

# Ethisch investieren

Was unterscheidet investieren von sparen? Vermögen sind ungleich, aber breit verteilt; der Großteil der Menschen in Österreich verfügt über ein gewisses Geldvermögen – und da es keine absolute Untergrenze gibt, ab dem ein planvoller Umgang damit erst Sinn machen würde, könnten die meisten investieren.

Mit „Investition“ meine ich einen selbstbewussten, planvollen und zielorientierten Einsatz von Geld. Mit Sparbüchern, Lebensversicherungen, Vorsorgekassen wird die Verfügungsmacht an andere delegiert. Die Eigentümerin hat keinen Einfluss darauf, was mit dem Geld an Werten gekauft wird. Das ist also bloßes Sparen. Hingegen gibt es verschiedene Instrumente, um selbst zu bestimmen, worin und wie investiert wird. Weil es die leichteste verfügbare Form ist, befasse ich mich hier mit Investmentfonds. Ethisches Investieren heißt dann neben finanziellen Kriterien auch ökologische, soziale oder politische Kriterien einzusetzen. Ich erzähle die Geschichte von ethischem Investieren, wie ich sie in den letzten 20 Jahren erlebt habe und beschreibe den aktuellen Stand.

## Die Vorgeschichte

Die ersten ethischen Fonds waren *religiöse*; die Abgrenzung von konventionellen Fonds erfolgte über Ausschlüsse von Branchen oder Geschäftstätigkeiten, die als „anstößig“ empfunden wurden – das hieß und heißt bis heute, dass diese Fonds nicht in Unternehmen investieren durften, die mit Prostitution, Verhütung, Waffen, Alkohol oder Glücksspiel Geschäfte machten.

In den 1980er Jahren kamen *ökologische* Fonds auf, die vorerst in Alternativenergie investierten, später

– weiter gefasst – in *Umwelttechnik*. Der Fokus lag auf positiv besetzten Themen oder Branchen. In den letzten Jahren wurde der Begriff *climate change* bestimmend, und eine breite Palette an Branchen als Zielinvestment *investabel*. Und obwohl die aktuellen Begriffe für diese Umweltfonds vielfältig sind, sind die Investmentkonzepte quer durch die Fondsgesellschaften relativ ähnlich. Darüber hinaus gab es weitere Branchenfonds, die als *ökologisch* beworben wurden, etwa Wald- und Forstwirtschaft.

In den frühen 2000er Jahren wurden *nachhaltige* bzw. *sustainable* Fonds populär; sie nutzten einerseits die oben erwähnten Ausschlusskriterien, erweiterten diese aber um einen *Best-in-Class-Ansatz*: Für jede Branche wurden jene Unternehmen gewählt, die Umweltaspekte am besten berücksichtigten. Damit ging aber auch eine Verwässerung einher, die Zielunternehmen waren selten als „ökologisch“ erkennbar. In dieser Phase etablierten sich eigene Ratingagenturen, die Firmen nach Nachhaltigkeitskriterien bewerteten; Fondsgesellschaften konnten von diesen Agenturen entsprechende Listen kaufen, ohne selbst die Ressourcen für solche Analysen aufbauen zu müssen; das bestimmte die weitere Entwicklung maßgeblich, weil es dadurch einfach wurde, einen – scheinbar – nachhaltigen Fonds aufzulegen.

## Die aktuelle Landschaft

In den 2010er Jahren kam das Konzept des *ESG* (*environment, social and governance*) auf – eine nützliche Weiterentwicklung des *sustainable Fonds*, weil damit festgelegt wurde, dass alle drei Dimensionen, also sowohl die ökologische als auch die soziale und die „gute Geschäftsführung“, berücksichtigt werden müssen. Die Bedeutung von *governance* ist mehrfach: Bezogen auf Unternehmen meint sie gute Geschäftsführung im Sinne des „ehrlichen Kaufmanns“; bezogen auf Staaten meint sie Unabhängigkeit der Institutionen (Gerichte, Notenbanken) und Menschenrechte. Mit *ESG* liegt somit ein Bezugsrahmen vor, der sowohl auf Unternehmen als auch auf Staaten angewendet werden kann.

