



cric e.V. (Hrsg.)

sustainable FINANCE

Die Zukunft nachhaltigen Investierens –
ein interdisziplinärer Ausblick

Ausschlüsse: Versuch einer investmentethischen Systematisierung und Begründung

Kevin Schaefers

Abstract

Dieser Beitrag unternimmt den Versuch einer Kategorisierung von Ausschlusskriterien aus investmentethischer Perspektive. Es werden (1) legal geforderte, (2) finanziell und (3) ethisch begründete Ausschlüsse analysiert. ESG-Risiken werden als finanziell relevante Nachhaltigkeitskriterien identifiziert. Das im Kern ethisch orientierte Konzept der Nachhaltigkeit wird hierbei bewusst auf Kriterien der ökonomischen Messbarkeit einseitig reduziert. Ethisch begründete Ausschlüsse sind hingegen nur vom Standpunkt der Moral aus nachvollziehbar. Es wird zwischen Ausschlüssen in Bezug auf moralwidrige und moralisch bloß anstößige Investments unterschieden. Zur ethischen Klassifizierung von Ausschlüssen wird ein Pro-und-Kontra-Argumentarium empfohlen, das die ethischen Gründe für oder gegen ein Investment gegenüberstellt. Moralische Dissonanzen unter Investorinnen und Investoren lassen sich letzten Endes auf deren unterschiedliche Moralkonzepte zurückführen. Daher ist die metaethische Frage nach dem bestbegründeten Moralkonzept das normative Endspiel in Bezug auf Ausschlusskriterien. Es werden autonome Moralkonzepte und deren Begründungsstrategien, die auf Vernunft, Mitleid oder Interessen basieren, verglichen. Abschließend wird praxisorientiert untersucht, wie sich ökonomistische, konventionelle und ideell orientierte Anlegertypen zu den skizzierten Arten von Ausschlüssen verhalten.

1. Einleitung

Es ist eine marktübliche Praxis von Investoren, bestimmte Investments vom Anlageuniversum auszuschließen. Dabei stellen sich folgende forschungsleitende Fragen: Wie lassen sich die unterschiedlichen Arten von Ausschlüssen systematisch einteilen und aus Investorenperspektive verstehen? Warum schließen bestimmte Investoren Investments mit schlechten Nachhaltigkeitswerten aus finanziellen Gründen aus? Wie können Nachhaltigkeitskriterien überhaupt finanziell wirksam werden und zu Ausschlüssen führen? Was bezwecken Kapitalanleger mit ethisch begründeten Ausschlüssen? Welche ethisch orientierten Begründungsstrategien gibt es, und sind sie ihrerseits alle gleich gut begründet? Diese Fragen wollen wir nachfolgend aus investmentethischer Sicht erörtern.

2. Ausschlüsse: Systematik und Begründung

2.1 Gesetzlich geforderte Ausschlüsse

Der Gesetzgeber verbietet bestimmte wirtschaftliche Aktivitäten, z. B. die Produktion und den Handel von harten Drogen. Folglich sind auch Investments in solche kriminellen Wirtschaftsaktivitäten illegal und vom Investmentuniversum auszuschließen. Wir können verkürzt von »gesetzlich geforderten Ausschlüssen« sprechen. Bestimmte Investments sind also de jure verboten, unabhängig davon, wie finanziell attraktiv sie sein mögen (und die meisten sind finanziell sehr lukrativ). Häufig ist das, was gesetzlich verboten ist, auch aus moralischer Sicht verboten. Illegalität und (moralische) Illegitimität sind dann deckungsgleich. Drogengeschäfte sind ein zutreffendes Beispiel. Es gibt aber auch wirtschaftliche Tätigkeiten, die in einigen Staaten legal sind, aber aus moralischer Sicht als schlecht, zumindest als anstößig beurteilt werden. Dazu zählt beispielsweise die Prostitution. In Deutschland ist sie gesetzlich erlaubt, von kirchlichen und anderen Institutionen wird sie aber als moralisch illegitimes Investment aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen. Illegalität und Illegitimität sind also nicht immer deckungsgleich. Wir werden später bei der Analyse von ethisch orientierten Ausschlüssen noch näher auf das Verhältnis zwischen legalen, aber als illegitim erachteten Wirtschaftsaktivitäten eingehen. An dieser Stelle geht es uns um gesetzlich fundierte Investmentverbote und die mit ihnen korrespondierenden gesetzlich gebotenen Ausschlüsse. In Anlagerichtlinien werden sie nicht separat aufgelistet, da das jeweilige Gesetz ohnehin Gültigkeit hat.

2.2 Finanziell begründete Ausschlüsse

Jede Anlagestrategie enthält finanziell begründete Ausschlusskriterien (kurz: finanzielle Ausschlüsse). Welche Assetklassen, Regionen, Branchen, Unternehmen, Staaten, Währungen etc. explizit oder implizit aus rein finanziellen Gründen ausgeschlossen werden, hängt von den jeweiligen individuellen Anlagezielen ab. Wer beispielsweise als Euro-Anleger eine konservative Anlagestrategie verfolgt, mag der Überzeugung sein, (bestimmte oder alle) Fremdwährungsanleihen aus seinem Anlageuniversum zu exkludieren. Dieser Ausschluss ist weder gesetzlich gefordert noch ethisch fundiert (aus der Perspektive unseres exemplarischen Anlegers); er ist ausschließlich finanziell begründet.

Es mag sein, dass man dieselben Investments aus finanziellen und (oder) ethischen Gründen ausschließt, aber systematisch sind beide Ebenen voneinander unabhängig und formal zu unterscheiden.¹ Beispielsweise schließen einige Investoren Investments in fossile Energieträger (Öl, Gas, Kohle) aus rein finanziellen Gründen aus – ganz unabhängig von irgendeiner ethischen Überzeugung –, weil sie etwa langfristig einen Preisverfall durch eine erhöhte CO₂-Bepreisung prognostizieren. Andere Investoren exkludieren Investments in fossile Energieträger aus rein ethischen Gründen, weil sie in ihnen eine wesentliche Ursache für den Klimawandel sehen und sich nicht mit solchen Investments identifizieren wollen – ganz unabhängig von finanziellen Konsequenzen, seien sie von Vor- oder Nachteil. Es mag auch Investoren geben, die gleichermaßen aus finanziellen und ethischen Gründen Investments in Öl, Gas und Kohle ausschließen. In jedem Falle ist neben der legalen die finanzielle und ethische Ebene analytisch voneinander zu unterscheiden. Welche Begründung für einen Ausschluss im Einzelfall greift, hängt – die juristische Konstellation ausgenommen – maßgeblich von der Motivation der Investoren ab und wie diese sich jeweils als Person verstehen. Darauf werden wir später bei der Analyse von investmentethischen Investorentypen noch ausführlicher eingehen.

