

Melinda Köszegi

Vermögensverwaltung für Stiftungen mit nachhaltigen Kapitalanlagen

Chancen und Herausforderungen für Stiftungen im
21. Jahrhundert

Zur Autorin:

Melinda Köszegi hat ihr betriebswirtschaftliches Studium an der Oxford Brooks University als Diplom-Kauffrau im Juli 2003 abgeschlossen. Nach zahlreichen einschlägigen Erfahrungen im Finanzbereich im In- und Ausland beteiligte sie sich 2006 als Partnerin und Geschäftsführerin an der White Investments – einer Vermögensverwaltungsgesellschaft mit Schwerpunkt Nachhaltige Geldanlagen – wo sie für die Geschäfts- und Produktentwicklung, sowie für das Nachhaltigkeitsresearch verantwortlich war.

Die vorliegende Arbeit „Vermögensverwaltung für Stiftungen mit nachhaltigen Kapitalanlagen – Chancen und Herausforderungen für Stiftungen im 21. Jahrhundert“ wurde im Rahmen des Studiengangs „Nonprofit-Management and Governance“ an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster im Frühjahr 2009 als Master Thesis verfasst.

Impressum

Herausgeber: MAECENATA Institut für Philanthropie und Zivilgesellschaft an der Humboldt-Universität zu Berlin, Albrechtstraße 22, 10117 Berlin,
Tel: +49-30-28 38 79 09,
Fax: +49-30-28 38 79 10,
E-Mail: mi@maecenata.eu,
Website: www.maecenata.eu

Reihe Opuscula ist frei erhältlich unter: www.opuscula.maecenata.eu

Redaktion Rupert Graf Strachwitz, Thomas Ebermann, Christian Schreier

ISSN (Web): 1868-1840 **URN**: urn:nbn:de:0243-102009op352

Alle Rechte vorbehalten! Nachdruck nur mit Genehmigung des Herausgebers.

Gastbeiträge geben ausschließlich die Meinung der Verfasserin bzw. des Verfassers wieder.

Haftungsausschluss Trotz sorgfältiger inhaltlicher Kontrolle übernimmt das Maecenata Institut keine Haftung für die Inhalte externer Links. Für den Inhalt der verlinkten Seiten sind ausschließlich deren Betreiber verantwortlich.

Vorwort von Dr. Matthias Freise

Die vorliegende Studie ist eine leicht überarbeitete Fassung von Frau Köszegis Master Thesis, die sie im Sommersemester 2009 im Studiengang „Nonprofit-Management and Governance“ an der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster eingereicht hat. Die Arbeit stellt ein Paradebeispiel für praxisorientierte Forschung im Bereich der empirischen Stiftungsforschung dar und beackert zudem ein Feld, das im deutschen Stiftungssektor bislang weitgehend brach liegt: Gemeinnützige Stiftungen stellen ihre Vermögensverwaltung häufig vor ein schwerwiegendes Problem. Auf der einen Seite sind sie gesetzlich dazu verpflichtet, ihr Stiftungskapital möglichst gewinnbringend anzulegen, um Erträge zur Erreichung ihres Stiftungszwecks zu erwirtschaften. Auf der anderen Seite belegt eine Vielzahl von Studien mittlerweile eindrucksvoll, dass Vermögensanlagen von Stiftungen ihren Stiftungszweck häufig geradezu konterkarieren. Stiftungen, die sich beispielsweise dem Umweltschutz verschrieben haben, legen ihr Stiftungskapital in Wertpapieren besonders umweltfeindlicher Großkonzerne an. Ebenso gibt es Beispiele für Stiftungen, die sich der Bekämpfung der Kinderarbeit mit ihren Erträgen widmen, ihr Stiftungskapital aber – vielfach unbewusst – in Unternehmen investieren, die ihre Gewinne durch den Arbeitseinsatz von Kindern erzielen. Dieses Phänomen ist in den vergangenen Jahren verstärkt in den Fokus der öffentlichen Debatte gerückt, weshalb sich mehr und mehr Stiftungen die Frage stellen, inwieweit sie ihre Vermögensverwaltung in Einklang mit ihrem Stiftungszweck bringen können, ohne dabei ihre betriebswirtschaftlichen Ziele zu gefährden. Ein wesentliches Schlagwort in dieser Debatte sind nachhaltige Geldanlagen, die als Möglichkeiten zur Auflösung des beschriebenen Spannungsverhältnisses thematisiert werden. Allerdings sind nachhaltige Geldanlagen bislang weder bei Vermögensberatern noch in den Stiftungsgremien auf große Akzeptanz gestoßen, wenngleich ihr Anteil im Portfolio bundesdeutscher Stiftungen langsam aber stetig steigt.

