsätzlich festzulegen, inwieweit national und international auftretende „hot spots“, z.B. aktuell in 2013 die Arbeitsbedingungen in der Textilwirtschaft in Bangladesh oder die Kriegswirren mit Bezug zur Rohstoffwirtschaft im Osten Kongos, konkrete Auswirkungen haben können. Mit anderen Worten ist zu fragen, auf welcher (rechtlichen) Benchmark ein zu entwickelnder Mindeststandard aufbauen, mithin, welches die (rechtliche) Grundlage für die darüber hinausreichenden sozialen und ökologischen Kriterien bilden sollte.

Ausgehend vom Ziel der vorliegenden Studie und der einzunehmenden Perspektiven privater deutscher Investoren, insbesondere des Retail-Segments, erscheint es naheliegend, von der Position in Deutschland, inkl. der geltenden Rechtslage der Europäischen Union, auszugehen. Dies würde bedeuten, dass die gegebene, insb. **rechtliche Situation in Deutschland** nicht Bestandteil, sondern **Voraussetzung** oder Basis eines zu entwickelnden Mindeststandards sozial-ökologischer Geldanlagen ist.

Diese Position, die für die weitere Studie zugrunde gelegt wird, entspricht im Übrigen grundsätzlich auch der Haltung der EU: „Corporate social responsibility should nevertheless not be seen as a substitute to regulation or legislation concerning social rights or environmental standards, including the development of new appropriate legislation. In countries where such regulations do not exist, efforts should focus on putting the proper regulatory or legislative framework in place in order to define a level playing field on the basis of which socially responsible practices can be developed.“<sup>177</sup>

Eine solche Vorgehensweise verdeutlicht, dass die Einführung eines Mindeststandards nur für Deutschland nur ein erster, aber für die Dynamik wichtiger Schritt sein kann, der mittel- bis langfristig in einen Mindeststandard z.B. der Europäischen Union münden sollte, analog z.B. der Entwicklung beim Bio-Siegel für Lebensmittel.

Mit der Auswahl der Einzelkriterien gemäß Kapiteln 3.2.1 und 4.1.1 im Rahmen eines demokratischen Willensbildungsprozesses (siehe unten, Kapitel 6) ist in der Regel unmittelbar eine Bewertung der Gesamtschar der Einzelkriterien mit Blick auf die zu beurteilenden Investments verbunden (vgl. Kapitel 4.1.2). Eine transparente und gut nachvollziehbare Vorgehensweise wählt dabei eine Mindestqualität in dem Sinne, dass bestimmte Einzelkriterien definitiv erfüllt sein müssen (**Nominalprinzip**). Dies ermöglicht eine gut verständliche, für private Investoren leicht einzuschätzende Informations- und Entscheidungssituation insbesondere dann, wenn die Zahl der relevanten Einzelkriterien überschaubar gehalten wird.<sup>178</sup> Zudem vermeidet ein solches Vorgehen die Vielzahl der Einschränkungen relativer Bewertungen wie sie z.B. aus Gebrauch und Missbrauch von Renditekennziffern bekannt ist. Die hierbei gewählten Kriterien stellen **Mindestkriterien** dar, deren Nicht-Ein-

<sup>176</sup> Vgl. VK BW, 18.2.2011, 2; vgl. Oehler 2011e, 2013f, 2013i; vgl. auch Friesenbichler 2008.

<sup>177</sup> European Commission 2001, 6.

<sup>178</sup> Ein unverschleiertes, nicht verwässerndes Nominalprinzip begünstigt tendenziell zudem kleinere und mittlere Projekte im Vergleich zu global agierenden Misch-Konzernen oder nur eingeschränkt kontrollierbaren internationalen Wertschöpfungsketten.

haltung/-Erfüllung zu einer Ablehnung der Investments als sozial-ökologisch im Sinne der Definition und damit zur Nicht-Vergabe des Gütesiegels führen würde.

Zu **vermeiden** ist auf jeden Fall, einen Fehlanreiz dahingehend zu schaffen, vom reinen Nominalprinzip abzuweichen und eine verwässerte Lösung anzustreben, auch wenn dies für direkte und indirekte Anbieter von sozial-ökologischen Geldanlagen deutlich mehr Spielraum nach Quantität und Qualität der Geldanlagen lassen würde: Bei der Erfüllung/Einhaltung der Kriterien würden dann so genannte **Schwellenwerte** eingesetzt, die es erlauben, dass ein Kriterium nicht vollständig erfüllt sein muss (vgl. Kapitel 4.1.2).

Ebenso **ungeeignet** für einen Mindeststandard sind Verfahren des **Scoring**, also einer gewichteten Zusammenfassung von Einzelmerkmalen. Selbiges gilt sinngemäß für den Transfer solcher Scores in eine Reihenfolge, ein **Ranking** oder eine „Hitliste“ gemäß „**best in class**“: Die mit der Gewichtung der Einzelkriterien selbst und zusätzlich mit dem Ranking ausgedrückte relative Bewertung führt im Vergleich zum Nominalprinzip zu deutlich mehr Freiheitsgraden in der Einschätzung zu „Sozial“ und „Ökologisch“. Jetzt sind nicht mehr nur einzelne Schwellenwerte möglich (siehe oben), sondern auch gegenseitige „Verrechnungen“ zwischen einzelnen oder allen Kriterien. Die „Verbotsliste“ eines Negativfilters oder die „Gebotsliste“ eines Positivfilters generieren dann möglicherweise nur noch ein blasses „Etikett“. Bewertungen zu „Sozial“ und „Ökologisch“ lassen sich kaum noch nachvollziehen, wenn soziale/gesellschaftliche Aspekte mit ökologischen Kriterien gegenseitig oder jeweils untereinander verrechnet werden. Zudem ist ein Negativanreiz niedriger Benchmarks keineswegs ausgeschlossen, insbesondere dann, wenn eher oligopolistische statt atomistische Marktstrukturen vorliegen sowie wenn Informationsasymmetrien und/oder Behavioral Biases vorhanden sind, also typische Strukturen der Retail-Finanzmärkte vorliegen.

So sehr man sich ggf. eine einfache und einzige „Kennziffer“ wünschen mag, so sehr weiß man schon lange aus der Welt der konventionellen Finanzprodukte, dass eine solche nicht zielführend sein kann und eine Verrechnung verschiedener Anforderungskategorien oder Einzelkriterien grundsätzlich keinen Sinn ergibt.<sup>179</sup> Ganz abgesehen von der aus der Behavioral Finance bekannten Problematik, dass solche Ansätze eine transparente, einfach nachvollziehbare Informations- und Entscheidungsgrundlage bestenfalls privaten Investoren mit Expertenstatus zur Verfügung stellt. Der großen Mehrheit der Retail-Investoren wird damit eher Schaden entstehen, auch wenn solcher nicht sofort spürbar werden muss.<sup>180</sup>

Diese Einschätzung ändert sich auch nicht durch eine weitere Komplexitätsstufe, das **Rating**. Im Gegenteil, für einen Mindeststandard erscheint diese Methode **noch weniger geeignet**, weil durch die Intervallbildung („Schublade“), also eine weitere Informationsaggregation, eine fortgesetzte „Verrechnung“ oder Vermischung von Einzelaspekten nahezu unkontrollierbar vorgenommen wird.

Im Rahmen der Auswahl der Einzelkriterien ist schließlich zu beachten, dass die gesamte **Wertschöpfungskette** einbezogen wird, gerade auch bei nationalen und internationalen Intermediationsketten. Nicht nur die Erzeugung und Weiterverarbeitung, sondern auch Distribution und Entsorgung sind umfassend in ökologischer und/oder sozialer Hinsicht zu berücksichtigen.

Abschließend werden im Folgenden einzelne ökologische oder soziale/gesellschaftliche Kriterien genannt, die für einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen grundsätzlich geeignet erscheinen. Zu beachten ist dabei, dass es nicht zur Aufgaben-

---

<sup>179</sup> Oehler 2013f, 2013g, 2013h.

<sup>180</sup> Oehler 2013f, 2013g, 2013h.

stellung der Studie gehört, einen Kriterienkatalog vorzuschlagen. Die nachstehenden, **beispielhaft** genannten Kriterien dienen also lediglich deskriptiv der Erläuterung des Vorgehens (zur Problematik der Überschneidung der Kriterien vgl. Kapitel 3.2).

- Beispiele vornehmlich ökologischer Kriterien:
  - keine Verwendung von Strom aus Atomkraftwerken und/oder von Stromanbietern, die Greenwashing (durch Handel mit Emissionszertifikaten) betreiben;
  - Einhaltung der Kriterien für das EU-Biosiegel, z.B. hinsichtlich des Einsatzes von Düngemitteln oder Pestiziden;
  - ...
  
- Beispiele vornehmlich sozialer/gesellschaftlicher Kriterien:
  - Entlohnung liegt mindestens x Prozent über dem gesetzlich (ggf. auch: tarifvertraglich?) festgelegten Mindestlohn;
  - das höchste im Unternehmen gezahlte Gehalt ist nicht höher als das y-fache des niedrigsten im Unternehmen gezahlte Gehalt;
  - gleicher Lohn / gleiches Gehalt unabhängig von Teilzeit-/Vollzeitbeschäftigung und unabhängig vom Geschlecht (keine Abschläge durch Aufteilung von Vollzeit- in Teilzeitstellen);
  - Leiharbeitsverträge mit einer Person insgesamt nicht länger als z Monate;
  - mindestens w Prozent der Führungskräfte sind weiblich;
  - ...
  
- Beispiele gleichermaßen ökologischer und sozialer/gesellschaftlicher Kriterien:
  - mindestens x Prozent Unterschreitung von Grenzwerten (Obergrenzen) bzw. mindestens y Prozent Überschreitung von Grenzwerten (Unter-/Mindestgrenzen) bzgl. Luft, Wasser, Boden, Fauna und Flora;
  - keine Dienstwagen jenseits der Kompaktklasse oder Verbrauch nicht höher als z Liter pro 100 km;
  - Nutzung von Carpools und/oder ÖPNV;
  - Kantinenversorgung ausschließlich mit Lebensmitteln, die das EU-Biosiegel aufweisen;
  - ...