2.2.1 ESG-Risiken: finanziell relevante Nachhaltigkeitskriterien

Mit der Einführung von ESG-Risiken rückt ein bestimmter, nämlich ausschließlich finanzieller Aspekt der Nachhaltigkeit in den Fokus unserer Untersuchung. Es gibt Nachhaltigkeitskriterien, von denen Portfoliomanager früher dachten,

¹ Wir verwenden den Ausdruck »ethisch« als Oberbegriff. Er kann sowohl moralische als auch ideelle Aspekte bezeichnen. Diese Unterscheidung wird im Laufe unserer Untersuchung deutlicher werden.

dass sie für die Kapitalanlage finanziell irrelevant, d. h. außerfinanziell, seien, von denen sie heute aber annehmen oder wissen, dass sie finanziell relevant (geworden) sind, vor allem unter Risikogesichtspunkten. Im Kontext des nachhaltigen Investierens sprechen wir allgemein von ESG-Kriterien (»E« für Environmental, »S« für Social und »G« für Governance), und in Bezug auf Ausschlüsse sprechen wir spezifischer von ESG-Risiken. Die Treiber für die zunehmende ökonomische Relevanz von bestimmten Nachhaltigkeitskriterien waren und sind vor allem verschärfte Gesetzgebungen, neue Regularien, insbesondere in der EU, und steigende wirtschaftliche Kosten für Unternehmen, die aus bestimmten Umwelt-, Sozial- oder Governance-Risiken resultieren (z. B. erhöhte Kosten für Versicherungsprämien gegen Produktionsausfälle aufgrund von zunehmenden Extremwetterereignissen). Diejenigen Nachhaltigkeitskriterien, die finanziell unter Risikogesichtspunkten bedeutsam sind – also nicht per se alle Nachhaltigkeitskriterien –, wurden deshalb in das traditionelle Risikomanagement von Kapitalanlagen integriert. Investments, die besonders hohen ESG-Risiken unterliegen, stehen unter besonderer Risikobeobachtung durch ein ESG-Risiko-Monitoring, ihr Anteil im Portfolio wird reduziert, oder sie werden vom Investmentuniversum systematisch ausgeschlossen.²

Mit den ESG-Risiken treffen wir auf das eigenartige Phänomen, dass ein Konzept, das im Kern ein ethisch fundiertes ist, nämlich das Konzept der Nachhaltigkeit, aus Sicht der Finanzindustrie auf seine ökonomische Wirksamkeit (auf Kapitalanlagen oder Kreditgeschäfte) eindimensional reduziert wird. Nachhaltigkeitskriterien, die aus ethischer, aber nicht aus finanzieller Perspektive relevant sind, werden im Rahmen solch einer eingeschränkten Sichtweise ignoriert oder weniger gewichtet. Dieser ökonomischen Verengung der Nachhaltigkeit auf ihre materiell wirksamen Faktoren unter dem Namen »ESG-Investments« muss man sich bewusst sein, sei es als Kapitalanleger, Portfoliomanager oder Wissenschaftler. Doch ohne die Herausstellung der vor allem regulatorisch getriebenen finanziellen Relevanz von Nachhaltigkeit hätten nachhaltige Investments nicht aus der Nische (für zahlenmäßig wenige ideell orientierte Investoren) in den Massenmarkt (für viele konventionelle Investoren) gefunden. Das sogenannte

² ESG-Risiken sind in unserer Definition also alle Nachhaltigkeitskriterien, die unter dem Risikoaspekt als finanziell relevant erachtet und damit als Kandidaten für finanziell begründete Ausschlüsse oder ESG-Negativkriterien infrage kommen. Die Begriffe ESG-Kriterien und ESG-Investments sind semantisch breiter angelegt; sie umfassen in unserem Verständnis auch Nachhaltigkeitskriterien, die unter dem Renditeaspekt finanziell als relevant betrachtet werden können, z. B. themenorientierte ESG-Investments in erneuerbare Energien oder Kreislaufwirtschaft. Hierbei geht es auch um finanziell relevante ESG-Positivkriterien. Diese stehen aber nicht im Fokus unserer ausschchlussbezogenen Untersuchung.

Mainstreaming von nachhaltigen Investments ist im Kern eine finanziell getriebene Erfolgsgeschichte.³

Vor diesem Hintergrund wird klar, dass die Frage, welche Nachhaltigkeitskriterien finanziell relevant sind und als ESG-Kriterien bzw. ESG-Risiken klassifizieren, keine ethische, sondern eine empirische Frage ist. Welche Nachhaltigkeitskriterien von finanziellem Interesse sind, wird nicht argumentativ von Philosophen oder Theologen a priori reflektiert, sondern von Portfoliomanagern oder Betriebswirten a posteriori nach statistischen Verfahren ausgewertet. – Schauen wir uns die einzelnen Bausteine der ESG-Risiken näher an. Dabei geht es uns nicht um eine vollständige Analyse aller finanziell relevanten Nachhaltigkeitskriterien – an dieser Aufgabe arbeiten die Nachhaltigkeitsratingagenturen und die wirtschaftswissenschaftlichen Lehrstühle –, sondern um eine investmentethische Einordnung von ESG-Risiken.

a) GOVERNANCE-RISIKEN

Historisch betrachtet, standen bei den ESG-Kriterien zunächst Governance-Risiken, also Risiken der (schlechten) Unternehmensführung, im Blickpunkt des Portfoliorisikomanagements. Investoren haben die teils kostspielige Erfahrung machen müssen, dass eine schlechte Governance Unternehmen anfälliger macht für Korruption, Betrug und andere illegale Wirtschaftsaktivitäten. Finden sie tatsächlich statt und werden aufgedeckt, ziehen sie juristische Klagen und neben Reputationsschäden zumeist signifikant hohe Strafzahlungen nach sich, die in der Regel bei börsennotierten Unternehmen zu Kursverlusten führen. Beispiele aus der jüngeren Vergangenheit, die dieser Abwärtslogik aus schlechter Governance, Betrugsfällen, juristischen Klagen, Strafzahlungen sowie Kursabschlägen folgen, lassen sich einige finden: Korruptionsskandal bei Siemens in 2006/07, Dieselskandal bei Volkswagen 2015, Bilanzbetrug bei Wirecard, der zur Insolvenz des Unternehmens in 2020 führte, sowie Strafzahlungen der DWS in den USA nach Greenwashing-Vorwürfen in 2023. Im Kern geht es bei Governance-Risiken also um legale Risiken und deren wirtschaftlich nachteilige Folgen für Unternehmen und Anteilseigner. Es bestehen also völlig unabhängig von ethischen Überlegungen auch rein finanzielle Gründe, Aktien und

³ In Bezug auf den Privatkundenmarkt erfolgte das Mainstreaming unter dem Werbeslogan eines doppelten Renditeversprechens, welches neben der finanziellen auch eine ethische oder Nachhaltigkeitsrendite versprach. Man muss aber sehen, dass für die große Mehrheit der Investoren die ethische Rendite als Investmentkriterium nur von Relevanz ist, wenn zugleich das finanzielle Renditeversprechen als Grundvoraussetzung für eine Kapitalanlage als erfüllt gilt – andernfalls investieren diese Kapitalanleger nicht bzw. veräußern nachhaltige Investments wieder.

Anleihen von Unternehmen oder Staaten mit hohem Governance-Risiko von der Kapitalanlage ganz oder partiell auszuschließen.

Dass Governance-Risiken finanzielle Risiken darstellen, ist unbestreitbar. Doch warum es sich dabei um eine Art von Nachhaltigkeitsrisiken handeln soll, bleibt im Dunkeln. Denn im Unterschied zu Umwelt- und Sozialkriterien lassen sie sich nicht etwa im UN-Konzept von *Sustainable Development* verankern, weder in der ursprünglichen Brundtland-Definition⁴ aus 1987 noch in der Fassung der 17 Sustainable Development Goals (SDG)⁵ aus 2015. Wie dem auch sei, es war ein kluger Schachzug von bestimmten Protagonisten, welche Nachhaltigkeitsthemen auf die Agenda der Finanzindustrie setzen wollten (sei es aus ideellen, sei es aus geschäftlichen Motiven), Governance-Risiken in das ESG-Konzept zu integrieren und sie unter dem Titel von Nachhaltigkeitsrisiken, die sie im engeren Sinne gerade *nicht* sind, zu vermarkten. Denn es sind die Governance-Risiken, für die man unter traditionellen Portfolio- und Risikomanagern am wenigsten werben muss, da ihre finanzielle Relevanz evident und gut nachweisbar ist. Dass bestimmte Umwelt- und Sozialkriterien aus finanziellen Gründen für die Kapitalanlage zu beachten seien, ist viel schwerer zu verargumentieren. Dies gilt umso mehr, je weiter man in die Vergangenheit von ESG-Konzepten zurückgeht, da hier der regulatorische Rückhalt für die finanzielle Wirksamkeit von Nachhaltigkeitsfaktoren noch kaum oder gar nicht vorhanden war.