Das ist bedeutsam, weil Staatsanleihen einen großen Anteil des Kapitalmarktes ausmachen. Es ist auffallend und nicht rational begründbar, wieso sich die Debatte um ethisches Investieren immer auf Aktien konzentriert, obwohl diese eine geringere Gewichtung am Kapitalmarkt haben als Anleihen. Entsprechend dieser Vernachlässigung gab es die längste Zeit nur wenige ethische Anleihefonds; das ändert sich gerade mit Fonds, die Staatsanleihen (auch aus Schwellenländern) nach ESG-Kriterien auswählen, und vor allem der neuen Kategorie der „green bonds“.

Ein wichtiger Beitrag von ESG war, dass immer mehr Fonds die ESG-Kriterien nicht als dem Ökonomischen äußerliche moralische Dimension verstanden, sondern als integralen Aspekt „guten Wirtschaftens“.

In den letzten drei Jahren entstanden schließlich *Impact-Investing-Fonds*; sie suchen Unternehmen, die die *Welt verbessern*. Die Definition von Weltverbesserung, die alle Fonds als Richtschnur nehmen, sind die Nachhaltigkeitsziele der UNO (UNSDG), die einen global anerkannten ethischen Bezugsrahmen darstellen. Die Fonds operationalisieren diesen Rahmen, in dem sie investierbare Ziele auswählen, interpretieren, wie Unternehmen einen Beitrag zu deren Erreichung leisten können und dann Unternehmen auswählen, die sowohl in ethischer als auch finanzieller Hinsicht geeignet sind. Ein Beispiel: Wesentlich für den Aufstieg aus Armut ist *empowerment*, also die Ermächtigung zu selbständigem wirtschaftlichem Handeln und hierfür wiederum ist *financial inclusion*, also der Zugang zu Finanzdienstleistungen, eine entscheidende Bedingung; somit ist eine indische Bank, die Hypothekarkredite an ländliche Familien vergibt, ein Zielinvestment. *[Grafik UNSDG – empowerment | auf Seite 20 | links]*

Eine bedeutsame Konsequenz dieses Ansatzes ist, dass die Auseinandersetzung des Fondsmanagements mit den Unternehmen intensiviert wird. Der *impact*, die positive Wirkung der Geschäftstätigkeit, muss gemessen werden. Er ergibt sich nicht aus der Bilanz, sondern es müssen eigene Kriterien und Berichte dafür entwickelt werden. Aus dieser je spezifischen Auseinandersetzung mit Unternehmen entstehen dann auch deutlich aussagekräftigere Berichte des Fondsmanagements an die Investor\_innen.

Daraus resultiert auch das sogenannte *engagement*, also die aktive Einflussnahme der Fondsmanager auf die Unternehmen, um deren Nachhaltigkeit zu intensivieren. Auch bei ESG-Fonds gibt es solche, die auf das Unternehmen einwirken. Hierin liegt ein deutlicher Unterschied zu jenen Fondsgesellschaften, die bloß Nachhaltigkeitsratings von externen

Agenturen zukaufen und somit weder das Verständnis noch die Ressourcen haben, um auf das Management von Unternehmen einzuwirken.

---

## Andere Traditionen

---

Relativ unabhängig von der bisher beschriebenen Entwicklung gibt es seit langem eine Art des Investierens, die im Englischen als *stewardship* bezeichnet wird; im Deutschen würde der Begriff „Treuhänder“ dieses Rollenverständnis ausdrücken. *Governance*, also die Transparenz und kaufmännische Redlichkeit der Geschäftsberichte, ist ein entscheidendes Kriterium. Ziel ist immer ein langfristiger Geschäftserfolg; für diesen werden die ESG-Kriterien eingesetzt: Ökologisches Fehlverhalten produziert unkalkulierbare Risiken (Beseitigung von Umweltschäden, Haftungskosten); schlechte soziale Werte (Umgang mit Mitarbeiter\_innen und der Gemeinschaft) haben langfristig negative Auswirkungen auf den Geschäftserfolg.