Frau Köszegi lotet deshalb in ihrer Masterarbeit Möglichkeiten und Grenzen für den Einsatz von nachhaltigen Vermögensanlagen aus und fragt nach den Rahmenbedingungen, unter denen nachhaltige Geldanlagen für die Vermögensverwaltung von Stiftungen geeignet sind. Dazu bereitet sie zahlreiche aktuelle Studien zum Thema auf und greift zudem auf ihre langjährige Erfahrung als Vorstandsmitglied im Forum Nachhaltige Geldanlagen zurück. Im Ergebnis kann sie zeigen, dass das gesetzlich verankerte Bestandserhaltungsgebot durch den Einsatz nachhaltiger Kapitalanlagen erfüllt werden kann. Gleichzeitig widerlegt die Autorin das verbreitete Vorurteil, nachhaltige Geldanlagen seien für Stiftungen zu riskant. Sie plädiert deshalb für einen verstärkten Einsatz dieses Anlageinstruments, wirft aber gleichzeitig spannende weiterführende Fragestellungen für eine empirisch orientierte Bearbeitung des Themas auf.

Es steht zu hoffen, dass die Ergebnisse der Arbeit zu einer Weiterentwicklung des deutschen Stiftungsmanagements beitragen können und der nachhaltigen Kapitalanlage größere Aufmerksamkeit bei der Verwirklichung gemeinnütziger Stiftungszwecke verschafft.

Dr. Matthias Freise
Zentrum für Nonprofit-Management
21.07.2009

Vorwort von Johannes Führ

„Entwicklung zukunftsfähig zu machen, heißt, dass die gegenwärtige Generation ihre Bedürfnisse befriedigt, ohne die Fähigkeit der zukünftigen Generation zu gefährden, ihr eigenen Bedürfnisse befriedigen zu können.“

Aus dem Abschlussdokument „Unsere gemeinsame Zukunft“ 1987 der Vereinten Nationen.

Auf den ersten Blick scheint das Buch von Frau Köszegi mit dem Thema „Vermögensverwaltung für Stiftungen mit nachhaltigen Kapitalanlagen – Chancen und Herausforderungen für Stiftungen im 21. Jahrhundert“ sich nur mit dem langfristigen Erhalt von materiellen Werten zu beschäftigen. Eine Aufgabe, welche die Vermögensverwalter im Allgemeinen und die Stiftungen im Besonderen zu verantworten haben. Das liegt in der Natur der Sache, denn die materielle Leistungsfähigkeit einer Stiftung setzt den Werterhalt des Stiftungsvermögens voraus.

Die besondere Leistung von Frau Köszegi liegt jedoch darin, dass sie die Leserinnen und Leser in die Problematik von Grundstockvermögen und Erträge heranführt und mit einer klaren und deutlichen Fragestellung konfrontiert: Warum werden eigentlich in der deutschen Stiftungslandschaft immer noch, nur die rund 5%igen Erträge unter dem Gedanken einer ökologischen und sozialen Ethik unterworfen, dabei aber das zugrunde liegende Grundstockvermögen diesem Gedanken nicht verpflichtet? Und das, obwohl jedem bewusst ist, dass jeder ökonomische Einsatz von Kapitalanlagen automatisch große Auswirkungen auf die Gesellschaft, die Umwelt, auf Arbeitsplätze und letztendlich auf die Kultur und Ethik der Menschen hat, auch wenn das auf den ersten Blick nicht immer direkt erkennbar ist.

Am Beispiel der Bill Gates-Stiftung existiert bereits eine breite öffentliche Debatte darüber, wie einerseits die Stiftung Milliarden zur Bekämpfung von Armut und Krankheiten weltweit ausgibt, gleichzeitig aber das große Grundvermögen in Unternehmen investiert, die den Stiftungszweck sabotieren indem sie die Umwelt verschmutzen oder dazu beitragen, dass Sozialstrukturen zerstört werden.