b) UMWELTRISIKEN

Die ökonomische Signifikanz von bestimmten – nicht von vornherein allen – Umweltrisiken für die Kapitalanlage und das Kreditgeschäft ist heute ein Gemeinplatz in der Financial Community, zumindest in der EU. Der durch erhöhte Treibhausgasemissionen aufgrund der Verbrennung fossiler Energieträger anthropogen verursachte Klimawandel steht dabei im Fokus. Die EU hat im Rahmen ihres EU Green Deals (2021) das Ziel formuliert, ihre Treibhausgasemissionen bis 2030 um mindestens 55 Prozent gegenüber dem Stand von 1990 zu reduzieren und bis 2050 als erste Wirtschaftsregion weltweit emissionsfrei zu sein.⁶

Mit einer Reihe von politischen Steuerungsinstrumenten und Regularien (EU-Emissionshandelsystem ETS, EU-CBAM, EU-Taxonomie, EU-SFRD, EU-CSRD etc.) hat sie Sorge dafür getragen, dass die ökonomischen Kosten für erhöhte

⁴ <https://www.un.org/en/academic-impact/sustainability>

⁵ <https://sdgs.un.org/goals>

⁶ https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en

CO₂-Emissionen (und deren Äquivalente) auf Ebene der sie verursachenden Unternehmen sukzessive steigen und transparent werden. Durch das zentrale wirtschaftspolitische Instrument der Internalisierung von ansonsten an Gesellschaft und zukünftige Generationen ausgelagerten CO₂-Folgekosten – wie z. B. Kosten für zunehmende Extremwetterereignisse – werden CO₂-Emissionen bepreist und in die betriebswirtschaftliche Kostenrechnung von Unternehmen integriert.⁷ Auf diese Art und Weise werden ökologische Risiken und Schäden zwingend mit finanziellen Risiken verknüpft.

Es gibt also, ganz unabhängig von ethischen Überlegungen, auch gute finanzielle Gründe, Aktien und Anleihen von Unternehmen oder Staaten mit hohen Carbon Risks aus dem Portfolio auszuschließen oder ihren Anteil zu reduzieren.

Die Qualifizierung des Klimawandels als finanziell relevantes Nachhaltigkeitskriterium, d. h. als ESG-Risiko, ist weitestgehend durch die Regulatorik in der EU getrieben. Es ist die Regulatorik und damit die Politik, die dafür gesorgt hat, dass ein spezifisches Umweltisiko zu einem ökonomischen Risiko für Realwirtschaft, Kreditinstitute und Kapitalanleger wurde. Doch der Klimawandel ist nicht das einzige Umweltproblem. Unsere Wirtschaftsweise verursacht weitere Umweltprobleme, dazu zählen u. a. Biodiversitätsverluste, die biologische Verarmung der Böden oder die Vermüllung der Meere, vor allem mit Plastik. Für diese Umweltprobleme hat größtenteils noch keine Internalisierung von Folgekosten stattgefunden. Sie spielen – global betrachtet – in der Kostenkalkulation von Unternehmen und Verbrauchern keine wesentliche Rolle. Es gilt zu konstatieren, dass bislang nach dem Prinzip verfahren wird: Was keinen Preis hat, hat keinen Wert.⁸ Vor diesem Hintergrund ist die Arbeit an pragmatischen

⁷ In der EU liegen die aktuellen CO₂-Preise im Rahmen des EU-Emissionshandelssystems bei ca. 75 Euro pro Tonne CO₂ (per 10. Januar 2025), haben aber schon etwas über 100 Euro im Februar 2023 als bisherige Höchstmarke in der EU gesehen. Die tatsächlichen CO₂-Folgekosten für Gesellschaft und nachfolgende Generationen, auch als Social Cost of Carbon (SCC) bezeichnet, werden von den meisten Experten als deutlich höher, nicht selten über dreimal so hoch, mit ca. 300 Euro pro Tonne CO₂, bewertet. Zum Konzept der Bepreisung von Externalitäten siehe in diesem Buch auch den Beitrag von Andreas Gintschel und Christian Wiehenkamp.

⁸ In diesem Kontext ist ein Kommentar zum Anti-ESG-Movement in den USA angebracht: Hier wird u. a. die These vertreten, dass die Integration von ESG-Kriterien bei der Kreditvergabe und Kapitalanlage zu einer Erhöhung der Kosten für Unternehmen mit schlechtem ESG-Rating führe. So erhöhten sich zum Beispiel die Stromkosten, weil Kohleförderung von Anlegern und Banken finanziell benachteiligt würde. – Dieses Argument ist sogar zutreffend. Doch die Kosten für fossile Energieträger sollen bewusst steigen, damit sich Investitionen in erneuerbare Energien langfristig rechnen. Wenn die USA ESG-Kriterien nun wieder per Gesetz entwerfen, bedeutet dies, dass zu erwartende Kostenbelastungen durch den Klimawandel an zukünftige Generationen externalisiert werden. Es ist bedauerlich, dass Bevölkerungsteile in den USA noch nicht verstanden zu haben scheinen, dass dieser Deal langfristig ein sehr schlechter für sie ist. Es zeigt aber auch, dass eine Regulatorik frühzeitig vonnöten ist, damit ESG-Risiken finanziell über Ausschlüsse aus dem Investmentuniversum wirksam werden können.

Lösungsansätzen zur Internalisierung von zentralen anthropogen verursachten Umweltrisiken von hoher Wichtigkeit.⁹ Was einen ökologischen Wert hat, sollte auch einen ökonomischen Preis bekommen.

c) SOZIALE RISIKEN

Die These der finanziellen Relevanz für Unternehmen und Kapitalanlage gilt im Prinzip auch für soziale Nachhaltigkeitskriterien, aber ihre Beziehung zu den Finanzkennzahlen von Unternehmen ist komplexer als bei den vorgestellten Governance- und Umweltrisiken. Die moralische Notwendigkeit der Implementierung von sozialen Nachhaltigkeitsfaktoren in wirtschaftliches Handeln steht außer Frage und war von Anfang an konstitutives Element des UN-Programms zur nachhaltigen Entwicklung; schwierig ist allerdings der direkte Nachweis ihrer finanziellen Wirksamkeit auf Unternehmensebene. Während Governance-Verstöße über Strafzahlungen monetär messbar sind und Klimarisiken durch die CO₂-Bepreisung bilanziell (zumindest partiell) abgebildet werden können, ist es herausfordernder festzustellen, welche messbaren wirtschaftlichen Vor- und Nachteile die Implementierung oder Vernachlässigung z. B. des sozialen Themas der Geschlechtergleichstellung (Gender Equality) in einem Unternehmen für dieses Unternehmen hat. Es stehen Kennzahlen zur Verfügung, um messen zu können, wie gut oder schlecht ein bestimmtes Unternehmen Gender-Equality-Kriterien umsetzt.

Aber damit ist im Kontext der Messung von ESG-Risikofaktoren noch nicht nachgewiesen, wie diese kausal auf die Finanzkennzahlen von Unternehmen wirken. Es bleibt häufig bei generellen Aussagen, wie beispielsweise Geschlechtergleichstellung im Unternehmen führe indirekt zu Imagegewinnen, einer höheren Attraktivität als Arbeitgeber, einer besseren Positionierung im Wettbewerb um junge Talente, einer höheren Mitarbeiterbindung und -zufriedenheit und damit in Summe zu besseren finanziellen Ergebnissen. Zum Nachweis dieser hypothetischen Wirkungskette bedient sich die Wissenschaft häufig statistischer Korrelationsverfahren, um finanziell relevante Beziehungen plausibilisieren zu können. Das ist besser als nichts, aber weniger als bei den vorgestellten Governance- und Umweltrisiken. Erschwerend kommt hinzu, dass die EU bislang keine Sozialtaxonomie in Ergänzung zur bestehenden EU-Umwelttaxonomie verabschiedet hat. Diese würde das finanzielle Nachweisproblem nicht

⁹ Die Internalisierung von externalisierten Kosten ist sicherlich nicht das einzige probate Mittel zur Lösung von Umweltproblemen, aber sie ist eines, das sich gut globalisieren lässt. Deshalb scheint mir auch die Einführung eines globalen CO₂-Preises ein geeignetes Instrument zur Dekarbonisierung der Wirtschaft zu sein.

lösen, aber im ersten Schritt eine juristisch-definitive Grundlage schaffen, auf deren Basis finanzielle Wirkungsmechanismen analysiert und etabliert werden könnten.