Seit Jahrzehnten gibt es *Mikrokreditinvestitionen*, in Österreich vor allem über einen Verein verfügbar, eingeschränkt auch als Investmentfonds. In gewisser Weise stellt das die Urform des *impact investments* dar, weil hier Kapital zur Verfügung gestellt wird, um eigenständig aus der Armut zu gelangen, also der *impact* im Vordergrund des Investierens steht.

---

## Eine Welt im Wandel

---

Die Zunahme ethischer Fonds ist nicht isoliert; auch die Unternehmen ändern sich. Ein aktuelles Beispiel ist das viel beachtete Programm von Microsoft, innerhalb von zehn Jahren *CO<sub>2</sub>-negativ* zu sein. Ich halte es für bemerkenswert, was für ein klar formuliertes und vor allem messbares Programm das ist. Bezüglich Umweltschutz sind profitorientierte Unternehmen derzeit in vielerlei Hinsicht fortschrittlicher und radikaler als Regierungen.

Was wenig beachtet wird, ist der Wandel der Finanzindustrie. Im englischsprachigen Raum ist die *global financial crisis* von 2008 immer noch Thema und deren Reflexion hat zu einem veränderten Verständnis von

Funktion und Verantwortung der Finanzindustrie geführt. Ein Indiz dafür, wie Nachhaltigkeit die Fondsinindustrie beeinflusst, ist ein soeben veröffentlichter Brief des Chefs von Black Rock, der größten Fondsgesellschaft der Welt. In diesem ermahnt er die Vorstände aller Firmen, transparenter und umfassender über die Nachhaltigkeitsbilanz ihrer Unternehmen zu berichten – andernfalls werde Black Rock sie zur Verantwortung ziehen. Da Black Rock an allen großen Unternehmen einen substanziellen Anteil besitzt, ist das eine ernst zu nehmende Drohung.

Die Abwägung von Chancen und Risiken ist die zentrale Funktion der Finanzmärkte und bestimmt die Allokation von Kapital: „Climate risk is investment risk“ und die globalen Anstrengungen im Klimaschutz schaffen wirtschaftliche Chancen. Der Zusammenhang von Klimawandel und Finanzmärkten scheint mir daher substanziell und inhärent.

Die Etablierung von Ethik in den Fondsgesellschaften hat auch demografische Ursachen: Frauen und Jüngere haben höhere ethische Ansprüche. Sowohl als Investor\_innen als auch als Mitarbeiter\_innen bewirken sie einen Wandel. Je jünger und weiblicher die Fondsgesellschaft, desto eher ethisch. Und umgekehrt, je ethischer die Fondsgesellschaft, desto eher nehmen Jüngere und Frauen wichtige Funktionen ein.

