

Ethisches Wirtschaften versus gute Performance – Ein Widerspruch, der nicht besteht



*Von Prof. Mag. Dr. Helmut Pernsteiner
Vorstand des Instituts für
betriebliche Finanzwirtschaft
Johannes Kepler Universität Linz
Mitglied des H & A Prime Values
Ethik-Komitees*

Die Nachfrage nach ethischen Kapitalanlagen wächst kontinuierlich – das gilt sowohl absolut betrachtet als auch im Vergleich zu herkömmlichen Investments. Immer mehr Anleger erwarten offenbar aufgrund vielfältiger gesellschaftlicher Entwicklungen und aktueller Ereignisse von ihren Anlagen neben einer ansprechenden Wertentwicklung auch einen positiven Einfluss auf die Gesellschaft und die Umwelt.

Das Gros der ethischen Investments erfolgt über Fonds. Privatanlegern fällt es häufig schwer, zu beurteilen, ob eine Aktie oder eine Anleihe bzw. das

dahinterstehende Unternehmen sozialen und ökologischen Kriterien genügt. Die Entscheidung wird gewissermaßen an Profis ausgelagert. Aber auch die tun sich bei der Abgrenzung eines nachhaltigen Anlageuniversums schwer, da eindeutige Regeln oder ein klares, für alle gültiges Raster fehlen.

Fondsmanager bedienen sich daher gerne im einfachen Fall an vorhandenen Ratings oder orientieren sich an nachhaltigen Indizes. Anspruchsvoller ist es, wenn die Auswahl anhand einer zusätzlichen eigenen Bewertung erfolgt. So gibt es eher selten Ethik-Komitees, die über die Aufnahme einzelner Titel in das Anlageuniversum entscheiden.

Wie diffizil ein solcher Auswahlprozess ist, zeigt sich daran, dass selbst die Begrifflichkeit beispielsweise in den Statistiken unklar ist: Es existieren Daten zu nachhaltigen, ethisch orientierten, sozial verantwortlichen u.ä. Fonds.

Trotz all dieser Unsicherheiten kann etwa die Untergrenze der nachhaltigen Fondsvolumina in Deutschland, Österreich und der Schweiz auf mindestens 40 Mrd. Franken geschätzt werden. Und zwar – wie gesagt – mit wachsender Tendenz. Das Volumen entspricht allerdings nicht einmal einem Fünftel des Unternehmenswerts von Nestlé.

Angst vor niedriger Performance

Es stellt sich also durchaus die Frage, warum das Gewicht nachhaltiger Anlagen nicht höher ist. Zumindest das Anliegen, seine Mittel nicht Rüstungsbetrieben und Umweltverschmutzern

zur Verfügung zu stellen, dürfte breiten Bevölkerungskreisen sympathisch sein. Der Hemmschuh kann jedoch in der Angst vor einer niedrigeren Performance gegenüber Vergleichsinvestments gesehen werden. Zwei Hauptargumente können dabei genannt werden:

1. Der Ausschluss «schmutziger» Werte verkleinert das Anlageuniversum. Die Folge ist eine schlechtere Diversifikation, die sich negativ auf die Performance auswirken kann. Das Argument kann man aber angesichts einer weltweit fast unendlichen Zahl möglicher Investments kaum gelten lassen.

2. Das zweite Argument könnte schwerer wiegen: Sind ethisch wirtschaftende Unternehmen weniger profitabel, weil sie finanzielle Mittel für soziale und ökologische Belange einsetzen, die vielleicht den Unternehmenserfolg reduzieren und folglich die Aktienkursentwicklung belasten? Wenn tatsächlich unterstellt wird, dass sich die Profitabilität des Unternehmens (gemessen an Eigen- oder Gesamtkapitalrenditen) zumindest mittelfristig in den Bewertungen an der Börse als zentraler Faktor niederschlägt, dann stellt sich die Frage, ob Aktiengesellschaften, die sich ethischer verhalten als andere Firmen weniger rentabel sind (vielleicht aber auch rentabler), oder ob diese Faktoren als unerheblich für die Profitabilität zu qualifizieren sind.

Rentabilität der Unternehmen als zentraler Faktor

Die von der neoklassischen Finanzierungstheorie geprägte Sicht ist völlig rational: Wenn ein Unternehmen Geld für ethische Aktivitäten einsetzt – im internationalen Rahmen meist als

CSR-Aktivitäten bezeichnet (Corporate Social Responsibility) –, dann investiert es Finanzmittel für etwas, was keinen unmittelbaren Zusammenhang zur Leistungserstellung aufweist. Somit sind diese Mittel «verloren» und müssen logischerweise die Rentabilität verringern. *Friedman* formulierte es noch radikaler, als er meinte, dass das Management diese Mittel den Aktionären wegnehme, da nicht das Management, sondern nur die Aktionäre entscheiden können, ob und in welcher Höhe sie solche Aktivitäten verfolgen. Diese Fragestellung wird damit in das «Private» hineingezogen, und es wird verneint, dass es eine Angelegenheit des Unternehmens sei. Wenn also Unternehmen Geld für CSR-Aktivitäten ausgeben, dann muss dies zulasten ihrer Bewertung gehen.