2.3 Ethisch begründete Ausschlüsse: moralwidrige, suberogatorische und moralkonforme Investments

Es gibt Negativkriterien, die nur vom Standpunkt der Moral aus nachvollziehbar sind. Beispielsweise schließen häufig kirchliche Investoren Investments in Staaten aus, die die Todesstrafe exekutieren. Das hat zur Konsequenz, dass sie den US-amerikanischen Staatsanleihenmarkt als den weltweit wichtigsten Markt für Government Bonds aus dem Anlageuniversum exkludieren.¹⁰ Dieser Ausschluss ist offensichtlich mit erheblichen finanziellen Nachteilen verbunden. Er ist nur ethisch, aber nicht wirtschaftlich sinnvoll. Ethisch motivierte Investoren wollen, allgemein gesprochen, bestimmte moralische Mindeststandards einhalten. Daher schließen sie Investments in Staaten und Unternehmen aus, die moralwidrig, d. h. moralisch schlecht und moralisch verboten sind – völlig unabhängig von möglichen finanziellen Nachteilen. Sie wollen durch ethisch begründete Ausschlüsse ein moralkonformes Investmentuniversum erhalten. Auf diese Weise wollen sie bewusst ausschließen, Zinseinnahmen, Dividendenausschüttungen oder Kursgewinne von Unternehmen bzw. Staaten zu erhalten, deren Aktivitäten sie als moralwidrig bewerten. Es besteht, von ihrem Standpunkt der Moral aus betrachtet, eine moralische Pflicht zum Ausschluss.

Historisch betrachtet, begründeten bestimmte religiöse Gruppierungen, etwa Quäker und Methodisten, im 19. Jahrhundert auf Basis von ethisch motivierten Ausschlüssen das Konzept des nachhaltigen Investierens (Gabriel 2008). Noch heute setzen fast 90 Prozent aller nachhaltigen Anlagestrategien in Deutschland (ethisch begründete) Ausschlüsse ein (FNG Marktbericht 2024, S.17). Ethisch motivierte Ausschlüsse sind also sowohl historisch initiativ als auch definitiv konstitutiv für nachhaltiges Investieren. Wer nachhaltig investieren will, beginnt in der Regel mit der Frage, wozu aus ethischen Gründen *nicht* investiert werden soll, welche Investments also auszuschließen sind.

Eine ausdrücklich ethische Begründung für bestimmte Ausschlüsse findet sich zum Beispiel im »Leitfaden für ethisch-nachhaltige Geldanlage der evangelischen Kirche« in Deutschland (EKD 2023). Investments in Staatsanleihen von

¹⁰ »Suberogatorisch« bezeichnet im Lateinischen wörtlich übersetzt das, was unterhalb des Verpflichtenden liegt.

Staaten, die die Todesstrafe praktizieren, sollten ausnahmslos ausgeschlossen werden, weil die Todesstrafe prinzipiell »nicht mit der Wahrung der Menschenwürde vereinbar« sei (ebd., S. 47).

In Bezug auf Kapitalanlagen in Unternehmen berücksichtigt die EKD finanzielle Aspekte bei Ausschlüssen, indem sie zwar bestimmte Geschäftsbereiche aufgrund ihrer Moralwidrigkeit vom Investmentuniversum exkludiert (u. a. Rüstung, Alkohol, Tabak, Glücksspiel, Pornografie, Atomenergie und Kohle), aber nur dann, wenn sie mehr als fünf Prozent ihres Umsatzes in diesen Bereichen erzielen. Die EKD plädiert mit dieser Schwellenwertregel für »Verhältnismäßigkeit« (ebd., S. 38), ohne moralische Prinzipien mit finanziellen Vorteilen utilitaristisch verrechnen zu wollen.

In dem genannten Leitfaden trifft die EKD eine formale ethische Unterscheidung, die für unsere Analyse zentral ist. Sie unterscheidet bei den Ausschlusskriterien zwischen Muss- und Kann-Ausschlüssen. Beispielsweise sollen Unternehmen, die »unkonventionelle Förderung von Öl und Gas betreiben«, zwingend aus dem Investmentuniversum ausgeschlossen werden (bei Überschreitung der erwähnten fünfprozentigen Umsatzschwelle), während Unternehmen, die mit »konventionellen Mitteln Öl gewinnen, Gas fördern oder hieraus Strom generieren«, ausgeschlossen werden *können* (ebd., S. 37). Uns geht es hier um eine formale Differenzierung, nämlich die Unterscheidung zwischen moralwidrigen Investments, die moralisch schlecht und moralisch verboten sind, auf der einen Seite und moralisch bloß anstößigen, genauer: suberogatorischen Investments, die moralisch schlecht, aber nicht moralisch verboten sind, auf der anderen Seite. Es ist aus moralischer Sicht gefordert, moralwidrige Investments aus dem Investmentuniversum auszuschließen; es ist aber nur moralisch wünschenswert und eine Sache der individuellen Präferenz, suberogatorische Investments aus dem Anlageuniversum zu exkludieren.

Diese subtile, aber signifikante ethische Unterscheidung wird in der Finanzindustrie häufig übersehen. Stattdessen gibt es die Tendenz, alle ethisch begründeten Ausschlusskriterien kategorial gleich zu behandeln. Aber es ist ein großer Unterschied, ob ein Investment aus ethischer Perspektive als moralisch anstößig (suberogatorisch) oder als moralwidrig klassifiziert wird. In Bezug auf ein moralwidriges Investment reagieren die Mitglieder der moralischen Gemeinschaft mit dem moralischen Gefühl der Empörung und fordern den Ausschluss. Denn es besteht eine als begründet erachtete moralische Pflicht zum Ausschluss. Das Gefühl der Empörung und die Rede von einer moralischen Verpflichtung sind aber bei bloß wünschenswerten Ausschlüssen fehl am Platz.

Sie sind zwar moralisch schlecht, aber nicht so schlecht, dass ein striktes Verbot moralisch gefordert wäre. Unter den »Top Ten der unternehmensbezogenen Ausschlusskriterien in Deutschland« finden sich sowohl »Streubomben und Antipersonenminen« (Rang 2) als auch »Tabak« (Rang 8) (FNG 2024, S. 17).¹¹ Wir würden dafür argumentieren, dass diese zwei Ausschlüsse aus ethischer Sicht unterschiedlich zu klassifizieren sind: Investments in Streubomben sind moralwidrig, Investments in Tabak sind lediglich suberogatorisch. Und daher ist ihr Ausschluss nur wünschenswert, aber nicht moralisch verpflichtend.

Die erwähnte Top-Ten-Liste unternehmensbezogener Ausschlüsse listet weiterhin »Kernenergie« als Ausschlusskriterium auf dem neunten Rang. Aus investmentethischer Sicht ist dies ein interessanter Fall. Denn Kernenergie wird seitens der aktuellen EU-Taxonomie als nachhaltige Übergangstechnologie (wie auch Gas) klassifiziert. Während also deutsche Investoren Investments in Kernenergie als moralwidrig bei nachhaltigen Anlagestrategien häufig ausschließen – auch die EKD in ihrem Leitfaden –, empfiehlt die EU-Taxonomie Kernenergie nicht bloß als legales, sondern legitimes nachhaltiges und damit moralkonformes Investment (ohne diesen Ausdruck zu verwenden). Dieses Beispiel veranschaulicht, dass dasselbe Kriterium bzw. Investment von Investoren ethisch unterschiedlich beurteilt werden kann:

- (1) als moralwidrig und ausschlussverpflichtend,
- (2) als suberogatorisch und ausschlusswünschenswert oder
- (3) als moralkonformes Positivkriterium bzw. Investment.