## In der Kürze ...

### 5 Anforderungen an einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen (SÖG) in der Praxis

- Ein Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen könnte für private Retail-Investoren eine wichtige Entscheidungshilfe sein, Aspekte ihrer Geldanlage einzuschätzen, die sie im Detail meist selbst nicht beurteilen können oder wollen. Es geht um eine **signifikante Senkung des Informationsaufwandes** und eine **überprüfbare** Qualitätskennzeichnung der Vertrauenseigenschaften im Sinne einer festgelegten **Mindestqualität**.
- Um dieser Idee eine Realisierungschance zu geben, bedarf es einiger weniger **Basisanforderungen**: Identifizierung (wer?), Verifizierung (nachprüfbar?), Relevanz (maßgeblich?) und, sofern kein staatlicher Mindeststandard und/oder Label vorliegt, Unabhängigkeit. Während die Identifizierung, die Verifizierung und die Unabhängigkeit weitgehend die Regulierung im Sinne von Vollzug, Kontrolle und Aufsicht betreffen (s.u.), bezieht sich die Anforderung der Relevanz im Kern auf die inhaltlichen Anforderungen an die Ausgestaltung eines Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen.
- Ausgehend von der Perspektive privater deutscher Investoren des Retail-Segments in dieser Studie erscheint es naheliegend, von der Position in Deutschland, inkl. der geltenden Rechtslage der Europäischen Union, auszugehen. Dies würde bedeuten, dass die gegebene, insb. **rechtliche Situation in Deutschland** nicht Bestandteil, sondern **Voraussetzung** oder Basis eines zu entwickelnden Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen ist.
- Mit der Auswahl der Einzelkriterien im Rahmen eines demokratischen Willensbildungsprozesses ist in der Regel unmittelbar eine Bewertung der Gesamtschar der Einzelkriterien verbunden. Eine transparente und gut nachvollziehbare Vorgehensweise wählt dabei eine **Mindestqualität** in dem Sinne, dass bestimmte Einzelkriterien definitiv erfüllt sein müssen (**Nominalprinzip**). Zudem vermeidet ein solches Vorgehen die Vielzahl der Einschränkungen relativer Bewertungen wie sie z.B. aus Gebrauch und Missbrauch von Renditekennziffern bekannt ist. Die hierbei gewählten Kriterien stellen **Mindestkriterien** dar, deren Nicht-Einhaltung/-Erfüllung zu einer Ablehnung der Investments als sozial-ökologisch im Sinne der Definition des Mindeststandards und damit zur Nicht-Vergabe des Gütesiegels führen würde. Schwellenwerte sind dabei genauso ungeeignet wie Verrechnungen und Vermischungen via Scoring, Ranking oder Rating.
- Im Rahmen der Auswahl der Einzelkriterien ist schließlich zu beachten, dass die gesamte **Wertschöpfungskette** einbezogen wird, gerade auch bei nationalen und internationalen Intermediationsketten. Nicht nur die Erzeugung und Weiterverarbeitung, sondern auch Distribution und Entsorgung sind umfassend in ökologischer und/oder sozialer Hinsicht zu berücksichtigen.
- Die Erörterung der Einführung eines Siegels zusätzlich zu einem Mindeststandard kann zu Zweifeln anregen, ob die Einführung eines Gütesiegels zur gezielten, klaren und vereinfachenden Verbraucherinformation zu sozial-ökologischen Geldanlagen überhaupt notwendig ist oder sogar zu Fehlinformationen führen könnte (verleitet Verbraucher das Signalisieren der Mindestqualität mit einem Etikett „sozial-ökologisch“ dazu, so gekennzeichnete Finanzprodukte als grundsätzlich „geeignet“, „passend“ oder „gut“ wahrzunehmen?). Für diese Studie sind solche Argumente ernst zu nehmen und abzuwägen mit dem möglichen Nutzen der Signalisierung durch ein Gütesiegel. Ein Siegel „sozial-ökologische Geldanlage“ dient ja grundsätzlich dazu, eine gut verständliche Verbraucherinformation herbeizuführen, um gerade Irreführung und Wildwuchs zu vermeiden. In einer solchen Abwägung wird für die vorliegende Studie davon ausgegangen, dass unter Beachtung der hier formulierten Anforderungen der Nutzen durch die Orientierungshilfe überwiegt und Reputation im Markt für sozial-ökologische Geldanlagen aufbauen hilft. Eine Vermischung mit wirtschaftlichen Aspekten sollte in dem Sinne vermieden werden, dass sozial-ökologisch („nachhaltig“) von Verbrauchern als „geeignet“ oder „gut“ missverstanden werden kann, ohne dass z.B. eine Risikoprüfung stattgefunden hat. Darauf ist zu achten, wenn ein Siegel auf der Basis eines Mindeststandards eingeführt wird: Kein Siegel „nachhaltig“, sondern – wenn – ein Siegel „sozial-ökologisch“. In diesem Kontext bleibt zentral und grundlegend, dass die verständliche und vergleichbare Kennzeichnung von allen Finanzprodukten, insbesondere für wesentliche Risiken, für die erwartete Wertentwicklung sowie für die Geeignetheit, besteht und kontrolliert wird.

## 6 Gütesiegel für sozial-ökologische Geldanlagen: Vorschläge für die Regulierung (Vergabezeiträume, Kontrollen und Aufsicht)

Im Rahmen dieses abschließenden inhaltlichen Kapitels der Studie ist nun noch zu klären, wer auf welcher demokratisch legitimierten Basis welche Kriterien für einen Mindeststandard definiert und wer für die konkrete Vergabe des Gütesiegels sowie die Überprüfung der Einhaltung der Mindestqualität samt notwendiger Sanktionen verantwortlich zeichnet. Hierbei ist im Lichte der geführten Diskussion vor allem auch darauf zu achten, dass nicht nur die potentielle Senkung des Informationsaufwands für die Retail-Investoren realisiert werden kann, sondern auch eine überprüfbare Vertrauenswürdigkeit der sozial-ökologischen Kennzeichnung geschaffen wird.

Um einen verbindlichen Mindeststandard zu setzen, wären die auf Basis der Erörterung in den Vorkapiteln zu wählenden sozialen und/oder ökologischen Kriterien in einem **demokratischen Willensbildungsprozess** (Parlament, Legislative) als Mindestkriterien festzuschreiben. Wie bereits im Vorkapitel ausgeführt, fußt ein solcher Mindeststandard auf der Voraussetzung der Geltung und Einhaltung der rechtlichen Bestimmungen in Deutschland. Der Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen stellt somit in rechtlicher Hinsicht eine zweite Stufe dar. In ökonomischer Perspektive gilt dies ebenso, wie die Diskussion zu einem angeblich notwendigen „Renditeverzicht“ gezeigt hat (vgl. Abbildung 6 unten). Die Einhaltung rechtlicher Rahmenbedingungen und die ökonomischen Grundrelationen stellen eine selbstverständliche Anforderung dar und sie sollten daher nicht Gegenstand eines Labels werden.<sup>181</sup> Eine ausreichende Identifizierung als staatlicher Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen analog zum Bio-Siegel für Lebensmittel ist damit gewährleistet.

Ausgehend von dieser Grundlage wäre zunächst grundsätzlich zu entscheiden, ob eine **konzeptionelle Neuentwicklung** unter Nutzung der z.B. in dieser Studie und der verfügbaren Literatur dokumentierten Überlegungen angestrebt werden soll, oder eher eine Weiterentwicklung eines oder mehrerer bestehender Kennzeichnungen von Anbietern im engeren oder weiteren Sinne (vgl. Kapitel 3.1). Die bisherige Analyse und auch die Einnordung der Aktivitäten vorhandener Akteure hat gezeigt, dass die notwendigen Bedingungen und Anforderungen an einen Mindeststandard, insbesondere z.B. hinsichtlich der Klarheit und Nachvollziehbarkeit mittels Nominalprinzip, in keinem Praxis-System existieren. Insofern stellt sich die Frage nach der Weiterentwicklung vorhandener Systeme in diesem Sinne nicht, wenngleich die Akteure im Sinne der Partizipation (siehe unten) einbezogen werden sollten.

Aber auch unabhängig von diesem Befund sprechen eine Reihe von Argumenten für eine konzeptionelle Neuentwicklung, wenn ein staatlicher Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen eingeführt werden soll. Zunächst wird auf diese Weise die notwendige Unabhängigkeit gewährleistet, die vor allem hinsichtlich des Ziels der hohen Vertrauenswürdigkeit zentrale Bedeutung hat. Der möglicherweise höhere Aufwand im Vergleich zur denkbaren Weiterentwicklungsoption bestehender Systeme wird schnell dadurch kompensiert, dass Verwechslungen vermieden werden (z.B. auch mit dem eher auf ökologische Aspekte angelegten Blauen Engel) und ein Zeichen der Neuigkeit und ein damit verbundener Aufmerksamkeitsgrad erreichbar scheinen. Zudem können vorhandene Methoden und Techniken problemlos genutzt werden. Formal und rechnerisch stiege durch eine Neuentwicklung zwar die auch in dieser Studie beklagte Labelvielfalt um 1, jedoch wird dies unverzüglich und nachhaltig durch die deutlich reduzierte Informationsnotwendigkeit und die Vertrauenswürdigkeit eines staatlichen Basislabels kompensiert (Mindeststandard; vgl. Einführung Bio-Siegel). Insofern erscheinen die Argumente einer Ablehnung einer Neukonzeption im Falle der Schaffung eines Mindeststandards wenig schlüssig und kon-

---

<sup>181</sup> Vgl. auch Bauhus et al. 2012, 14.

sequent,<sup>182</sup> nicht nur, wenn man ganz pragmatisch an die erfolgreiche<sup>183</sup> Einführung des Bio-Siegels für Lebensmittel denkt.

Auf dieser Grundlage beschäftigen sich die weiteren Ausführungen mit den **prozeduralen Anforderungen** eines Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen im Sinne eines kybernetischen Regelkreises. Hierzu gehören die **Partizipation** und Evidenzbasierung (ex ante) im demokratischen Standardsetzungsprozess (Identifikation, Zielsetzung und Entscheidung zu kriteriengestützten Maßnahmen), die unabhängige Überprüfung/**Aufsicht** mit Vollzug/Sanktionierung in der praktischen Umsetzung im Verbraucheralltag (**Kontrolle** der Zielerreichung, Evidenzbasierung ex interim) sowie die Vorsorge für **Weiterentwicklungen/Veränderungen** (Zielanpassung und Evidenzbasierung ex post).<sup>184</sup>

### **Partizipation und Evidenzbasierung ex ante**

Die Erarbeitung und Entscheidung des Mindeststandards sozial-ökologischer Geldanlagen sollte durch eine Partizipation der verschiedenen **Anspruchsgruppen** geprägt sein. Hierdurch besteht die Chance, nicht nur Kompetenz und Erfahrungen einzubinden, sondern auch eine hohe Akzeptanz zu erreichen. Um eine möglichst gute Akzeptanz der Verbraucher zu erreichen, sollte die Möglichkeit der **Verbraucherbeteiligung** eingeräumt werden. Die Gestaltung sollte einen möglichst hohen **Realitätsbezug** aufweisen und die Phänomene und Verhaltensweisen erfassen, die aus Sicht der verschiedenen verbraucherpolitischen Akteure eine besonders hohe Relevanz für die Gestaltung der Realität haben. Zu den Stakeholdern gehören grundsätzlich neben dem Staat selbst und seinen Einrichtungen (GOs) in der Rolle als Regelsetzer (Legislative) und als Exekutive (inkl. Aufsicht, ggf. auch inkl. der selbst geschaffenen Institutionen wie dem RNE) sowie als Judikative insbesondere die Folgenden (vgl. auch Kapitel 3.1 und die Abbildung 1):

- Finanzintermediäre i.e.S. (Banken, Sparkassen, Fonds, Versicherungen etc.),
- Finanzintermediäre i.w.S. (Informations- und Bewertungsplattformen wie Rating- und Research-Agenturen, Vergleichsportale etc., z.B. Oekom research AG; imug (Institut für Markt-Umwelt-Gesellschaft), IÖW (Institut für ökologische Wirtschaftsforschung), Sustainalytics),
- mögliche supranationale Institutionen (z.B. UN PRI Initiative initiiert durch die UNEP Finance Initiative),
- Nichtregierungs-Organisationen (NGOs) in Form Stakeholder-gruppenübergreifender Lobby-Gruppen wie Eurosif (European Sustainable Investment Forum) oder CRIC (Corporate Responsibility Interface Center, Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage; auf der Basis des FHL (Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden), Projektgruppe Ethisch-Ökologisches Rating),
- Lobby-Gruppen der Anbieterseite (Verbände etc.; z.B. EFFAS/DVFA, ÖVFA; FNG (Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V.; als Anbietergruppe Mitglied in Eurosif, s.o.); BEI (Banking Environment Initiative) oder VfU (Verein für Umweltmanagement und Nachhaltigkeit in Finanzinstituten e.V.) und
- Lobby-Gruppen der Verbraucherseite (Verbände, Verbraucherzentralen etc.; z.B. vzbv, EcoTopTen des Öko-Instituts) sowie

<sup>182</sup> Vgl. z.B. die konträre Argumentation in Öko-Institut 2009, Kap. 6.3.

<sup>183</sup> Vgl. z.B. Konrad/Scheer 2010, 191/2.