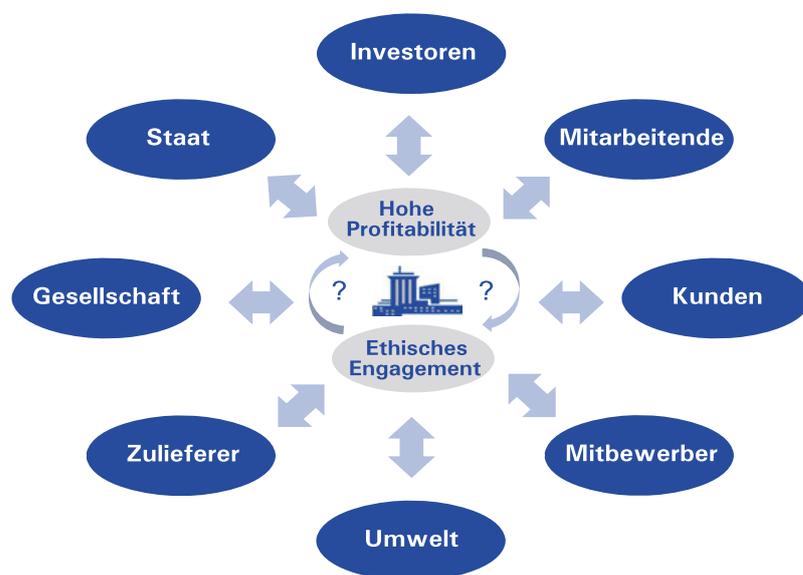
Die gegenteilige Überlegung besteht darin, dass der Nutzen von Aktivitäten im nachhaltigen, sozialen und Umweltbereich die Kosten übersteigt. Das bedeutet, dass diese Unternehmen zweimal «gewinnen» – einmal, indem sie «mehr» Finanzmittel zurückbekommen und somit profitabler sind als herkömmliche, nicht ethisch agierende Unternehmen, und ein zweites Mal über die Befriedigung über den positiven Einfluss auf Gesellschaft und Umwelt.

Die Gründe für ein höheres Zurückfliessen der Mittel und damit die grössere Profitabilität können selbstverständlich vielfältig sein. Möglicherweise können engagiertere Mitarbeitende gewonnen werden. Ferner kann nachhaltiges Wirtschaften den Absatz der Produkte beflügeln (weil dieses «Thema» im Produkt mitverpackt wird). Eine Minderung von negativen Effekten aufgrund eines hohen Images des Unternehmens («Versicherungseffekt») ist ebenfalls möglich.

Die dritte «Linie» weist diesen Effekten *keine Bedeutung* zu, sieht sie einfach als zu marginal für das Unternehmen und seine Stakeholder an, d.h. die Produkte und Dienstleistungen sind hier alleine entscheidend.

Diese Argumentation alleine reicht nicht aus, um beurteilen zu können, was nun in der Realität gilt. Dafür wurden zahlreiche internationale Studien durchgeführt, die diese Frage beantworten

Anspruchsgruppen und Wechselwirkungen



Quelle: Hauck & Aufhäuser (Schweiz) AG

sollen. Allerdings ergibt sich hier schon einmal eine Messproblematik: Wie sollen CSR-Aktivitäten gemessen und bewertet werden? Was gehört eigentlich alles dazu?

Das zweite Thema sind die Auswirkungen auf die Profitabilität und die Unternehmensbewertung bzw. den Aktienkurs. Hier liegt die Problematik vor, dass viele Aktivitäten eines Unternehmens diese beeinflussen können. Folglich wenden auch die verschiedenen Studien keine einheitliche Methodik an, weder zur Bewertung der CSR-Aktivitäten noch zur Messung der Profitabilität. Dies wiederum macht eine Gesamtbeurteilung noch schwieriger.

Es ist also wie beinahe erwartet: Es lassen sich keine allgemeingültigen und eindeutigen Ergebnisse erkennen, wenngleich ein positiver Zusammenhang überwiegt. Das bedeutet, dass Unternehmen, die eine stärker ethisch orientierte Geschäftspolitik verfolgen, tendenziell auch profitabler sind. Der Hasenfuß dabei ist allerdings ein «Henne-Ei-Problem» (s. Abbildung): Es könnte grundsätzlich so sein, dass sich profitablere Unternehmen stärker bei ethischen Aktivitäten engagieren, um auch etwas wieder an die Gemeinschaft bzw. Gesellschaft «zurückzugeben». Möglich wäre aber auch der hier

als sympathischer eingestufte Mechanismus: dass ethisch aktivere Unternehmen in der Folge profitabler werden, weil Stakeholder in irgendeiner Form positiv darauf reagieren. Dieser Konflikt kann praktisch nicht aufgelöst werden.

Zusätzlich sei noch angeführt, dass die Untersuchungen Differenzen im ethischen Engagement hinsichtlich Unternehmensgrösse, Branche, Kultur und Eigentümerstruktur aufweisen. Es gibt offenbar Unterschiede zwischen Unternehmen, die angelsächsisch oder kontinentaleuropäisch geführt werden, die sich in einem christlichen oder islamischen Kulturkreis befinden, die in der Erdölbranche tätig sind oder Wasserkraftwerke betreiben.

Gut eingesetztes Geld

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Investments in ethisch hochwertige Unternehmen aus finanzieller Sicht den Anlegern nicht zum Nachteil reichen, wahrscheinlich eher sogar positive Finanzeffekte zeitigen. Zudem bieten sie den Anlegern die Gewissheit, «ihr» Geld positiv oder zumindest nicht mit negativen Effekten eingesetzt zu haben.

helmut.pernsteiner@jku.at
www.hauck-aufhaeuser.ch