---

## Ausblick

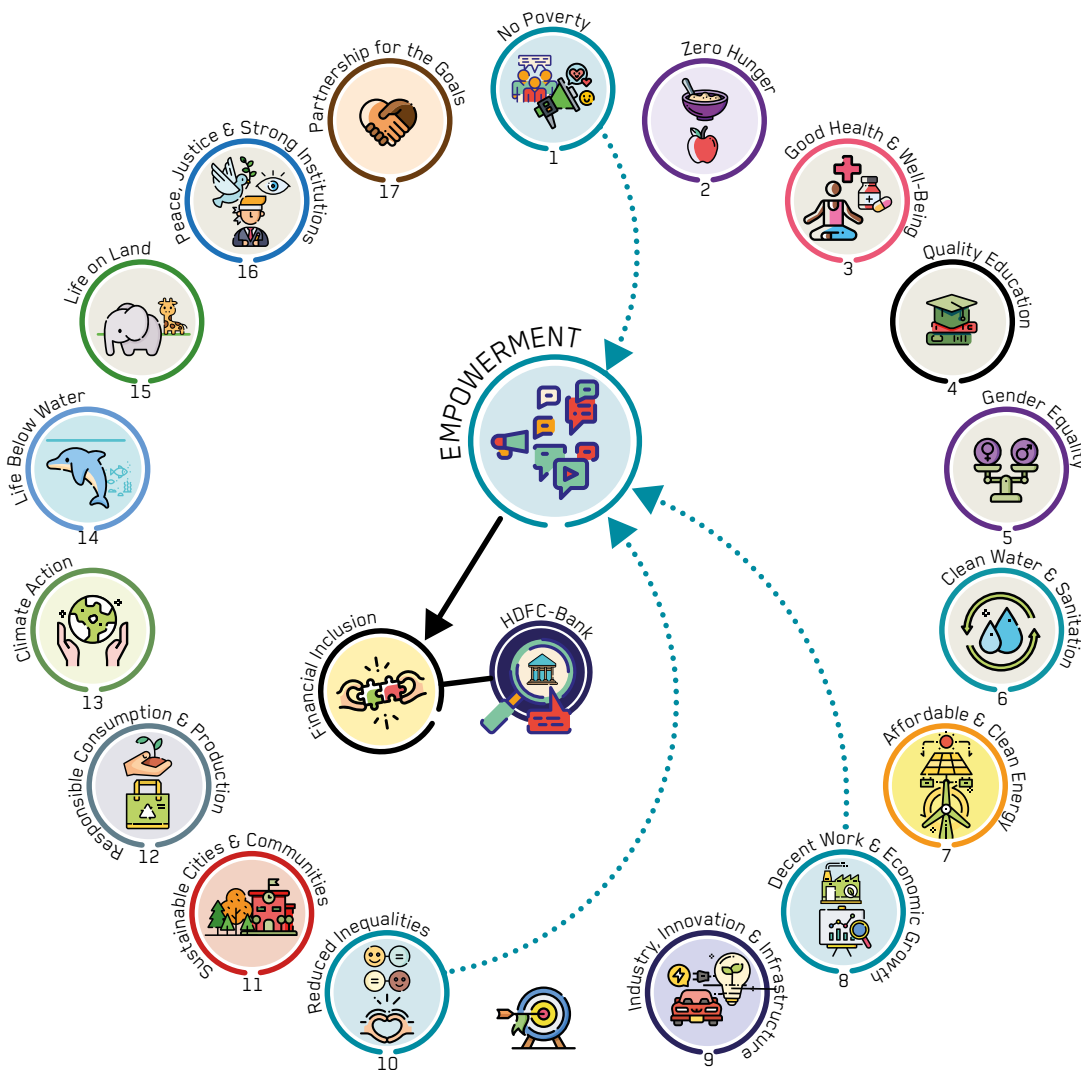
---

Durch die rasante Ausweitung des Angebots in den letzten Jahren haben mündige Konsument\_innen – also Investor\_innen – eine breite Palette von Angeboten aller Risikokategorien zur Verfügung, wodurch diversifizierte Portfolios gestaltet und die Gesamtheit von Investmentzielen umgesetzt werden können.

Investor\_innen haben grundsätzlich zwei Möglichkeiten:

Wer sein Geld „sauber“ verdienen will, wird durch die Ausschlusskriterien aller nachhaltigen Fonds zufrieden gestellt; die jeweiligen Kriterien sind leicht zugänglich, daher können die dem jeweiligen ethischen Empfinden angemessensten mit wenig Aufwand