<sup>184</sup> Oehler 2011b; zur leicht abweichenden Verwendung des Begriffs der Evidenzbasierung vgl. Oehler 2012g und Oehler/Kenning 2013 sowie die dort zitierte Literatur.

- unabhängige Institutionen wie die Stiftung Warentest (ggf. auch die ISO oder die GRI (Global Reporting Initiative)).

## Umsetzung und Vergabe

Neben einer notwendigen Definition einer **Gültigkeitsdauer** von hier vorgeschlagenen 1 oder 2 Jahren aufgrund des raschen Wandels im Investmentbereich sollten grundsätzlich auch Update-Prüfungen mit nachfolgender Kennzeichnungsfortsetzung überlegt werden. Zur Umsetzung und Vergabe bedarf es transparenter und klarer Verfahrensregeln,<sup>185</sup> sowohl im Prozess der Erstvergabe, als auch bei möglichen **Updates**. Dabei ist zum einen an das hohe Gut der Vertrauenswürdigkeit des staatlichen Mindeststandards zu denken, aber auch an eine Praktikabilität in der Anwendung aus Sicht der Prüfer sowie der Antragsteller und Nutzer. Es ist umfassend sicherzustellen, dass die Umsetzung und **Vergabe** rechtlich und ökonomisch vollständig getrennt von den potentiellen Nutzern des Mindeststandards stattfindet. Die konsultative Einbeziehung von Anspruchsgruppen sollte sich im Wesentlichen auf den konzeptionellen Entwicklungsprozess (siehe oben) sowie eine Evaluation (siehe unten) beschränken und allen Anspruchsgruppen offen stehen, also Anbietern wie Retail-Investoren und Verbraucherorganisationen gleichermaßen.

Im Rahmen der Neueinführung des Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen kann überlegt werden, Anbietern übergangsweise für einen kurzen Zeitraum von bis zu 2 Jahren zu gestatten, ein Label „in der Umstellung“ zu nutzen, wie es z.B. aus dem ökologischen Landbau bekannt ist. Dazu bedürfte es jedoch ebenso staatlich festgelegter Verfahrensregeln genannter Prägung und Ausgestaltung, die sicherstellen sollen, dass der Mindeststandard unverwechselbar nur für Investments vergeben wurde und wird, die die definierten Kriterien eindeutig erfüllen.

## Überprüfung/Sanktionierung und Evidenzbasierung ex interim und ex post

Im Kontext staatlicher Label kann mit Bauhus et al. 2012 zwischen solchen mit und ohne Zertifizierungssystem unterschieden werden.<sup>186</sup> Bei den Erstgenannten erfolgt die Prüfung der Rechtmäßigkeit der Angaben im Rahmen der hoheitlichen Überwachung (z.B. Herkunftsland bei Lebensmitteln durch Lebensmittelüberwachung) sowie des Gesetzes gegen den unlauteren Wettbewerb (UWG). Bei staatlichen Labeln mit Zertifizierung wird die Prüfung komplett durch den Staat vorgenommen (z.B. Bio in Dänemark), in anderen Fällen übernimmt der Staat die Aufgaben der Standardsetzung und der Systemaufsicht, überlässt die Vor-Ort-Kontrolle jedoch privatwirtschaftlichen Zertifizierern (z.B. Bio in Deutschland). Anknüpfend an die Argumentation zur konzeptionellen Neuentwicklung erscheint es geboten, ein **System mit Zertifizierung** einzuführen. Dies erschließt sich auch aus dem Explizieren der zugrunde gelegten Mindestkriterien und der damit verbundenen Vertrauenswürdigkeit, die ein Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen bewirken soll, und unterstreicht die hohe Bedeutung, die der Staat einer entsprechenden Umsetzung und Akzeptanz beimisst. Dabei bleiben an dieser Stelle Zweifel, ob in diesem Sinne tatsächlich eine privatwirtschaftliche Zertifizierung zielführend ist oder ob es nicht geeigneter erscheint, eine eigene unabhängige Institution damit zu beauftragen, ggf. hilfsweise und mit klaren Vorgaben und einer umfassenden (finanziellen, personellen) Ausstattung die bestehende Stiftung Warentest. Denkbar ist aber grundsätzlich auch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, die dabei eine Prüfpflicht erhalten sollte, nach der auch ohne Antragstellung Dritter eine Einhaltung des Mindeststandards jenseits von Stichproben zu überwachen ist. Zusätzlich kann auf Antrag Dritter eine Überprüfung ausgelöst

<sup>185</sup> Vgl. hierzu auch Konrad/Scheer 2010, Kap. 5 und Öko-Institut 2009, Kap. 6.

<sup>186</sup> Bauhus et al. 2012, 5.

werden, wenn individuelle oder kollektive Interessen berührt sind. Zu Dritten gehören neben staatlichen Organen und Behörden z.B. einzelne Verbraucherzentralen, der Verbraucherzentrale Bundesverband, die Stiftung Warentest, Schiedsstellen oder Ombudsleute und vergleichbare Institutionen. In einem solchen Verfahren dürfte es sinnvoll sein, eine Kennzeichnungspflicht jenseits eines Labels auch in der Form eines Key Investor Documents oder Produktinformationsblattes zu regulieren, selbstverständlich für alle Formen der sozial-ökologischen Geldanlagen, nicht nur für solche gemäß Wertpapierhandelsgesetz.<sup>187</sup>

Die Konzeption des Mindeststandards sollte regelmäßig, aufgrund der hohen Veränderungsgeschwindigkeit spätestens alle 4 Jahre zumindest in den stark veränderlichen Kriterienausprägungen, einer regelmäßigen **Evaluation unter Beteiligung der relevanten Anspruchsgruppen** der Anbieter und Verbraucherseite sowie unabhängiger Dritter unterworfen werden. Dies sichert nicht nur eine notwendige **Offenheit** für neue praktische oder theoretische Erkenntnisse, sondern gewährleistet auch eine hohe **Aktualität** des Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen.

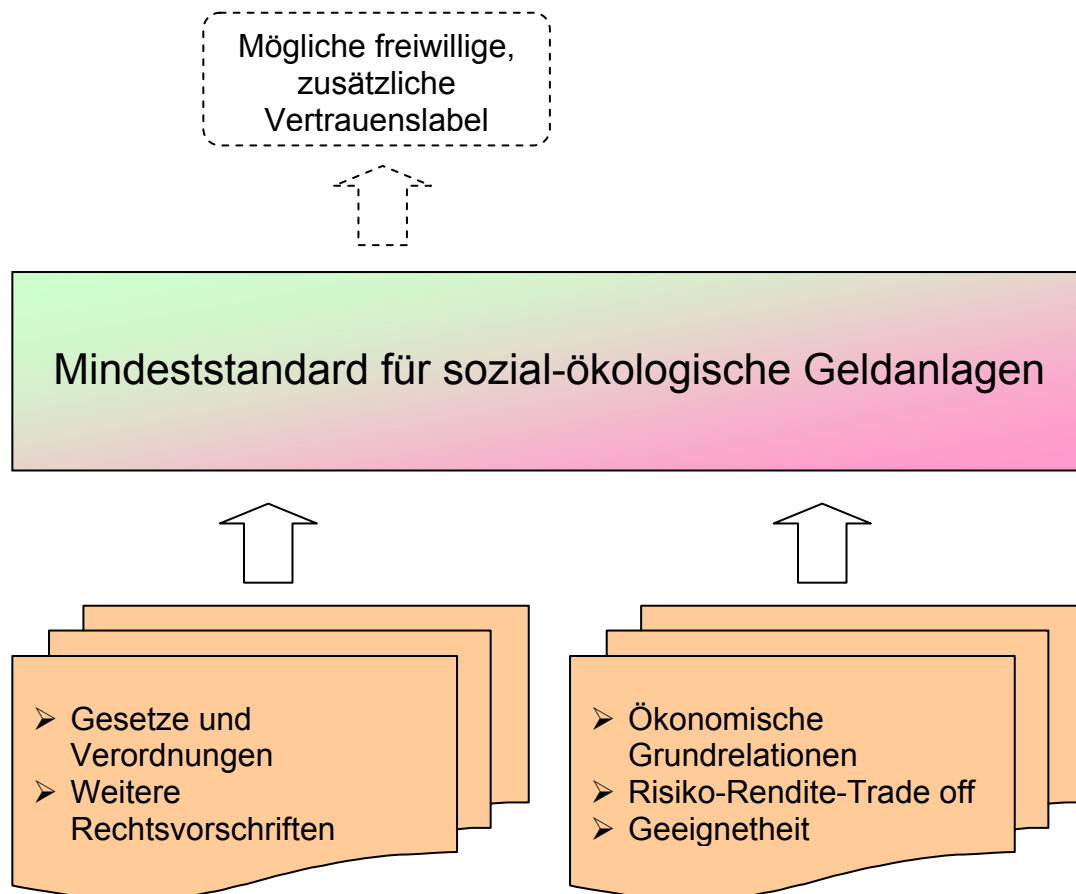


Abbildung 6: Konzeption eines Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen (Quelle: eigene Darstellung)

Jenseits eines so konzipierten und eingesetzten Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen sollte im Grundverständnis einer sozialen Marktwirtschaft die Möglichkeit bestehen, zusätzliche freiwillige Vertrauenslabels zu sozialen/gesellschaftlichen und/oder ökologischen Kriterien privatwirtschaftlich zu initiieren und zu vermarkten (beispielsweise

<sup>187</sup> Oehler 2012e, 2012f.



analog zur Lebensmittelkennzeichnung von Bioland oder demeter). Um eine hohe Akzeptanz und Vertrauenswürdigkeit des Mindeststandards selbst nicht zu gefährden, aber auch aus grundsätzlichen Überlegungen zu Gebrauch und Missbrauch von Vertrauenslabels, sollten dann aber von Anfang an klare Regeln beachtet werden, die hier in Anlehnung an die Stellungnahme zu Vertrauenslabels der Verbraucherkommission Baden-Württemberg abgeleitet werden. Unter diesen Anforderungen kann dann an dieser Stelle offen bleiben, ob es für solche freiwilligen, privatwirtschaftlichen Kennzeichnungen jenseits des Mindeststandards sinnvoll und möglich ist, mit den zumindest zweifelhaften Methoden des Scoring, Ranking und Rating zu arbeiten (vgl. Kapitel 4.1.2).<sup>188</sup>

- Klare Kennzeichnung der das Label vergebenden Institution (Labelgeber).
- Transparenz der Kriterien und Methoden.
- Relevanz der Kriterien für die behauptete Produktqualität (hier: sozial-ökologisch).
- Wirksame und unabhängige Kontrolle der behaupteten Kriterienerfüllung, inkl. Sanktionen bei Nicht-Einhaltung und/oder Irreführung.
- Klare Abgrenzung zum Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen.
- Klare Abgrenzung zu den rechtlichen Anforderungen, die ohnehin gelten.
- Transparenz hinsichtlich rechtlicher, ökonomischer und insbesondere finanzieller Beziehungen zwischen Labelnehmer und Labelgeber.

---

<sup>188</sup> VK BW, 18.2.2011, 3; vgl. auch Öko-Institut 2009, Kap. 6.