Hier zeigen sich mehrere große Probleme gleichzeitig:

Wo und wie findet der Vermögensverwalter Investitionen, die dem Stiftungszweck dienlich sind und wie kann man verhindern, dass mit dem großen Grundstockvermögen die Ziele nicht sabotiert werden, sondern im Gegenteil den Stiftungszweck mit unterstützen. Und: Wenn man solche Investitionen findet, wie sicher sind diese? Und sind diese ausreichend rentabel?

Die Aussagen von Frau Köszegi, dass „nachhaltige“ Investitionen in der Vergangenheit zumindest nicht schlechter rentiert haben als andere Anlagen, sollte ermutigen.

Wer kann bestimmen, was nachhaltige Anlagen sind? Und sind dazu Ratings und /oder Rating-Organisationen geeignet?

Man kann und darf natürlich nicht erwarten, dass Frau Köszegi in ihrem Buch auf alle diese Fragen schon abschließende Antworten gefunden hat. Aber sie trägt mit Ihrer Ausarbeitung dazu bei, dass bei allen Beteiligten : den Stiftern, den Verantwortlichen in den Stiftungen und den Vermögensverwaltern, die Einsicht in die Notwendigkeit wachsen wird, sich intensiver mit dem Thema der Nachhaltigkeit auseinander zu setzen.

Fest steht, die Frage der Nachhaltigkeit insbesondere bei Stiftungen, ist keine kurzfristige Mode-Erscheinung, sondern stellt für die nächsten Jahre einen Trend dar, mit dem sich Stiftungen und die Finanzindustrie zunehmend auseinander setzen müssen und werden. Dabei wird die jetzige Finanzkrise ganz erheblich dazu beitragen, dass die Themen der Nachhaltigkeit und der Ethik vertieft werden müssen. Das lesenswerte Buch von Frau Köszegei trägt dazu bei.

Johannes Führ
Johannes Führ Deutschland GmbH.
17. Juli 2009

Inhaltsverzeichnis

Vorwort von Prof. Matthias Freise	3
Vorwort von Johannes Führ	4
Abbildungsverzeichnis	7
Tabellenverzeichnis	8
Abkürzungsverzeichnis	8
Abstract	9
1 Einleitung	10
1.1 Problemstellung	10
1.2 Relevanz der Fragestellung und Ziel der Arbeit	13
1.3 Methode und Aufbau	14
2 Vermögensverwaltung von Stiftungen	16
2.1 Terminologische Abgrenzung	16
2.2 Gesetzliche Rahmenbedingungen der Vermögensverwaltung	17
2.2.1 Rechtliche Einflussfaktoren	17
2.2.2 Grundsätze der Vermögensverwaltung	18
2.2.3 Treuhänderische Pflichten und Haftungsregelungen	21
2.3 Organisation der Vermögensanlage	22
2.3.1 Ziele der Vermögensverwaltung	22
2.3.2 Anlagemöglichkeiten und Anlagestrategien	23
2.3.3 Das Anlageverhalten deutscher Stiftungen	25
3 Nachhaltige Geldanlagen	27
3.1 Terminologische Abgrenzung	27
3.2 Grundsätze nachhaltiger Geldanlagen	29
3.2.1 Extrafinanzielle Informationen	29
3.2.2 Ratingverfahren	30
3.2.3 Aktueller Entwicklungsstand von Nachhaltigkeitsratings	32
3.3 Der Einsatz nachhaltiger Geldanlagen in der Praxis	33
3.3.1 Anlagestrategien	33
3.3.2 Investmentprozess	35
3.3.3 Der Markt für nachhaltige Geldanlagen	37

4	Die Anwendbarkeit nachhaltiger Geldanlagen bei Stiftungen	38
4.1	Vereinbarkeit mit den Zielen der traditionellen Vermögensverwaltung	38
4.1.1	Sicherheit	39
4.1.2	Rendite	42
4.1.3	Zwischenergebnis	44
4.2	Vereinbarkeit mit dem satzungsmäßigen Stiftungsziel	46
4.2.1	Vermeidung von Zielkonflikten	47
4.2.2	Verstärkung positiver Effekte	48
4.2.3	Zwischenergebnis	50
4.3	Chancen und Risiken	51
5	Exkurs: Die vereinigte Investmentstrategie	53
6	Fazit und Ausblick	57