Im Hinblick auf die Kategorisierung ist wichtig zu konstatieren, dass es keine empirische Eigenschaft von Investments gibt, die es Investoren ermöglicht, sie ethisch in eine der drei genannten Klassen einzuordnen. Man kann die finanziellen Auswirkungen eines Ausschlusses empirisch messen, wie wir im vorangegangenen Kapitel gesehen haben, etwa über statistische Verfahren; man kann Investoren auch empirisch befragen, wie sie bestimmte Investments ethisch kategorisieren; aber man kann nicht empirisch die genuin ethische Frage beantworten, ob ein bestimmtes Investment, wie etwa in Kernenergie oder Gas, moralwidrig, moralisch anstößig oder moralkonform ist. Hierfür ist eine ethische Reflexion bzw. normative Begründung vonnöten.

¹¹ Die Top-Ten-Liste für unternehmensbezogene Ausschlüsse in Deutschland, die auf einer Marktumfrage unter deutschen Investoren in 2023 beruht, war wie folgt: 1. ABC-Waffen, 2. Streubomben und Antipersonenminen, 3. Verstöße gegen Menschenrechte, 4. fossile Energieträger/Kohle, 5. Verstöße gegen Arbeitsrechte, 6. Verstöße gegen Umweltgesetze/-zerstörung, 7. Korruption/Bestechung, 8. Tabak, 9. Kernenergie, 10. sämtliche Waffen (ebd.).

3. Normative Reflexion: Zur Begründung von ethisch motivierten Ausschlüssen

3.1 Pro-und-Kontra-Argumentarium

Wenn Investoren die Frage diskutieren, ob sie fossile Energieträger aus ihrem Investmentuniversum aus finanziellen Gründen ausschließen sollen, dann prüfen sie empirisch, welche finanziellen Vor- und Nachteile solch ein Ausschluss in der Vergangenheit auf ihr Portfolio gehabt hätte und ob sich diese Vor- und Nachteile auch für die Zukunft fortschreiben lassen. Wenn Investoren hingegen normativ entscheiden wollen, ob sie fossile Energieträger aus ethischen Gründen aus ihrem Anlageuniversum ausschließen sollen, müssen sie anders vorgehen. Sie könnten im ersten Schritt ein Pro-und-Kontra-Argumentarium erstellen, in dem sie die ethischen Gründe gegenüberstellen, die für bzw. gegen solch einen Ausschluss sprechen. Beispielsweise könnten sie argumentieren, dass die Verbrennung fossiler Energieträger den Klimawandel (mit)verursacht hat und daher Extremwetterereignisse befördert. Deshalb sollte ein prinzipieller Ausschluss bzw. ein Divestment erfolgen. Sie könnten aber auch mit Rekurs auf die EU-Taxonomie dafür plädieren, dass nur Öl und Kohle, aber nicht Gas, das eine taxonomiekonforme Übergangstechnologie ist, ausgeschlossen werden sollte. Oder sie könnten, wie im EKD-Leitfaden, argumentieren, dass unkonventionelle Fördermethoden bei Öl und Gas verpflichtend auszuschließen seien, konventionelle jedoch nicht. Deren Ausschluss sei wünschenswert, aber nicht verpflichtend. Oder sie könnten sagen, man sollte bewusst in diejenigen Öl-, Gas- und Kohleunternehmen investieren, die sich zu Unternehmen mit Schwerpunkt auf erneuerbare Energien transformieren wollen. Schließlich könnten sie sagen, sie sollten nur in diejenigen Unternehmen aus der fossilen Energiebranche investieren, die sich nicht transformieren wollen, um sie durch aktivistische Engagement-Maßnahmen wie Voting- und Voicing-Verfahren auch wider deren Willen zu transformieren.

Diese Gegenüberstellung von Pro- und Kontra-Argumenten zeigt exemplarisch, wie vielschichtig ein kontroverses Geschäftsfeld aus normativer Sicht bewertet werden kann. So gibt es plausible Gründe, Gas als moralwidriges, moralisch anstößiges oder sogar als moralkonformes Investment zu betrachten. Und selbst wenn man es als moralwidriges Investment bewertet und daher prinzipiell ausschließen sollte, gibt es nachvollziehbare Argumente, gerade in Gas-, Öl- und Kohleunternehmen aus moralischen Gründen zu investieren, nämlich um sie mit Kapital oder Know-how zu unterstützen, sich von »braunen« in

»grüne« Unternehmen zu transformieren.¹² Moralwidrigkeit impliziert also nicht per se einen ethisch begründeten Ausschluss, sie kann auch einen Einschluss implizieren, d. h. eine Investition zum Zwecke einer Transformation (unter der notwendigen Bedingung, dass sich die infrage kommenden Geschäftsmodelle prinzipiell transformieren lassen).

Es ist also für Investoren, die den Standpunkt der Moral einnehmen, sinnvoll, eine Gegenüberstellung von allen wesentlichen ethischen Gründen, die für und gegen ein Investment sprechen, zu machen und im zweiten Schritt zu überlegen, welche Konsequenzen aus ethischer Sicht daraus zu ziehen sind:

- (1) Prinzipieller Ausschluss,
- (2) Ausschluss mit Schwellenwert,
- (3) Ausschluss, sofern finanziell ohne Nachteil (bei bloß suberogatorischen Investments),
- (4) Einschluss zu Transformationszwecken, flankiert durch Engagement-Maßnahmen etc.

Investoren, die solch ein Argumentarium systematisch erstellen, werden die Erfahrung machen, dass sie sich auf dem Feld der Ethik häufig auf unsicherem Terrain bewegen, wo sich selten eindeutige normative Urteile fällen lassen; vielmehr müssen sie im Modus des Abwägens, Differenzierens und Immer-wieder-Neubewertens navigieren. Das gilt besonders für die Beurteilung von neu aufkommenden Technologien, etwa im Bereich der künstlichen Intelligenz oder Biotechnologie, sowie im Kontext von geopolitischen Umbrüchen, die jüngst zum Beispiel zu einer revidierten Einschätzung von Herstellern von Rüstungsgütern zur Verteidigung geführt haben. Neue Technologien und geopolitische tektonische Verschiebungen evozieren nicht nur wirtschaftliche, sondern auch ethische Neubewertungen; sie können nicht nur ökonomisch, sondern auch

¹² Es ist ein Konstruktionsfehler der EU-Taxonomie, dass sie mit einer binären Logik operiert und Kapitalströme nur zu Investments lenkt, die ihren strengen Nachhaltigkeitsanforderungen genügen. Dadurch werden Unternehmen bei nachhaltigen Anlagestrategien systematisch ausgeschlossen, die noch nicht taxonomiekonform (d. h. nachhaltig gemäß EU-Definition) sind, die sich aber transformieren wollen oder müssen. Ihnen wird dann die Kapitalbeschaffung für die Transformation erschwert, weil Kapital in Unternehmen fließt, die bereits taxonomiekonform sind, weil sie qua ihres Geschäftsmodells immer schon nachhaltig und nicht transformationsbedürftig waren (z. B. Unternehmen im Sektor Solar- und Windenergie). Doch viele Unternehmen in Europa, besonders in Deutschland, sind in emissionsintensiven Industrien des produzierenden Gewerbes angesiedelt (Automobil, Chemie, Zement, Papier, Glas, Stahl etc.). Solange transformative Investments nicht auch als nachhaltige Investments gemäß EU-Norm klassifizierbar sind, kann die grüne Transformation im Ganzen nicht gelingen. Investments sollten also de jure als nachhaltige Investments gelten, wenn sie (1) entweder in Unternehmen investieren, die bereits nachhaltig wirtschaften oder (2) die sich glaubhaft auf den Weg machen, nachhaltig zu wirtschaften, die sich also transformieren wollen.

ethisch disruptiv wirken. Vor diesem Hintergrund hat sich die marktbezogene Top-Ten-Ausschlussliste von Investoren in der Vergangenheit immer wieder geändert, sowohl in Bezug auf die Art der Ausschlusskriterien als auch in Bezug auf deren Rangfolge.¹³ Mit diesen dynamischen Änderungen ist auch in Zukunft zu rechnen. Werden ethisch motivierte Anleger Staatsanleihen von EU-Staaten ausschließen, wenn sich immer mehr populistische Parteien an der Regierung beteiligen? Wird man etablierte IT-Konzerne aus ethischen Gründen ausschließen, wenn sie kleine Atomkraftwerke für ihre energiehungrigen Rechenzentren bauen (lassen)? Wird man militärische Verteidigungsgüter statt als moralwidrig nur noch als moralisch anstößige Investments klassifizieren? Etc.