## In der Kürze ...

### 6 Regulierung?!

- Um einen verbindlichen Mindeststandard zu setzen, wären die zu wählenden sozialen und/oder ökologischen Kriterien in einem **demokratischen Willensbildungsprozess** (Parlament, Legislative) als Mindestkriterien festzuschreiben. Die Einhaltung rechtlicher Rahmenbedingungen und die ökonomischen Grundrelationen stellen eine selbstverständliche Anforderung dar und sie sollten daher nicht Gegenstand eines Labels werden.
- Eine **konzeptionelle Neuentwicklung** ist anzustreben: Die Analysen in dieser Studie zeigen, dass die notwendigen Bedingungen und Anforderungen an einen Mindeststandard, insbesondere z.B. hinsichtlich der **Klarheit und Nachvollziehbarkeit** mittels Nominalprinzip, in keinem Praxis-System existieren. Durch eine konzeptionelle Neuentwicklung wird die notwendige Unabhängigkeit gewährleistet, die vor allem hinsichtlich des Ziels der **hohen Vertrauenswürdigkeit** zentrale Bedeutung hat. Der möglicherweise höhere Aufwand im Vergleich zur denkbaren Weiterentwicklungsoption bestehender Systeme wird schnell dadurch kompensiert, dass Verwechslungen vermieden werden und ein Zeichen der **Neuigkeit** und ein damit verbundener **Aufmerksamkeitsgrad** erreichbar scheinen (vgl. erfolgreiche Einführung Bio-Siegel).
- Auf dieser Grundlage gehören zu den prozeduralen Anforderungen an einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen die Partizipation und Evidenzbasierung (ex ante) im demokratischen Standardsetzungsprozess (Identifikation, Zielsetzung und Entscheidung zu kriteriengestützten Maßnahmen), die unabhängige Überprüfung/Aufsicht mit Vollzug/Sanktionierung in der praktischen Umsetzung im Verbraucheralltag (Kontrolle der Zielerreichung, Evidenzbasierung ex interim) sowie die Vorsorge für Weiterentwicklungen/Veränderungen (Zielanpassung und Evidenzbasierung ex post).
- Jenseits eines so konzipierten und eingesetzten Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen sollte im Grundverständnis einer sozialen Marktwirtschaft die Möglichkeit bestehen, zusätzliche freiwillige Vertrauenslabels zu sozialen/gesellschaftlichen und/oder ökologischen Kriterien privatwirtschaftlich zu initiieren und zu vermarkten. Um eine hohe Akzeptanz und Vertrauenswürdigkeit des Mindeststandards selbst nicht zu gefährden, aber auch aus grundsätzlichen Überlegungen zu Gebrauch und Missbrauch von Vertrauenslabels, sollten dann aber von Anfang an klare rechtliche Regeln beachtet werden. Unter diesen Anforderungen kann dann an dieser Stelle offen bleiben, ob es für solche freiwilligen, privatwirtschaftlichen Kennzeichnungen jenseits des Mindeststandards sinnvoll und möglich ist, mit den zumindest zweifelhaften Methoden des Scoring, Ranking und Rating zu arbeiten.

## 7 Fazit, Schlussfolgerungen und Ausblick

Eingangs dieser Studie wurde aufgrund der Befunde der wissenschaftlichen wie auch der praxisorientierten Literatur die Frage angesprochen „Ethical investment: whose ethics, which investment?“<sup>189</sup>. Was genau darunter zu verstehen ist, kann heute jeder Anbieter von Anlageleistungen im Einzelfall weitgehend selbst definieren und kennzeichnen. Die damit verbundene und mit anderen Finanzdienstleistungen eng verwandte Problemstellung ist daher nicht überraschend, nämlich die Frage nach der Qualität solcher Informationen, in der ganzen Bandbreite von der Verständlichkeit bis hin zur Validität. Es fehlt bisher ein gesetzlich definierter Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen wie diese beispielweise bei Bio-Lebensmitteln existieren. Die Aufforderung scheint also klar und eindeutig zu sein: „Keeping ethical investment ethical: Regulatory issues for investing for sustainability“<sup>190</sup>.

Aufgabenstellung und Ziel dieser Studie ist es daher, mit Fokus auf **private Investoren** des Retail-Segments zu diesen und weiteren Fragen **Anforderungen an einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen** abzuleiten und zu erörtern, ausgehend von Instrumenten zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen in der Praxis und einer Aufarbeitung und Zusammenführung bisheriger Forschungsergebnisse. Ein solcher Mindeststandard würde eine **Mindestqualität** hinsichtlich sozial-ökologischer Kriterien bescheinigen und kann im Rahmen der Kennzeichnung in die Vergabe eines **Gütesiegels** münden. Entsprechend sind damit Vorschläge für Vergabezeiträume, Zertifikatskontrollen und Aufsichtswesen zu verbinden.

In der Studie wurde zunächst der „**Markt**“ für **sozial-ökologische Geldanlagen** auf Grundlage vorhandener Daten und Statistiken beleuchtet und dabei insbesondere auf die eher heterogenen Befunde hinsichtlich Volumen und Marktanteil eingegangen (Kapitel 2). An dieser Stelle zeigte sich aufgrund der offensichtlichen Zahlenverhältnisse, dass es nicht seriös wäre, Prozentangaben zum Wachstum zu referieren, weil allein schon der Basiseffekt desinformierend wirkte. Mit dem hier relevanten Fokus auf Retail-Investoren lässt sich am ehesten von einem „wachsenden Pflänzchen“ sprechen. Positiv formuliert erscheint es also rechtzeitig genug, einen Mindeststandard vorzugeben, um mehr Dynamik zu erzeugen und das Momentum zu erhalten. Im Anschluss an diese Markt-Analyse wurde in Kapitel 3 der **Stand der wissenschaftlichen Diskussion zu sozial-ökologischen Geldanlagen** erörtert. Dabei ließ sich, aufbauend auf grundsätzlichen Ausführungen zu Intermediations- und insbesondere Anlageleistungen, eine Kategorisierung und Einordnung verschiedener Akteure und Anspruchsgruppen im Markt und detailliert eine notwendige definitorische Grundlegung vornehmen. Zudem konnten auf dieser Basis die eher heterogenen und teilweise unsortiert wirkenden Ansätze in der Literatur eingeordnet und in einer Gesamtschau erörtert werden.

Ausgehend von der begründet gesetzten Definition, **ethisches Verhalten** umfasse das „**soziale**“ und „**ökologische**“, also das Arbeitsumfeld und die Arbeitsbedingungen („sozial“) bis hin zu gesellschaftlichen Aspekten („social“, eigentlich „societal“) einerseits und die Umwelt im weitesten Sinne inklusive Wasser, Luft, Boden, Fauna (inkl. Tierschutz/-rechte) und Flora („ökologisch“), konnte gezeigt werden, dass sich allein hieraus sehr umfassende Kriterienkataloge oder -bündel zuordnen lassen, die grundsätzlich separat analysiert und bewertet werden könnten. Die weitere Diskussion erhärtete sehr rasch den Verdacht, dass die klassischen ökonomischen Kriterien wie Risiken, erwartete Wertentwicklung abzüglich aller Kosten, Verfügbarkeit sowie ggf. Portfolioeffekte weniger als konkurrierende und parallele Kriterien zu verstehen sind. Vielmehr konnte gezeigt werden, dass sozial-ökologisch nicht aus der Schnittmenge in der Trias aller Kriterien zu definieren

---

<sup>189</sup> Sparkes 2001.

<sup>190</sup> Richardson 2009.

ist, sondern der ökonomische Fokus keine Besonderheit darstellt und in der Folge nicht eine Trias, sondern eine Zweisamkeit der Kriterien für die Entwicklung eines Mindeststandards relevant ist. Im Rahmen der Erörterung der Anforderungen an einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen genügt also die Zweisamkeit ökologischer und/oder sozialer Kriterien vollkommen. Sozial-ökologische Geldanlagen wären dementsprechend durch die ökologischen und/oder sozialen (inkl. gesellschaftlichen) Kriterien repräsentiert, nicht jedoch durch eine Besonderheit im ökonomischen Sinne, da von **denselben Risiko-Rendite-Relationen wie für konventionelle Geldanlagen** auszugehen ist.

Die ausführliche Analyse und Diskussion der Instrumente zur Bewertung sozial-ökologischer Geldanlagen in der Praxis und ihrer Akteure (Kapitel 4) umfasste neben der Erörterung verschiedener **Ansätze zur Auswahl einzelner Kriterien** (Verbote, Gebote, Mix) auch die Diskussion der Vorgehensweisen, die deren **Bewertung** vornehmen (Nominalprinzip, Scoring, Ranking/„best in class“, Rating), wobei insbesondere auch auf für private Anleger („retail investors“) relevante Beurteilungskriterien eingegangen wurde (Transparenz, Verständlichkeit, Vergleichbarkeit sowie Funktionsweise, Risiken etc.). Ausgangspunkt war die Erkenntnis, dass eine transparente und gut nachvollziehbare Vorgehensweise eine Mindestqualität in dem Sinne wählt, dass bestimmte Einzelkriterien definitiv erfüllt sein müssen. Ein solches **Nominalprinzip** erlaubt eine gut verständliche, für private Investoren leicht einzuschätzende Informations- und Entscheidungssituation insbesondere dann, wenn die Zahl der relevanten Einzelkriterien überschaubar gehalten wird. Das Nominalprinzip stellt eine absolute Bewertung zur Verfügung und **vermeidet die Vielzahl der Einschränkungen relativer Bewertungen, wie sie z.B. aus Gebrauch und Missbrauch bei Scoring und Rating bekannt sind**.

Die weitere Praxisanalyse zeigt dann, dass andererseits der Anreiz besteht, vom reinen Nominalprinzip abzuweichen und eine verwässerte Lösung anzustreben, die für direkte und indirekte Anbieter von sozial-ökologischen Geldanlagen deutlich mehr Spielraum nach Quantität und Qualität der Geldanlagen lässt. Bei der Erfüllung/Einhaltung der Kriterien werden dabei so genannte Schwellenwerte eingesetzt, die es erlauben, dass ein Kriterium nicht vollständig erfüllt sein muss: z.B. ein „bisschen Rüstung“ oder ein „bisschen Kinderarbeit“. Die mit der Gewichtung der Einzelkriterien beim Scoring selbst und zusätzlich mit einem Ranking ausgedrückte relative Bewertung führt im Vergleich zum Nominalprinzip zu deutlich mehr Freiheitsgraden in der Einschätzung des Sozialen und Ökologischen. Jetzt sind nicht mehr nur einzelne Schwellenwerte möglich, sondern auch gegenseitige „Verrechnungen“ zwischen einzelnen oder allen Kriterien. Die „Verbotsliste“ eines Negativfilters oder die „Gebotsliste“ eines Positivfilters generieren dann möglicherweise nur noch ein blasses „Etikett“, wenn z.B. ein „bisschen Kinderarbeit“ („sozial“) mit etwas mehr Verzicht auf „grüne Gentechnik“ beim Saatgut („ökologisch“) im Gesamtportfolio in der Mischung „geheilt“ würde. Die auf der Basis des Scorings formulierten „Hitlisten“ oder „best in class“-Konzepte verstärken diesen Effekt. Beim Rating schließlich treten die bereits beim Scoring geltenden Kritikpunkte der Schwellenwerte und der „Verrechnung“ aufgrund der weiteren Aggregationsstufe in verstärkter Form hervor.

Auf der Basis des Anforderungskatalogs aus der Perspektive privater Anleger („retail investors“) konnte auch eine erste Verortung und Einordnung relevanter Akteure auf der Basis der öffentlich verfügbaren Informationen vorgenommen werden. **Die Analyse zeigt, dass unter anderem aufgrund der Verletzung des Nominalprinzips und der zahlreichen Aggregations- und Verrechnungsstufen die vorliegenden Praxisansätze kaum tauglich erscheinen, den Informationsaufwand potentieller privater Investoren zu reduzieren und deren Vertrauen und Akzeptanz dauerhaft zu fördern.**

Auf Basis der insbesondere in den Kapiteln 3 und 4 erlangten Ergebnisse wurden in Kapitel 5 **Anforderungen an einen Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen** abgeleitet und erörtert. Es zeigt sich deutlich, dass die Einführung eines Mindeststandards zur Kennzeichnung sozial-ökologischer Geldanlagen einigen Basisanforderungen genügen muss, um die Idee der signifikanten Senkung des Informationsaufwandes und/oder der überprüfaren Vertrauenswürdigkeit der Qualitätskennzeichnung im Sinne einer festgelegten Mindestqualität realistisch werden zu lassen. Zu vermeiden ist auf jeden Fall, einen **Fehlanreiz** dahingehend zu schaffen, **vom reinen Nominalprinzip abzuweichen** und eine verwässerte Lösung anzustreben. Bei der Erfüllung/Einhaltung der Kriterien würden dann so genannte Schwellenwerte eingesetzt, die es erlauben, dass ein Kriterium nicht vollständig erfüllt sein muss. Ebenso ungeeignet für einen Mindeststandard sind Verfahren des Scoring, also einer gewichteten Zusammenfassung von Einzelmerkmalen. Selbiges gilt sinngemäß für den Transfer solcher Scores in eine Reihenfolge, ein Ranking oder eine „Hitliste“ gemäß „best in class“. Diese Einschätzung ändert sich auch nicht durch eine weitere Komplexitätsstufe, das Rating. Im Gegenteil, für einen Mindeststandard erscheint diese Methode noch weniger geeignet.