## Sustainable Investment League Ranking 2018



- ① Indonesien
- ② Indien
- ③ China
- ④ USA
- ⑤ Thailand
- ⑥ Südafrika
- ⑦ Brasilien
- ⑧ VAE
- ⑨ Chile
- ⑩ Taiwan
- ⑪ Portugal
- ⑫ Schweden
- ⑬ Italien
- ⑭ Australien
- ⑮ Schweiz
- ⑯ Polen
- ⑰ Niederlande
- ⑱ Frankreich
- ⑳ Österreich
- ㉑ Großbritannien
- ㉒ Spanien
- ㉓ Russland
- ㉔ Deutschland
- ㉕ Belgien

Quellen: Auswahlprozess dargestellt frei nach UNSDG und AB sustainable research portfolio, Current Strategy and Review, 30.6.2018 | www.alliancebernstern.com (links) | Schröders Global Investor Study 2018 (rechts) | Grafik: **stimme**

recherchiert werden. Bezüglich dieser Gewissensberuhigung stehen inzwischen auch kostengünstige ETFs (*exchange traded funds*) zur Verfügung. Wer ethisches Handeln hingegen als konstruktiven Prozess versteht und nicht als jenen Rest, der übrig bleibt, wenn alles „Böse“ oder Verbotene unterlassen wird, findet in den aktiven Fonds, die Konzepten wie *impact investing* oder *stewardship* folgen, geeignete Geschäftspartner.

Die Erwartung, dass irgendeine Etikett eine Garantie für „Ethik“ wäre, ist naiv; mehr noch, sie ist kontraproduktiv: Ethisches Investieren ist eben auch und vor allem eine Einladung an Investor\_innen, sich mit ihren Investments intensiver und in einem offenen Prozess ständigen Dazulernens auseinanderzusetzen.

### Schwellenländer

Der derzeit spannendste Bereich für ethisches Investieren sind *Schwellenländer*; das bisherige Angebot

an ethischen Fonds investiert vorwiegend in Nordamerika und Europa, d. h. die aufstrebenden Volkswirtschaften werden eklatant untergewichtet. Laut den aktuellsten Zahlen des IMF machen die Schwellenländer bereits 60 Prozent der globalen Wirtschaftsleistung aus – sind in den globalen Aktienindices aber nur mit knapp zehn Prozent gewichtet.

Menschen in Europa sehen die Welt immer noch bipolar: hier die reichen Industrienationen, dort der arme Rest der Welt. In den letzten 40 Jahren, vor allem aufgrund des Aufstiegs Asiens, hat sich das aber völlig geändert: Die globalen Einkommen sind inzwischen in einer Glockenkurve verteilt. Die Einkommensunterschiede *innerhalb* der Staaten haben zugenommen, jene *zwischen* den Staaten aber abgenommen. Mit dieser Entwicklung geht aber auch einher, dass Investitionen aus den Schwellenländern immer größere Bedeutung haben und somit deren jeweilige Investmentkulturen. Die Umfrage einer englischen Fondsgesellschaft hat ergeben,

dass für Investor\_innen in Schwellenländern, vor allem in Asien, ethische Aspekte tatsächlich einen höheren Stellenwert haben als für europäische. [*Grafik Sustainable Investment League / oben rechts*]

Das kann zumindest als Anregung dienen, sich mit ethischen Vorstellungen in anderen Weltgegenden auseinanderzusetzen. Den Spitzenplatz Indonesiens erklären die StudienautorInnen mit der Nachfrage nach scharia-konformen Fonds. Eine Studie hat kürzlich aufgezeigt, wie hoch die Parallelen zwischen *ESG-Investing* und *islamic finance* sind; deren zentrale Punkte – Zinsverbot und Risikoteilung – scheinen erstaunlich zeitgemäße Elemente einer neuen Investment-Ethik zu sein. Ethisches Investieren heißt, ständig zu lernen – nicht nur über das Investieren, sondern auch über die Ethik.

Georg Tillner CFA. Studierter Historiker, ehemals Film- und Sozialwissenschaftler, seit 1998 in der Investmentbranche. Quellenangaben zu diesem Text unter: [www.contor.at](http://www.contor.at).