In der Praxis werden ethisch orientierte Pro-und-Kontra-Gegenüberstellungen viel zu selten angewandt. Zumeist kommunizieren Finanzinstitute ihre Ausschlusskriterien bloß listenartig, ohne die Ausschlussgründe näher zu erläutern. Getreu dem Motto »Der Markt hat immer recht« werden etablierte Ausschlusskriterien von Marktteilnehmern weitestgehend unreflektiert übernommen. Der Leitfaden der EKD weicht von solch einer einsilbigen Kommunikationspraxis ab, indem er zumindest die wesentlichen Argumente aufführt, die zu den Ausschlüssen aus Sicht der EKD geführt haben, ohne allerdings im Rahmen eines fiktiven Zwiegesprächs auch auf die möglichen Gegenargumente einzugehen (EKD 2023, S. 38 ff.).

3.2 Metaethische Untersuchung:

Welches ist das bestbegründete Moralkonzept?

Eine umfassende investmentethische Reflexion endet jedoch nicht mit der kasuistischen Gegenüberstellung von Für und Wider zu einzelnen Ausschlüssen. Denn bei genauerer Analyse wird deutlich, dass Investoren mit ihren Argumenten bewusst oder unbewusst auf ein bestimmtes Moralkonzept und dessen normatives Fundament Bezug nehmen. Anhand des Leitfadens der EKD lässt sich das veranschaulichen. In der Begründung für den Ausschluss von Investments in Staaten, die die Todesstrafe anwenden, nimmt die EKD ausdrücklich Bezug auf die christliche Ethik und deren Menschenbild: »Das stärkste Argument gegen die Todesstrafe entstammt der christlichen, insbesondere der

¹³ Der Marktbericht des FNG listet seit vielen Jahren die Top-Ten-Ausschlusskriterien von Investoren in Deutschland. Es lässt sich daher zeigen, dass sich die Ausschlusskriterien bei nachhaltigen Kapitalanlagen im Zeitverlauf immer wieder geändert haben (vgl. <https://fng-marktbericht.org/>). Interessant wäre eine wissenschaftliche Studie, die nicht nur die Ausschlusskriterien im historischen Verlauf für ein einzelnes Land, sondern auch im internationalen Vergleich untersucht. Es ist zu vermuten, dass auch hier mitunter erhebliche Abweichungen bestehen.

reformatoren Ethik: die Unterscheidung zwischen der Person und ihren Taten. Als Idee von der unverletzlichen Menschenwürde hat dieser Gedanke Eingang in europäische Rechtssysteme gefunden. Die Todesstrafe ist darum prinzipiell nicht mit der Wahrung der Menschenwürde vereinbar.« (Ebd. S. 47) Die EKD macht transparent, dass das normative Fundament ihrer Argumentation auf ihrem christlichen Weltbild, das die Unantastbarkeit der Menschenwürde impliziert, basiert. Das ist aus Sicht der EKD die ethische Letztbegründung für den Ausschluss.

Doch wie verhält es sich, wenn Investoren diesem theonomen Moralkonzept nicht zustimmen können? Dann verlöre auch die Argumentation ihre Begründungsbasis. Das Argument könnte immer noch gut begründet sein, allerdings würde man eine andere normative Begründungsbasis benötigen, ein anderes Moralkonzept mit einem anderen moralischen Standard, auf den man argumentativ rekurren und mit dem man einen Begründungsanspruch für den Ausschluss einlösen könnte. Letzten Endes stellt sich die metaethische Frage, welches Moralkonzept bzw. welche Moralkonzepte am besten begründet sind. Solch eine tiefgehende ethische Untersuchung kann man von Investoren und Finanzinstituten nicht einfordern; sie ist ihnen nicht zumutbar. Sie fällt in das Zuständigkeitsgebiet der Geisteswissenschaften, genauer: der Ethik. Die Frage nach der ethischen Begründung von Ausschlusskriterien mündet im dritten Schritt in die metaethische Analyse über die Begründungsqualität von unterschiedlichen Moralkonzepten. Das ist das normative Endspiel.

Diese Analyse können wir im Rahmen dieses Aufsatzes nicht leisten. Aber einige wesentliche Moralkonzepte und deren Begründungsstrategien seien hier zumindest skizziert. In der philosophischen Tradition wird zwischen heteronomen und autonomen Moralkonzepten unterschieden. Bei heteronomen, d. h. fremdbestimmten Moralkonzepten rekurriert die Begründung moralischer Normen auf Gott, die Tradition oder auf Autoritäten. Im Zuge der Aufklärung hat u. a. Immanuel Kant den Versuch unternommen, die Moral autonom, d. h. selbstbestimmt zu begründen. Sein Begründungskonzept, so Kant, basiere nicht auf theonomen oder metaphysischen Prämissen, sondern auf der menschlichen Vernunft bzw. einem spezifischen Rationalitätsverständnis: der »reinen praktischen Vernunft« (Kant 1785). In Kants Moralkonzeption werden die wesentlichen formalen Charakteristika der jüdisch-christlichen Moralvorstellung beibehalten. Es ist eine universalistisch-egalitäre Moralkonzeption, d. h., alle Menschen sind Mitglieder der moralischen Gemeinschaft, und jeder hat dieselben moralischen Rechte und Pflichten. Die moralischen Kerninhalte von Kants autonomer Moral-

philosophie sind also anschlussfähig an die religiös-heteronome Tradition, werden aber nicht theonom, sondern mit Rekurs auf die menschliche Rationalität zu begründen versucht. Kants Grundidee, dass Moralität der Rationalität von vornherein immanent sei, erachteten aber einige Philosophen als nicht überzeugend. Sie kritisierten Kants reine praktische Vernunft als philosophische Erfindung, als Überhöhung der menschlichen Vernunft und damit doch wieder als metaphysische Prämisse. In Abgrenzung von Kant und gleichzeitig auf seinen Schultern stehend, entwickelten sie im Kontext einer autonomen Moralkonzeption alternative Begründungsstrategien. Eine ist die Mitleidsethik, wie sie u. a. Arthur Schopenhauer entworfen hat (Schopenhauer 1841). Ihre normative Begründungsbasis ist nicht eine spezifische Form der Rationalität, sondern das Mitgefühl. Gegen Mitleidsethiken ist allerdings der Haupteinwand, dass man nicht von jemandem fordern kann, Mitleid zu haben. Entweder jemand hat es oder nicht. Vor diesem Hintergrund unternimmt der moralische Kontraktualismus den Versuch, Moralität nicht auf Basis eines überhöhten Rationalitätsbegriffs oder auf Mitleid zu fundieren, sondern auf Basis von verallgemeinerungsfähigen Einzelinteressen; wir könnten auch verkürzt sagen: auf Basis vom Wollen. Der moralische Kontraktualismus wurde im deutschsprachigen Raum u. a. durch Peter Stemmer (2000) ausbuchstabiert. Die kontraktualistische Moralkonzeption ist, so Stemmer, jedoch nicht aus sich heraus universalistisch und egalitär. Es ist eine Moralkonzeption, die nur sehr beschränkt anschlussfähig ist an die tradierte christlich-jüdische Moralvorstellung. Es ist im Kern eine Minimalmoral mit geringerer Reichweite und weniger Inhalten als die tradierte Moral. Die Ideen von Gerechtigkeit und Gleichheit gehören im Kontraktualismus nicht mehr in den Bereich der Moral, sondern werden als altruistische Ideale verstanden, die man haben kann, aber nicht haben muss (ebd., S. 298 ff.). Der moralische Kontraktualismus hat aber einen großen Vorteil. Er fundiert auf einer soliden Basis, die man bei allen Menschen voraussetzen kann, nämlich das Vorhandensein von Eigeninteressen.