Die abschließende Erörterung (Kapitel 6) widmet sich den Rahmenbedingungen für ein Gütesiegel inklusive Vorschlägen für die Regulierung. Um einen verbindlichen Mindeststandard zu setzen, wären die zu erörternden sozialen und/oder ökologischen Kriterien und die diskutierten Anforderungen in einem **demokratischen Willensbildungsprozess** (Parlament, Legislative) als Mindestqualität festzuschreiben. Ein solcher Mindeststandard fußt auf der Voraussetzung der Geltung und Einhaltung der rechtlichen Bestimmungen in Deutschland. Der Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen stellt somit in rechtlicher Hinsicht eine zweite Stufe dar. Die bisherige Analyse und auch die Einordnung der Aktivitäten vorhandener Akteure hat gezeigt, dass die **notwendigen Bedingungen und Anforderungen an einen Mindeststandard**, insbesondere z.B. hinsichtlich der Klarheit und Nachvollziehbarkeit mittels Nominalprinzip, **in keinem Praxis-System** existieren. Insofern stellt sich die Frage nach der Weiterentwicklung vorhandener Systeme in diesem Sinne nicht, wenngleich alle Akteure im Sinne der Partizipation und einer umfassenden Evidenzbasierung einbezogen werden sollten. Aber auch unabhängig von diesem Befund sprechen eine Reihe von Argumenten für eine **konzeptionelle Neuentwicklung**, wenn ein staatlicher Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen eingeführt werden soll. Zunächst wird auf diese Weise die notwendige **Unabhängigkeit** gewährleistet, die vor allem hinsichtlich des Ziels der hohen **Vertrauenswürdigkeit** zentrale Bedeutung hat. Der möglicherweise höhere Aufwand im Vergleich zur denkbaren Weiterentwicklungsoption bestehender Systeme wird schnell dadurch kompensiert, dass Verwechslungen vermieden werden und ein Zeichen der **Neuigkeit** und ein damit verbundener **Aufmerksamkeitsgrad** erreichbar scheinen. Zudem können vorhandene Methoden und Techniken problemlos genutzt werden.

Ein Mindeststandard für sozial-ökologische Geldanlagen auf demokratisch legitimerter Basis, der den erörterten und begründeten Anforderungen dieser Studie genügt, erlaubte nicht nur die **potentielle Senkung des Informationsaufwands für die Retail-Investoren**, sondern auch eine **überprüfbare** Vertrauenswürdigkeit der **Kennzeichnung** insgesamt. Jenseits eines so konzipierten und eingesetzten Mindeststandards für sozial-ökologische Geldanlagen sollte im Grundverständnis einer sozialen Marktwirtschaft die Möglichkeit bestehen, zusätzliche freiwillige Vertrauenslabels zu sozialen/gesellschaftlichen und/oder ökologischen Kriterien privatwirtschaftlich zu initiieren und zu vermarkten. Um eine hohe Akzeptanz und Vertrauenswürdigkeit des Mindeststandards selbst nicht zu gefährden, aber auch aus grundsätzlichen Überlegungen zu Gebrauch und Missbrauch von Vertrauenslabels, sollten dann aber von Anfang an klare Regeln beachtet werden, die in dieser Studie in Anlehnung an die Stellungnahme zu Vertrauenslabels der Verbraucher-

kommission Baden-Württemberg ebenfalls klar benannt sind. Unter diesen Anforderungen kann dann an dieser Stelle offen bleiben, ob es für solche freiwilligen, privatwirtschaftlichen Kennzeichnungen jenseits des Mindeststandards sinnvoll und möglich ist, mit den zumindest zweifelhaften Methoden des Scoring, Ranking und Rating zu arbeiten.

## Zitierte Literatur

- Albuquerque, R., Durnev, A., Koskinen, Y., 2013, Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence, Working Paper, Boston.
- Aras, G., Crowther, D., 2010, Redefining Sustainability, in: Aras, G., Crowther, D. (eds.), A Handbook of Corporate Governance and Social Responsibility, Gower, Farnham, 51-68.
- Balz, B.-C. et al., 2000, Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden, Frankfurt.
- Balz, B.-C. et al., 2009, Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden, in: Projektgruppe EÖR/oekom research AG (Hg.), Ethisch-ökologisches Rating, 3. A., Frankfurt, 18-59.
- Bassen, A., Rentrop, A., Zwick, Y., 2011, Deutscher Nachhaltigkeitskodex (DNK) – Konzept, Inhalte und Entwicklungsschritte, Zeitschrift für Umweltpolitik und Umweltrecht (ZfU), 34, 359-375.
- Bassen, A., Senkl, D., 2011, Environment, Social, Governance (ESG), Die Betriebswirtschaft (DBW), 71, 506-509.
- Bauhus, J. et al., 2012, Politikstrategie Food Labelling. Gemeinsame Stellungnahme der Wissenschaftlichen Beiräte für Verbraucher- und Ernährungspolitik sowie Agrarpolitik beim BMELV, Berichte über Landwirtschaft, Zeitschrift für Agrarpolitik und Landwirtschaft, Bd. 90 (1), 35-69.
- Bettzieche, J., 2012, Von ethischen Maschinenpistolen und ökologischem Uranabbau. Kurzstudie über den Inhalt von Nachhaltigkeitsfonds, Berlin.
- Bilitewski, E., Haase, P.-G., 2010, Die Wertewelt der Kunden, diebank, Heft 4, 46-49.
- Bonde, A., 2013, BundesRat: Was sollten Verbraucherinnen und Verbraucher bei einer Investition in eine nachhaltige Geldanlage beachten?, MLR, Stuttgart, 24.1.2013, Abruf am 28.1.2013 [[http://www.mlr.baden-wuerttemberg.de/BundesRat\\_Was\\_sollten\\_Verbraucherinnen\\_und\\_Verbraucher\\_bei\\_einer\\_Investition\\_in\\_eine\\_nachhaltige\\_Geldanlage\\_beachten/118191.html](http://www.mlr.baden-wuerttemberg.de/BundesRat_Was_sollten_Verbraucherinnen_und_Verbraucher_bei_einer_Investition_in_eine_nachhaltige_Geldanlage_beachten/118191.html)]
- Bündnis 90/Die Grünen-Bundestagsfraktion, 2012, Mit gutem Gewissen anlegen, 12.4.2012, Abruf am 4.4.2013 [[http://www.gruene-bundestag.de/themen/finanzen/mit-gutem-gewissen-anlegen\\_ID\\_407890.html](http://www.gruene-bundestag.de/themen/finanzen/mit-gutem-gewissen-anlegen_ID_407890.html)]
- Carroll, A. B., 1991, The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders, Business Horizons 34, 39-48.
- CRIC, 2008, Leitfaden für ethisch orientierte InvestorInnen, Frankfurt/Wien.
- Crowther, D., Seifi, S., 2010, Corporate Governance and Risk Management, Ventus Publishing, Copenhagen.
- Dahm, D., Hoffmann, J., Scherhorn, G., 2013, Forschungsbericht der Forschungsgruppe Ethisch-Ökologisches Rating.
- Deutsche Bundesbank, 2013, 2013\_05\_14\_finanzierung\_anlage\_1, Abruf am 5.9.2013 [[http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2013/2013\\_07\\_29\\_finanzierung.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2013/2013_07_29_finanzierung.html)]
- Deutscher Bundestag, 2013, 9,5 Billionen Euro Immobilienvermögen in Deutschland, Abruf am 5.9.2013 [[http://www.bundestag.de/presse/hib/2012\\_11/2012\\_534/03.html](http://www.bundestag.de/presse/hib/2012_11/2012_534/03.html)]
- Dilla, W. N., Janvrin, D. J., Perkins, J. D., Raschke, R. L., 2013, Investor Attitudes, Investment Screen Use, and Socially Responsible Investment Behavior, Working paper, Iowa State University, available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2260051](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2260051).
- Döpfner, C., Schneider, H.-A., 2012, Nachhaltigkeitsratings auf dem Prüfstand, Frankfurt.
- Ebert, B., 2013, Best Practice bei der Bethmann Bank, die bank, Heft 7, 37-40.
- Eccles, R. G., Herron, J., Serafeim, G., 2012, Information intermediary business models for reliable sustainability ratings, Working paper, Harvard University, available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2132144](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2132144)
- Elad, C., 2010, Auditing, Product Certification and Corporate Social Responsibility, in: Aras, G., Crowther, D. (eds.), A Handbook of Corporate Governance and Social Responsibility, Gower, Farnham, 233-248.
- Elkington, J., 1994, Enter the triple bottom line, in: Henriques, A., Richardson, J. (eds.), The triple bottom line, does it all add up?: Assessing the sustainability of business and CSR, Earthscan, 1-16.
- Elkington, J., 1998, Cannibals with Forks: the Triple Bottom Line of 21st Century Business, New Society Publishers, Gabriola Island, BC, Canada.
- European Commission, 2001, Green Paper. Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility, COM(2001) 366 final, Brussels.

- European Commission, 2013, Attitudes of Europeans towards building The Single Market for Green Products, Flash Eurobarometer 367, TNS Political & Social, Brussels.
- Eurosif, 2012, European SRI Study 2012, Brussels, [http://eurosif.org/images/stories/pdf/1/eurosif%20sri%20study\\_low-res%20v1.1.pdf](http://eurosif.org/images/stories/pdf/1/eurosif%20sri%20study_low-res%20v1.1.pdf).
- FNG, 2012, Marktbericht nachhaltige Geldanlagen 2012, Berlin, [http://www.forum-ng.org/images/stories/Publikationen/fng\\_marketbericht\\_2012\\_72dpi.pdf](http://www.forum-ng.org/images/stories/Publikationen/fng_marketbericht_2012_72dpi.pdf).
- FNG, 2013, Nachhaltige Anlagemärkte, <http://www.forum-ng.org/de.html>.
- Friedman, A. L., Miles, S., 2001, Socially responsible investment and corporate social and environmental reporting in the UK: An exploratory study, *British Accounting Review* 33, 523-528.
- Friesenbichler, R., 2008, Labels für Nachhaltiges Investment, rfu, Wien.
- Gramlich, D., Finster, N., 2013, Corporate sustainability and risk, *Journal of Business Economics* 83, 631-664.
- Grossmann, V., 2013, Zinsen und gutes Gewissen, *Süddeutsche Zeitung*, Nr. 61, 13.3.2013, 26.
- Hennig-Thurau, T., Hansen, U., Bornemann, D., 2001, Marktchancen sozial-ökologischer Geldanlagen bei privaten Investoren: Eine verhaltenswissenschaftliche Analyse, *Zeitschrift für Angewandte Umweltforschung* 14, 198-216.
- Hoffmann, J., 2004, Doppelte Dividende: Ziel der Bewusstseinsbildung für ethische Geldanlagen bei Investoren, Konsumenten und Finanzdienstleistern, *Festschrift F. J. Stendebach*, OMI, Eppenhain.
- Hoffmann, J., Scherhorn, G., Busch, T. (Hg.), 2004, *Darmstädter Definition Nachhaltiger Geldanlagen*, Frankfurt.
- Hoffmann, J., Reisch, L. A., Scherhorn, G., 1998a, Der Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden, *Forum Wirtschaftsethik*, 6(4), 3-6.
- Hoffmann, J., Reisch, L. A., Scherhorn, G., 1998b, Ethisch-ökologisches Rating: Transparente, glaubwürdige und vollständige Information, in: Haßler, R., Deml, M. (Hrsg.), *Öko-Rating – Unternehmen im Umweltcheck: Ergebnisse, Erfahrungen, Perspektiven*, Schriftenreihe zur ökologischen Kommunikation, Oekom Verlag, München, Bd. 6, S. 67-72.
- Holder-Webb, L., Cohen, J. R., Nath, L., Wood, D., 2009, The supply of corporate social responsibility disclosures among US firms, *Journal of Business Ethics* 84 (4), 497-527.
- Hubbard, G., 2009, Measuring Organizational Performance: Beyond the Triple Bottom Line, *Business Strategy and the Environment* 18, 177-191.
- Koellner, T. et al., 2005, Principles for Sustainability Rating of Investment Funds, *Business Strategy and the Environment* 14, 54-70.
- Konrad, W., Scheer, D., 2010, Grenzen und Möglichkeiten der Verbraucher-Information durch Produktkennzeichnung, *BfR Wissenschaft*, 05/2010.
- Konsument, 2012, Nichts für Puristen, Heft 10, 27-29.
- KPMG, 2011, International Survey of Corporate Responsibility Reporting, available at: <http://www.kpmg.com/PT/pt/IssuesAndInsights/Documents/corporate-responsibility2011.pdf>.
- Kütz, F. C., Lierow, M., 2013, Impulse für das Firmenkundengeschäft. Nachhaltigkeitsfinanzierung, *die bank*, Heft 7, 30-33.
- Lamla, J., Kenning, P., Liedtke, C., Oehler, A., Strünck, C., 2013, Verbraucheröffentlichkeit im Netz – Möglichkeiten und Grenzen politischer Gestaltung, *Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirats Verbraucher- und Ernährungspolitik beim BMELV*, Berlin.
- Mehr.Wert, Ideen.Reich, Interview mit Lucia A. Reisch, Nachhaltiger Konsum ist nicht der ‚normale‘ Konsum, *TriodosBank*, Mai 2013. [<http://magazin.triodos.de/2013/05/14/nachhaltiger-konsum-ist-nicht-der-normale-konsum/>]
- Micklitz, H.-W., Oehler, A. et al., 2010, Der vertrauende, der verletzte oder der verantwortungsvolle Verbraucher? Plädoyer für eine differenzierte Strategie in der Verbraucherpolitik, *Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirats Verbraucher- und Ernährungspolitik beim BMELV*, Berlin.
- Mildenberger, U., Khare, A., Thiede, C., 2008, Corporate Social Responsibility – Theoriekonzepte und Praxisansätze, in: Himpel, F., Kaluza, B., Wittmann, J. (Hg.), *Spektrum des Produktions- und Innovationsmanagements*, Gabler, Wiesbaden, 107-126.
- Mollet, J. C., von Arx, U., Ilic, D., 2013, Strategic sustainability and financial performance: exploring abnormal returns, *Journal of Business Economics* 83, 577-604.



- Nilsson, J., 2008, Investment with conscience: Examining the impact of pro-social attitudes and perceived financial performance on socially responsible investment behavior, *Journal of Business Ethics* 83 (2), 307-325.
- Norman, W., MacDonald, C., 2004, Getting to the bottom of the “Triple Bottom Line”, *Business Ethics Quarterly* 14, 243-262.
- Oehler, A., 1992, "Anomalien", "Irrationalitäten" oder "Biases" der Erwartungsnutzentheorie und ihre Relevanz für Finanzmärkte, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 4, 97-124.
- Oehler, A., 1994, Verhaltensmuster individueller Anleger – eine experimentelle Studie, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 46, 939-958.
- Oehler, A., 1995, Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger – Theoretischer Ansatz und empirische Analysen, Poeschel, Stuttgart.
- Oehler, A., 1998, Analyse des Verhaltens privater Anleger, Kleeberg, J. / Rehkugler, H. (Hrsg.), *Handbuch des Portfoliomanagement*, Uhlenbruch, Bad Soden, 71-110.
- Oehler, A., 2000, Behavioral Finance – Theoretische, empirische und experimentelle Befunde unter Marktrelevanz, *BankArchiv* 48, 978-989.
- Oehler, A., 2002, Behavioral Finance, verhaltenswissenschaftliche Finanzmarktforschung und Portfoliomanagement, Kleeberg, J. / Rehkugler, H. (Hrsg.), *Handbuch des Portfoliomanagement*, 2. Aufl., Uhlenbruch-Verlag, Bad Soden 2002, 843-870.
- Oehler, A., 2004, Anlegerschutz in einem markt- und intermediärbasierten System – Eine Analyse im Lichte der Neuen Institutionenökonomik, der Theorie der Finanzintermediation und der Behavioral Economics & Finance; Gutachten für den wissenschaftlichen Beirat für Verbraucher- und Ernährungspolitik beim BMELV, Berlin.
- Oehler, A., 2005a, Verbraucherinformation als Motor des Qualitätswettbewerbs, vzbv Verbraucherzentrale Bundesverband (Hrsg.), *Wirtschaftsfaktor Verbraucherinformation – Die Bedeutung von Information für funktionierende Märkte*, BWV, Berlin, 28-50.
- Oehler, A., 2005b, Funktion von Banken und anderer Finanzintermediäre bei zunehmender internationaler Finanzmarktintegration unter der Perspektive ihrer gesellschaftlichen und nationalstaatlichen Bedeutung – Corporate Governance & Control in markt- und intermediärbasierten Finanzsystemen im Kontext von Personal- und Kapitalverflechtungen, Heidenreich, M. / Micklitz, H.-W. / Oehler, A. / Rattinger, H. / Schwarze, J. (Hrsg.), *Europa nach der Osterweiterung. Europaforschung an der Universität Bamberg*, Kadmos, Berlin, 210-221.
- Oehler, A., 2005c, Zur ganzheitlichen Konzeption des Verbraucherschutzes – eine ökonomische Perspektive, Working Paper, Universität Bamberg.
- Oehler, A., 2005d, Zufriedenheit im Retail Banking? – Erfolgsfaktoren des Banking der Zukunft; in: Petzel, E. (Hrsg.), *E-Finance, Technologien und Geschäftsmodelle*, Gabler, Wiesbaden 2005, 151-193.
- Oehler, A., 2006a, Zur ganzheitlichen Konzeption des Verbraucherschutzes – eine ökonomische Perspektive, *Verbraucher und Recht* 21, 294-300.
- Oehler, A., 2006b, Banken- und externes Rating der Unternehmensachfolge. Nur ein weiterer Ratingansatz in der Praxis der Finanzwirtschaft?; in: Achleitner, A.-K. / Everling, O. / Klemm, S. (Hrsg.), *Nachfolgerating*, Gabler, Wiesbaden 2006, 297-312.
- Oehler, A., 2006c, Zu einem modernen ökonomischen Verbraucherbild, Stellungnahme für den wissenschaftlichen Beirat für Verbraucher- und Ernährungspolitik beim BMELV, Berlin.
- Oehler, A., 2009, Finanzkrise und Verbraucherschutz. Stellungnahme zur Anhörung im Landtag NRW am 26. März 2009 zum Thema „Finanzkrise“ (Drucksache 14/7959), Bamberg.
- Oehler, A., 2010a, Behavioral Economics – eine neue Grundlage für die Verbraucherpolitik?!, *Konsumentenpolitisches Forum (KPF)*, Bundesministerium für Arbeit, Soziales und Konsumentenschutz (BMASK), Wien.
- Oehler, A., 2010b, Behavioral Economics meets Personal Finance: Ein „alter Hut“ in der forschungsgeliteten Verbraucherpolitik?, *Workshop Wissenschaft und Politik im Gespräch: Perspektiven forschungsgeliteter Verbraucherpolitik*, DIW Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung und FES Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin.
- Oehler, A., 2010c, Verbraucherschutz und Finanzdienstleistungen: Ad hoc und ziellos die Chancen verpassen?, *Eingangs-Statement*, Konferenz „Aus der Krise lernen – Mehr Verbraucherschutz bei Finanzdienstleistungen!“, Berlin.
- Oehler, A., 2011a, Behavioral Economics und Verbraucherpolitik: Grundsätzliche Überlegungen und Praxisbeispiele aus dem Bereich Verbraucherfinanzen, *BankArchiv* 59, 707-727.
- Oehler, A., 2011b, Wie entscheiden Verbraucher und welchen Einfluss haben sie auf den Markt?; *Eingangs-Statement*, Konferenz Verbraucherpolitik, Berlin.