Im Lichte dieser drei skizzierten autonomen Moralkonzepte und ihrer normativen Maßstäbe – Vernunft, Mitleid, Wollen – kann eine ausschlussbezogene normative Analyse in den oben beschriebenen zwei Schritten erfolgen: Erstens ist auf Ebene der Investmentobjekte, d. h. der Unternehmen und Staaten, zu beurteilen, wie diese sich ethisch klassifizieren lassen: Welche Investments gelten in den jeweiligen Moralkonzepten als moralwidrig, welche als moralisch anstößig, welche als moralkonform, und welche fallen in den Bereich altruistischer Ideale? Zweitens ist auf Ebene der Investorenhandlungen zu diskutieren,

welche Konsequenzen moralkonzeptabhängig aus den getroffenen ethischen Kategorisierungen der Investments zu ziehen sind: Sollen beispielsweise moralwidrige oder moralisch anstößige Investments ausgeschlossen werden, wenn ja, mit oder ohne Schwellenwert, oder soll in sie sogar aktivistisch investiert werden, um sie zu transformieren? – Damit haben wir den methodologischen Hintergrund skizziert, vor dem eine metaethische Untersuchung im Kontext von anwendungsorientierten investmentethischen Fragestellungen stattfinden kann. Die Frage, welches Moralkonzept nun das bestbegründete ist, können wir hier nicht beantworten. Sie würde eine eigenständige ethische Untersuchung erfordern.

4. Praxisanwendung: Investorentypen und Ausschlüsse

Abschließend geht es darum, praxisorientiert die Frage nach den Ausschlüssen aus der Perspektive von unterschiedlichen Investorentypen zu analysieren. Diese sind durch ihre investmentethischen Motive definiert. Aus Vereinfachungsgründen untersuchen wir drei investorenbezogene Idealtypen: ökonomistische, ideell orientierte und konventionelle Investoren (vgl. Schaefers 2014, S. 204 ff.). Sie unterscheiden sich durch ihre unterschiedliche Hierarchisierung von finanziellen und ethisch orientierten Investmentzielen. Es handelt sich dabei um soziologische Idealtypen (im Sinne Max Webers). Ihre Funktion ist es, die Motive von realen Investoren am Markt besser einordnen und verstehen zu können. Im Fokus steht die Frage, wie unterschiedliche Investorentypen mit Ausschlüssen, vor allem mit ethisch orientierten, umgehen.

4.1 Ökonomistische Investoren

Ökonomistische Investoren sind dadurch gekennzeichnet, dass sie moralblind allein dem Primat ökonomischer Effizienz folgen. In Bezug auf ihre Investmententscheidungen ziehen sie ausschließlich finanzielle Faktoren ins Kalkül. Als ökonomische Nutzenmaximierer nehmen sie nur einen ökonomischen, aber keinen moralischen Standpunkt ein. Von diesem Blickwinkel aus betrachtet, berücksichtigen sie Nachhaltigkeitsrisiken nur dann, wenn sie finanziell relevant sind. Solche Nachhaltigkeitsrisiken haben wir als ESG-Risiken identifiziert. Ökonomistische Investoren sind nicht daran interessiert, ethische Ausschlusskriterien zu beachten, um ein moralkonformes Anlageuniversum zu erhalten. Sie sind für die ethische Dimension des Investierens unempfindlich. Die Frage, ob sie beispielsweise in Unternehmen der fossilen Energiebranche

oder in Rüstung investieren sollen oder nicht, ist für sie eine rein finanzielle Frage. Die moralische Frage stellt sich ihnen nicht.

Es ist aber wiederum eine metaethische Frage, was ökonomistische und andere Investoren dazu zwingen sollte, überhaupt den Standpunkt der Moral einzunehmen. In einer autonomen Moralkonzeption können wir nicht von vornherein davon ausgehen, dass wir uns moralisch verstehen (sollen). Ökonomistischen Investoren müsste man deshalb zunächst zeigen, dass es gute, eventuell sogar rational zwingende Gründe gibt, das Moralischsein in die personale Identität aufzunehmen. Im Rahmen unserer Untersuchung gehen wir dieser Frage nicht weiter nach; wir stellten nur fest, dass ökonomistische Investoren den Standpunkt der Moral – aus welchen Gründen auch immer – nicht einnehmen, und analysierten vor diesem Hintergrund, welche Folgen diese Haltung im Umgang mit ethischen Ausschlüssen hat. Diese Position ist einerseits eine theoretische Extremposition; andererseits vertreten die Anhänger des Shareholder Capitalism und des Anti-ESG-Movement auch in der Praxis solch eine auf Gewinnmaximierung um jeden Preis zielende Position.

4.2 Ideell orientierte (supererogatorische) Investoren

Spiegelbildlich zu den ökonomistischen Investoren verhalten sich ideell orientierte Investoren. Als moralische Idealisten geht es ihnen um die Förderung der Nachhaltigkeit um der Nachhaltigkeit willen auf Ebene der Investmentobjekte durch das Mittel des nachhaltigen Investierens. Sie wären dafür auch bereit, finanzielle Nachteile, sei es ein erhöhtes Risiko oder eine geringere Rendite, in Kauf zu nehmen. Ideell orientierte Investoren nehmen den Standpunkt der Moral ein und gehen darüber hinaus. Sie wollen in ein moralkonformes Investmentuniversum investieren und schließen daher moralwidrige Investments, unabhängig von finanziellen Folgen, prinzipiell aus, weil es moralisch gefordert ist. Sie würden aber auch moralisch anstößige Investments auf Basis individueller Präferenzen ausschließen, sofern dies ihren ideell orientierten Investmentzielen förderlich ist – selbst unter Inkaufnahme von finanziellen Nachteilen. Von daher gehen sie auch in Bezug auf Ausschlusskriterien über das moralisch Geforderte hinaus. Wir können deshalb von supererogatorischen Investoren sprechen.¹⁴ Solch eine Haltung ist nicht allen Investoren moralisch zumutbar. Man kann nicht von anderen Investoren moralisch fordern, mit mög-

¹⁴ »Supererogatorisch« bezeichnet im Lateinischen wörtlich übersetzt das, was über bzw. jenseits des Verpflichtenden liegt.

lichen finanziellen Verlusten idealkonform zu investieren. Das ist vielleicht moralisch wünschenswert, aber es ist nicht moralisch verpflichtend. So zu (de) investieren, ist eine supererogatorische Handlung.

Hervorzuheben ist, dass supererogatorische Investoren mit ihren Ausschlüssen sehr unterschiedliche ideell orientierte Wirkungsabsichten verfolgen können. Das wird in der Forschung zumeist übersehen. Nehmen wir als Beispiel einen ethisch begründeten Ausschluss von fossilen Energieträgern. Ideell motivierte Investoren können Investments in Öl, Gas und Kohle auch unter Inkaufnahme eines finanziellen Malus ausschließen, (1) um ihre moralische Integrität als Investoren zu wahren und um so in ein moralkonformes Anlageuniversum zu investieren. Man kann von einer Wirkungsabsicht nach innen, auf das eigene Verständnis als moralische Person in der Rolle als Investor, sprechen. Investoren wollen durch den Ausschluss nicht mit den als moralwidrig beurteilten Handlungen der Investmentobjekte assoziiert werden. Der Ausschluss wirkt integritätswahrend und reputationsschützend. (2) Der Ausschluss kann aber darüber hinaus mit einer sanktionierenden Wirkungsabsicht auf die ausgeschlossenen Unternehmen erfolgen. Durch den ethisch motivierten Ausschluss sollen sich die Kapitalkosten der vom Investmentuniversum exkludierten Unternehmen erhöhen. Sie sollen wirtschaftlich benachteiligt werden, damit sie sich transformieren. (3) Der Ausschluss kann zusätzlich mit einer ideell orientierten Wirkungsabsicht nach außen, auf Dritte jenseits der ausgeschlossenen Unternehmen, erfolgen. Das kann zum Beispiel in warnender Absicht gegenüber Unternehmen derselben Branche erfolgen, denen auf diese Weise indirekt ebenfalls ein Ausschluss angedroht wird, sollten sie sich nicht ändern, oder in motivierender Absicht gegenüber anderen Investoren, die dadurch zum solidarisches Ausschluss bewegt werden sollen (vgl. cric 2022).