- Oehler, A., 2011c, Check Verbraucherpolitik & Verbraucherverhalten: Mehr Realismus, mehr Verbraucherbeteiligung, mehr Unabhängigkeit?!; Parlamentarischer Abend, Berlin.
- Oehler, A., 2011d, Erwartungen an eine verbrauchergerechte Reform der Finanzaufsicht, Eröffnungsreferat, Konferenz „Säulen einer reformierten Finanzaufsicht – Wer wacht über die Verbraucherinteressen im Finanzmarkt?“, Berlin.
- Oehler, A., 2011e, Labeling: Wegweiser, Irreführung oder Wettbewerbsanreiz?, Vortrag, 8. Kommunikationsforum Mobilfunk 2011, Berlin.
- Oehler, A., 2012a, Verbraucher und Finanzen: Zwei Welten? Problempunkte und Lösungsansätze, Eröffnungs- und Grundsatzvortrag, Forum Privater Haushalt: „Was kann finanzielle Bildung leisten?“, Berlin.
- Oehler, A., 2012b, Verbraucherbildung ja!: Aber welche?, Eröffnungsvortrag, Zweite Netzwerkkonferenz: „Verbraucherbildung – Konsumkompetenz stärken“, Berlin.
- Oehler, A., 2012c, Verbraucher & Wirtschaft: Modellwelten oder Realität? Leid(t)bilder, Mythen und Lösungen, Eröffnungs- und Grundsatzvortrag, 33. Wirtschaftsphilologentagung „Wirtschaftliche Entscheidungsmodelle in der Krise“, Passau.
- Oehler, A., 2012d, Verbraucherbildung – Verbraucherleid(t)bild – Verbraucherbildung: aber welche?; Eröffnungsvortrag zur Ringvorlesung „Verbraucherbildung – Basis für Verbraucherpolitik, Verbraucherschutz und Marketing“, Sigmaringen.
- Oehler, A., 2012e, Klar, einfach, verständlich und vergleichbar: Chancen für eine standardisierte Produktinformation für alle Finanzdienstleistungen. Eine empirische Analyse; in: ZBB Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 24, 119-133.
- Oehler, A., 2012f, Anbieter- und verbrauchergerechte Beratung und Information, Mehr Anlegerschutz durch standardisierte Beratungsprotokolle und Produktinformationsblätter, Studie im Auftrag des MLR Ministerium für Ländlichen Raum und Verbraucherschutz Baden Württemberg, des Sparkassenverband Baden-Württemberg, des Baden-Württembergischen Genossenschaftsverband e.V., Bamberg/Stuttgart.
- Oehler, A., 2012g, Politikberatungsbedarf im Bereich des wirtschaftlichen Verbraucherschutzes, Vortrag, Leitungsgruppe Forschung des BMELV, Braunschweig.
- Oehler, A., 2012h, Die Verbraucherwirklichkeit: Mehr als 50 Milliarden Euro Schäden jährlich bei Altersvorsorge und Verbraucherfinanzen. Befunde, Handlungsempfehlungen und Lösungsmöglichkeiten, Gutachten im Auftrag der Bundestagsfraktion Bündnis 90 Die Grünen, Berlin/Bamberg.
- Oehler, A., 2013a, Verbraucher und Wirtschaft: Modellwelten oder Realität? Leid(t)bilder, Mythen und Lösungen, Vortrag, 1. Fachforum des Netzwerks Verbraucherbildung des BMELV „Alternativen zum Informationsparadigma der Verbraucherpolitik“, zeppelin universität, Friedrichshafen. Erscheint in: Journal für Verbraucherschutz und Lebensmittelsicherheit 8.
- Oehler, A., 2013b, Verbraucher (finanz) bildung in Schulen: Expertise finden, ohne Experte werden zu müssen?!, Vortrag, Hessisches Netzwerk Finanzkompetenz, Wiesbaden.
- Oehler, A., 2013c, Neue alte Verbraucherleitbilder: Basis für die Verbraucherbildung?, Vortrag, HaBiFo-Jahrestagung „Ethik – Konsum – Verbraucherbildung“, Paderborn.
- Oehler, A., 2013d, Verbraucherbildung für Erwachsene: Expertise finden, ohne Experte werden zu müssen?!, Festvortrag, Projektmesse und Netzwerktagung „Ökonomische Verbraucherbildung – ein Leben lang“, München.
- Oehler, A., 2013e, Neue alte Verbraucherleitbilder: Basis für die Verbraucherbildung?; in: HiBiFo Haushalt in Bildung und Forschung 2013 (2), 44-60.
- Oehler, A., 2013f, Was bedeutet eigentlich „Nachhaltigkeit“? Kann ich solche Produkte erkennen und überprüfen?, Vortrag, Verbrauchertag 2013: Der Finanzmarkt im Fokus, München, 16. April 2013.
- Oehler, A., 2013g, Geeignete Finanzprodukte für Privatpersonen: Die Rolle jedes Einzelnen und des Staates?!, Vortrag, Verbrauchertag 2013: Der Finanzmarkt im Fokus, München, 16. April 2013.
- Oehler, A., 2013h, Finanz(system)krisen, Forschungsstelle Verbraucherfinanzen & Verbraucherbildung, Aburuf am 11.8.2013. [<http://www.uni-bamberg.de/bwl-finanz/forschungsstelle/finanz-system-krisen/>]
- Oehler, A., 2013i, Labeling & Co – Wegweiser, Irreführung oder Wettbewerbsanreiz?; in: EMF Spectrum 3, 2013, 31-34.
- Oehler, A. et al., 2009, Zur Qualität der Finanzberatung von Privatanlegern: Probleme des Beratungsprozesses und Lösungsansätze, Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirats Verbraucher- und Ernährungspolitik beim BMELV, Berlin.
- Oehler, A., Kenning, P., 2013, Evidenzbasierung ermöglichen! Auf dem Weg zu einer realistischen, empirisch fundierten und informierten Verbraucherpolitik, Vortrag, Fachgespräch zum „Gutachten zur Lage der Verbraucherinnen und Verbraucher in Deutschland“, BMELV, Berlin, 18. April 2013.

- Oehler, A., Reisch, L. A., 2008, Behavioral Economics – eine neue Grundlage für die Verbraucherpolitik?, Studie im Auftrag des vzbv e.V., Berlin.
- Oekom research, 2013a, oekom corporate rating, Methodik, Abruf am 22.6.2013 [<http://www.oekom-research.com/index.php?content=methodik>]
- Oekom research, 2013b, oekom\_Corporate\_Rating\_Sony\_20130208, Abruf am 22.6.2013 [<http://www.oekom-research.com/index.php?content=corporate-rating>]
- Öko-Institut e.V., 2009, Untersuchung zur möglichen Ausgestaltung und Marktimplementierung eines Nachhaltigkeitslabels zur Verbraucherinformation, Endbericht, Freiburg.
- Österreichisches Umweltzeichen Richtlinie UZ 49 vom 1.1.2012.
- Rat für Nachhaltige Entwicklung (RNE), 2012, Der Deutsche Nachhaltigkeitskodex (DNK), texte Nr. 41, Berlin.
- Reisch, L. A., 2001, Steps towards a worldwide ethics of sustainable development: An introduction, in: Reisch, L. A. (ed.), Ethical-ecological investment: Towards global sustainable development, IKO-Verlag, Frankfurt am Main, 1-3.
- Reisch, L. A., Ott, K., 2001, Ethical-ecological investment: A strategy for sustainable consumption, in: Reisch, L.A. (ed.), Ethical-ecological investment: Towards global sustainable development, IKO-Verlag, Frankfurt am Main, 13-22.
- Reisch, L. A., Scherhorn, G., 1998, Nachhaltigkeit, Lebensstile und Konsumentenverhalten. Auf der Suche nach dem „ethischen“ Konsum, Der Bürger im Staat, 48(2), 92-99.
- Richardson, B., 2009, Keeping ethical investment ethical: Regulatory issues for investing for sustainability; Journal of Business Ethics 87, 555-572.
- Rödel, M., 2013, Die Invasion der „Nachhaltigkeit“. Eine linguistische Analyse eines politischen und ökonomischen Modeworts; in: Deutsche Sprache. Zeitschrift für Theorie, Praxis und Dokumentation, 115-141.
- Schäfer, H., 2001, Triple Bottom Line Investing, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 54, 740-744.
- Schäfer, H., 2003, Sozial-ökologische Ratings am Kapitalmarkt, Böckler-Stiftung, Düsseldorf.
- Schäfer, H., 2005a, Wie nachhaltig ist die nachhaltige Geldanlage in Deutschland?, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 58, 558-562.
- Schäfer, H., 2005b, International Corporate Social Responsibility Rating Systems, Journal of Corporate Citizenship 11, 107-120.
- Schäfer, H., 2010, Corporate Social Responsibility Rating, in: Aras, G., Crowther, D. (eds.), A Handbook of Corporate Governance and Social Responsibility, Gower, Farnham, 449-465.
- Schäfer, H., 2012, Sustainable Finance, Working Paper 03/2012, Stuttgart.
- Schäfer, H. et al., 2006, Who is who in Corporate Social Responsibility Rating?, Bertelsmann Foundation, Gütersloh/Stuttgart.
- Schäfer, H., Lindenmayer, P., 2004, Sozialkriterien im Nachhaltigkeitsrating, Edition der Hans-Böckler-Stiftung.
- Schoenheit, I., 2004, Nachhaltiges Investment als Kommunikationsaufgabe, UmweltWirtschaftsForum 12, 93-97.
- Schramm, P., 2011, Corporate Social Responsibility (CSR) und Risikomanagement, Starnberg.
- Servaes, H., Tamayo, A., 2013, The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness, Management Science 59, 1045-1061.
- Sparkes, R., 2001, Ethical investment: whose ethics, which investment?; Business Ethics: A European Review 10 (3), 194-205.
- Sparkes, R., Cowton, C. J., 2004, The maturing of socially responsible investment: A review of the developing link with corporate social responsibility, Journal of Business Ethics (52) 1, 45-57.
- Spreckley, F., 1981, Social Audit – A Management Tool for Co-operative Working, Local Livelihoods Publications, <http://www.locallivelihoods.com/cmsms/uploads/PDFs/Social%20Audit%20-%20A%20Management%20Tool.pdf>.
- Statista, 2013, Nachhaltiger Anlagemarkt, <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/170648/umfrage/anteil-nachhaltiger-publikumsfonds-am-verwalteten-vermoegen-in-deutschland/>.
- Stiftung Warentest, 2011, Grüne Versprechen, Finanztest, Heft 8, 20-23.
- Stiftung Warentest, 2012a, Ökofonds und ethische Banken, Abruf am 9.12.2012. [<http://www.test.de/thema/oekofonds/>]

Stiftung Warentest, 2012b, Special Investmentfonds – Ökofonds, Abruf am 21.6.2013. [<http://www.test.de/Investmentfonds-Renditechancen-nutzen-1160794-1160862/>]

Stiftung Warentest, 2013, Ethisch-ökologische Fonds: Viel Zulauf, durchschnittliche Rendite, Abruf am 1.7.2013. [<http://www.test.de/Ethisch-oekologische-Fonds-Viel-Zulauf-durchschnittliche-Rendite-4539133-0/>]

Strünck, C. et al., 2012, Ist der „mündige Verbraucher“ ein Mythos? Auf dem Weg zu einer realistischen Verbraucherpolitik, Stellungnahme des Wissenschaftlichen Beirats Verbraucher- und Ernährungspolitik beim BMELV, Berlin.

Union Investment, 2012, Nachhaltiges Vermögensmanagement institutioneller Anleger 2012, Befragung im Auftrag der Union Investment.

Union Investment, 2013, Nachhaltige Geldanlagen: Privatanleger halten sich zurück, Abruf am 5.9.2013 [[http://unternehmen.union-investment.de/-snm-0184282173-1336051542-01fda00000-0000000000-1336052193-enm-Unternehmen/UMH/Nachrichten/61f2384e4f4ce4beb893fd42e1ef6477.0.0/PM\\_20120423\\_Nachhaltigkeit.html](http://unternehmen.union-investment.de/-snm-0184282173-1336051542-01fda00000-0000000000-1336052193-enm-Unternehmen/UMH/Nachrichten/61f2384e4f4ce4beb893fd42e1ef6477.0.0/PM_20120423_Nachhaltigkeit.html)].

US Forum for Sustainable and Responsible Investment (USSIF), 2012, Report on Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States, available at: <http://ussif.org/resources/pubs/trends/>.

Verbraucher Initiative, 2011, Umfrage Nachhaltigkeit, Verbraucher achten auf verantwortungsvolle Unternehmen, Verbraucher konkret, Heft 2, 12-14

VK BW VerbraucherKommission Baden-Württemberg, 2011, Vom Labelmissbrauch zu Vertrauenslabeln, 18.2.2011. [[http://www.verbraucherkommission.de/servlet/PB/menu/2882361\\_11/index.html](http://www.verbraucherkommission.de/servlet/PB/menu/2882361_11/index.html)]

Vz BW Verbraucherzentrale Baden-Württemberg, 2012, Ethische und ökologische Investments: Geld anlegen mit gutem Gewissen, Abruf am 9.12.2012 [<http://www.vz-bawue.de/Ethische-und-oekologische-Investments-Geld-anlegen-mit-gutem-Gewissen.html>].

Vz HH Verbraucherzentrale Hamburg, 2013, No Risk? No Fun! Marktcheck: Risikohinweise bei Umweltinvestments, November 2013, Abruf am 2.12.2013 [<http://www.vzhh.de/geldanlage/324002/no-risk-no-fun.aspx>].