Ideell orientierte Investoren wollen aber immer auch ein finanzielles Minimalziel, wie zum Beispiel einen realen Kapitalerhalt, erzielen. Sie sind auch Kapitalanleger. Daher werden sie auch Nachhaltigkeitskriterien aus finanziellen Gründen berücksichtigen. Sie sind nicht blind für die finanzielle Seite; sie sind nur primär ideell und bloß sekundär finanziell motiviert. ESG-Risiken werden sie daher in ihre Investmententscheidungen einbeziehen.

4.3 Konventionelle Investoren

Ökonomistische und ideell orientierte Investoren lassen sich an den zwei Endpunkten im Spektrum investmentethischer Motivlagen verorten. Es sind Extrempositionen, die nur selten in Reinkultur in der Praxis vorkommen. In

einer mittleren Position befinden sich konventionelle Investoren, die wohl auch empirisch die Mehrheit am Markt bilden. Sie nehmen den Standpunkt der Moral ein, sind aber, darüber hinausgehend, nur bereit, auch ideell orientierte Investmentziele zu verfolgen, wenn damit kein finanzieller Nachteil für sie verbunden ist. Sie schließen also moralwidrige Investments prinzipiell aus dem Anlageuniversum aus, weil es moralisch verpflichtend ist. Moralisch anstößige Investments, deren Ausschluss moralisch bloß wünschenswert, aber nicht gefordert ist, schließen sie nur aus, wenn damit kein finanzieller Nachteil zu erwarten ist. Sie wollen also unbedingt moralkonform, aber nur finanziell bedingt idealkonform investieren. Ihr Hauptziel ist ein moralkonformes risiko-adjustiertes Renditestreben. Wenn sie durch Ausschlüsse einen ideellen Mehrwert über das moralisch Geforderte hinaus ohne die Inkaufnahme eines finanziellen Nachteils erzielen können, werden sie dies tun wollen. Der durch einen Ausschluss erzielbare ideelle Mehrwert besteht zum Beispiel in den oben bei supererogatorischen Investoren beschriebenen sanktionierenden, warnenden oder Dritte motivierenden Wirkungen von Ausschlüssen. Der Unterschied zu supererogatorischen Investoren besteht darin, dass konventionelle Investoren nicht bereit wären, moralisch anstößige Investments aus dem Anlageuniversum auszuschließen, wenn damit finanzielle Nachteile verbunden sein könnten.

Unsere Analyse zu der Kategorisierung von unterschiedlichen Ausschlussarten und ihrer Zuordnung zu den beschriebenen Investorentypen lässt sich in nachfolgender Grafik abschließend zusammenfassen.

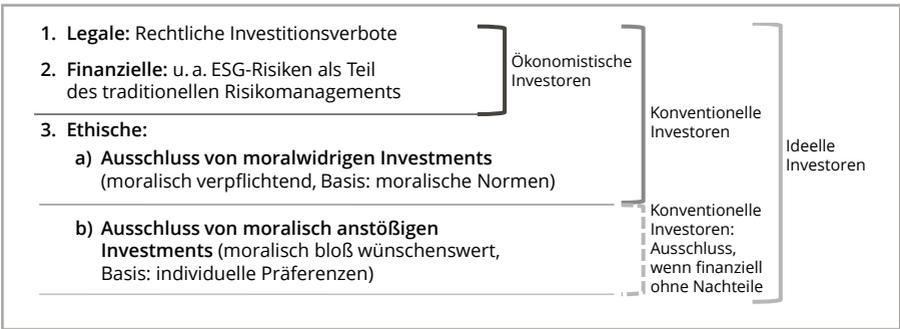


Abbildung 1: Ausschlüsse und Investorentypen. *Quelle: eigene Darstellung*

Literaturverzeichnis

- cricTANK: Döpfner, C., Gabriel, K., Marchewitz, C., Ostmann, R., Schaefers, K. (2022). Impact Investing – ein Neologismus ohne Mehrwert? Ein investmentethischer Diskussionsbeitrag des cricTANK. <https://www.cric-online.org/der-verein/cric-tank>
- EKD Evangelische Kirche in Deutschland (2023). Leitfaden für ethisch-nachhaltige Geldanlage in der evangelischen Kirche, 5. aktualisierte Aufl. https://www.ekd.de/ekd_de/ds_doc/ekd_texte_113_2023.pdf
- FNG Forum Nachhaltige Geldanlagen (2024). Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2024, Deutschland und Österreich. FNG-Marktbericht – Nachhaltige Geldanlagen 2024 – FNG – Marktbericht 2024
- Gabriel, K. (2008). Es war einmal in Amerika ... Die Geschichte des nachhaltigen Investierens. In: Politische Ökologie, Nr. 122–113. Nachhaltiges Investment. Blaupause für den Neuanfang.
- Kant, I. (1785). Grundlegung zur Metaphysik der Sitten, Akademieausgabe (AA), Bd. IV.
- Schaefers, K. (2014). Nachhaltiges Investieren – ein wirtschaftsethisches Beratungskonzept. St. Galler Beiträge zur Wirtschaftsethik, Bd. 46, Ulrich, P. (Hrsg.).
- Schopenhauer, A. (1841). Preisschrift über die Grundlage der Moral, in: A. S.: Sämtliche Werke, Hübscher, A. (Hrsg.), Bd. 4, Wiesbaden 1950.
- Stemmer, P. (2000). Handeln zugunsten anderer. Eine moralphilosophische Untersuchung. Walter de Gruyter-Verlag.

cric – Corporate Responsibility Interface Center – Verein zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage

Der vorliegende Sammelband wird von cric zu seinem 25-jährigen Jubiläum herausgegeben. Der cric e. V. ist einer der ältesten Vereine zur Förderung von Ethik und Nachhaltigkeit bei der Geldanlage in Deutschland. Wir geben ökologischen, sozialen und kulturellen Aspekten in der Wirtschaft mehr Gewicht. Für eine gerechte und zukunftsfähige Wirtschaft. Seit 25 Jahren.

Ziel ist es, Ethik und Nachhaltigkeit im Bereich Sustainable Finance zu fördern und weiterzuentwickeln. Dabei legen unsere Mitglieder – überwiegend Investor:innen – Wert auf die Reflexion werte- und wirkungsorientierter Ansätze sowie den kritischen Diskurs, um den Markt zu inspirieren. cric fördert Bildung und Forschung rund um ethisch-nachhaltige Investments. Dafür engagiert sich der Verein zusammen mit seinen werteorientierten Mitgliedern an den Schnittstellen zu Finanzwirtschaft, Kirche, Investor:innen, Wirtschaft, Gesellschaft und Wissenschaft.

Seit dem Jahr 2011 bündelt cric seine wissenschaftlichen Aktivitäten im eigenen Thinktank, dem cricTANK. Bei diesem lagen die Initiative, Konzeption und Umsetzung des vorliegenden Sammelbandes. Herausgebende Autor:innen sind Kevin Schaefers, Claudia Döpfner, Klaus Gabriel und Catherine Marchewitz.

cric ist ein gemeinnütziger Verein mit Mitgliedern aus Deutschland, Österreich und der Schweiz und finanziert sich überwiegend aus Mitgliedsbeiträgen und Spenden. Mehr zu uns finden Sie unter: www.cric-ethik.finance