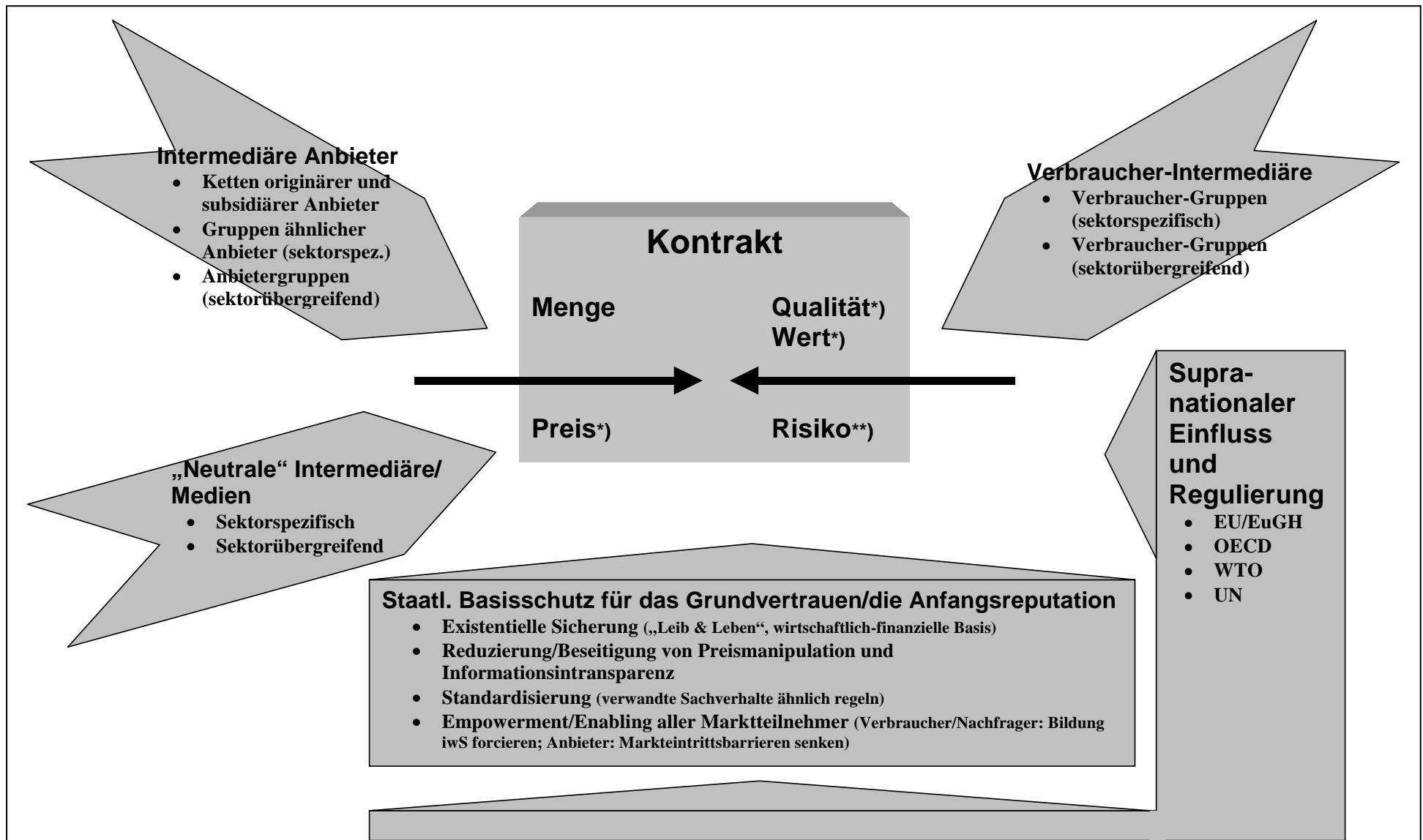
Weber, O., 2010, Social Banking: Products and Services, Working Paper, Waterloo.

Weber, O., Mansfeld, M., Schirrmann, E., 2010, The Financial Performance of SRI Funds between 2002 and 2009, Working Paper, Waterloo.

Zeb, 2013, Social Banking Study 2012, Münster.

Zydra, M., 2013, Geld sucht Moral, Süddeutsche Zeitung, 3.9.2013, 25.

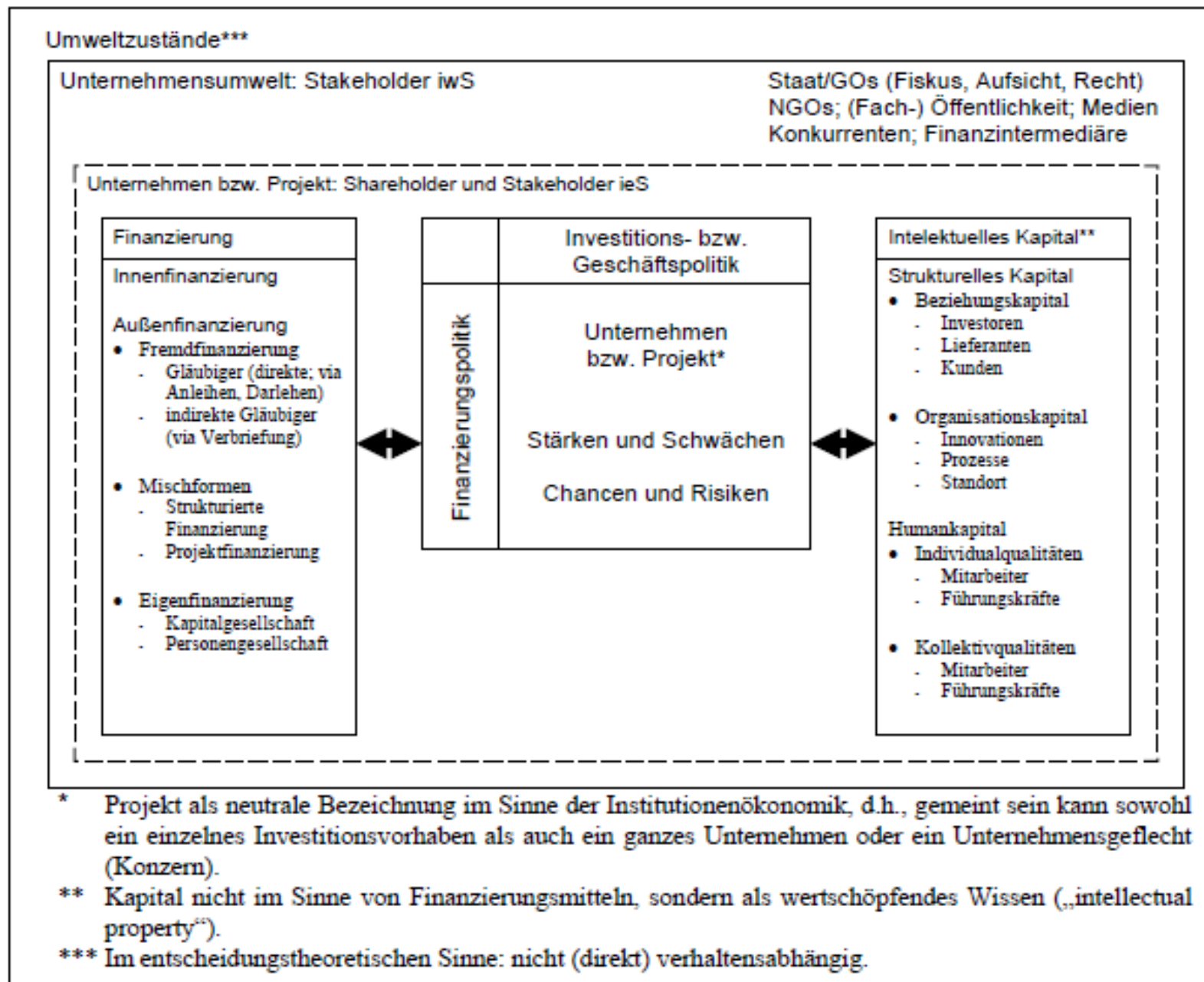
Anhang – Abbildung 1: Intermediäre im Kontext sozial-ökologischer Geldanlagen (Quelle: Oehler 2005c)



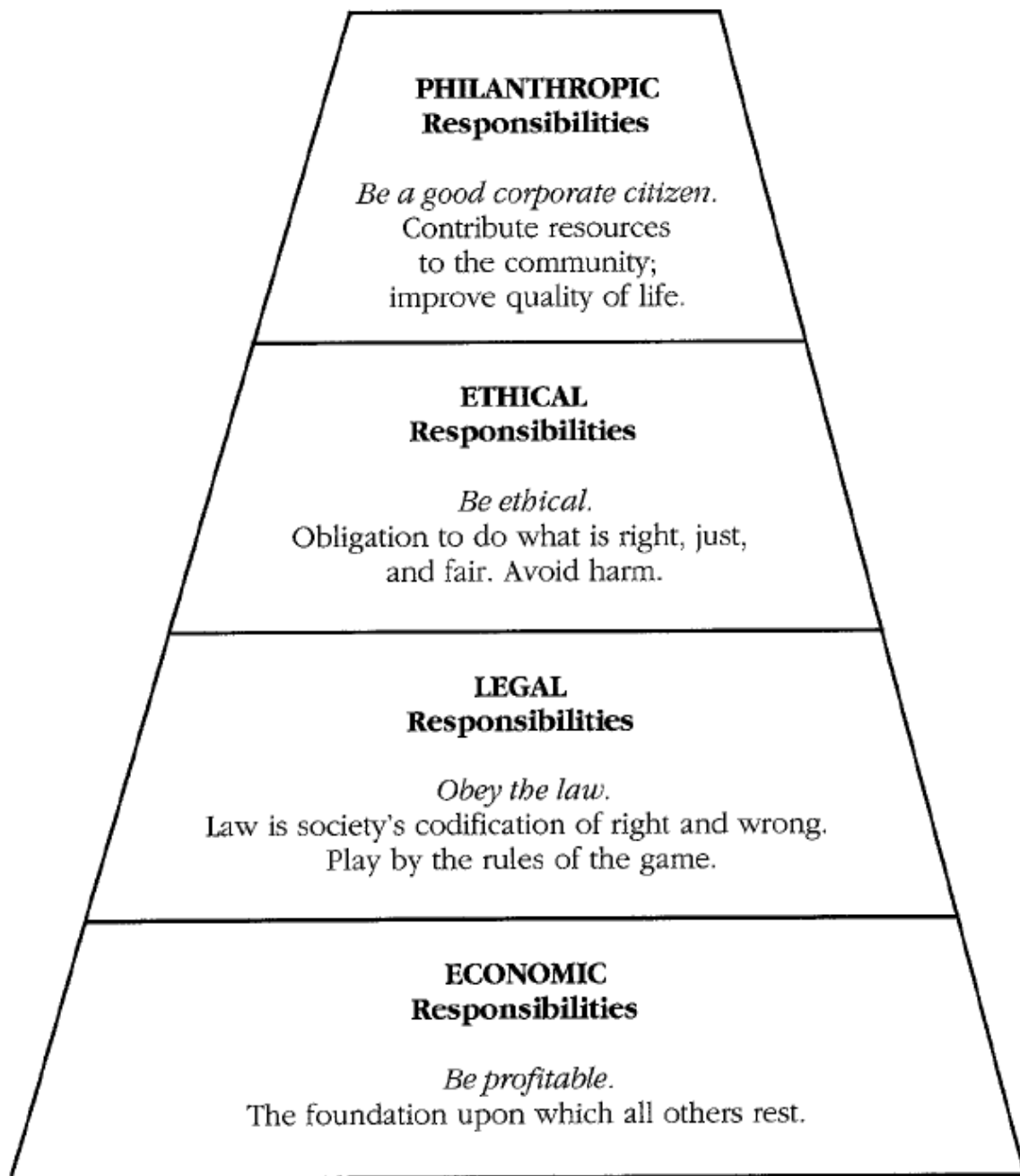
\*) In vollkommenen Märkten enthält der Preis die Information über Qualität und Wert. Unvollkommenheiten/Abweichungen können einerseits durch Preismanipulationen seitens der Anbieter und andererseits durch Wahrnehmungsdifferenzen der Nachfrager bedingt sein.

\*\*\*) Risiko kann formal auch in Einheiten der Qualität und des Wertes bzw. als Bestandteil des Preises angegeben werden.

Anhang – Abbildung 3: Corporate Governance & Control – funktionelle Zusammenhänge und Adressaten (Quelle: Oehler 2006b, 301)



Anhang – Abbildung 4: Die Pyramid of Corporate Social Responsibility (Carroll 1991, 42)



Anhang – Abbildung 5: CSR-Rating-Modell (Schäfer 2010, 454)