Anhang		62
Literaturverzeichnis		72

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Aufteilung der finanziellen Ressourcen der Stiftung	11
Abbildung 2:	Das Stiftungsvermögen	17
Abbildung 3:	Rechtliche Einflussfaktoren auf das Grundstockvermögen	62
Abbildung 4:	„Magisches Dreieck“ der Vermögensanlage gemeinnütziger Stiftungen	23
Abbildung 5:	Festlegung eines Investmentprozesses	24
Abbildung 6:	Asset Allokation (mittel-) großer Stiftungen (vermögensgewichtet)	63
Abbildung 7:	Vergleich der Asset Allokation zwischen kleinen und großen Stiftungen	63
Abbildung 8:	Berücksichtigung extrafinanzieller Kriterien bei der Kapitalanlage	63
Abbildung 9:	Bereitschaft zur Berücksichtigung extrafinanzieller Kriterien	64
Abbildung 10:	Erwartete Zielrendite	64
Abbildung 11:	Erzielte Rendite im Jahr 2004	64
Abbildung 12:	Planung der Vermögensanlage	65
Abbildung 13:	Regelmäßigkeit der Anlageausschusssitzungen	65
Abbildung 14:	Kontrolle und Reaktion auf bestimmte Ereignisse	65
Abbildung 15:	„Eisberg“ des Unternehmenswertes	30
Abbildung 16:	Methodik eines Best-in-Class Ratings	66
Abbildung 17:	Portfoliozusammenstellung durch eine Negativ- bzw. Positivselektion	69
Abbildung 18:	Portfoliozusammenstellung in Folge eines Best-in-Class Ansatzes	69
Abbildung 19:	Anlagestrategien nachhaltiger Geldanlagen	33
Abbildung 20:	Nachhaltiger Investmentprozess	36

Abbildung 21: Nachhaltige Investments bei deutschen Finanzdienstleistern	70
Abbildung 22: Zahl der im deutschsprachigen Raum zugelassenen SRI Fondsprodukte	70
Abbildung 23: Nachhaltige Anlagestrategien deutscher Anbieter	70
Abbildung 24: Effizienzlinie nach Markowitz	41
Abbildung 25: Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles durch NG	45
Abbildung 26: Effizienzbarometer der Stiftung	47
Abbildung 27: Potenzieller ökonomischer und sozialer Mehrwert des Investments	54
Abbildung 28: Maximierung der Rendite durch Erzielung einer „vereinigten Rendite“	55
Abbildung 29: Spektrum der “Mission Investing” Investmenttools	56

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Unterstützende und belastende Faktoren nachhaltiger Geldanlagen	45
Tabelle 2: Möglichkeiten und Grenzen verschiedener nachhaltiger Anlagestrategien	50
Tabelle 3: Chancen und Risiken durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen	53
Tabelle 4: Zusammenfassung der Ergebnisse	71

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AO	Abgabenordnung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
C _S	Social Cost
C _E	Economic Cost
EAI	Enhanced Analytics Initiative
EFI	Extrafinanzielle Informationen
EG	Effizienzgrad
ESG	Environmental, Social, Governance
Eurosif	European Sustainable Investment Forum
FNG	Forum Nachhaltige Geldanlagen
GC	Global Compact
ILO	International Labour Organisation
Imug	Institut für Markt-Umwelt-Gesellschaft e.V.
MI	Mission Investing
MRI	Mission Related Investment
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NG	Nachhaltige Geldanlagen
PRI	Program Related Investment

SRI	Social Responsible Investment
UN	United Nations
UN PRI	United Nations, Principles for Responsible Investment
UNEP-FI	United Nations Environment Programme- Finance Initiative
V_E	Economic Value
V_S	Social Value
V_{BE}	Blended Economic Value
V_{BS}	Blended Social Value

Abstract

German non-profit status foundations are created through personal and corporate wealth in order to advance the common good and solve current social problems by making grants to those in need. Yet, the majority of foundations only put 5 % of their assets to use in pursuit of their mission, while 95 % of their finances are managed with the singular goal of maximizing financial value and returns. Due to the current financial crisis and fundamental demographical trends, foundations are experiencing an increasing demand for financial support, which puts pressure on them in terms of their social impact. In order to increase efficiency, foundations should seek to make investments in alignment with their charitable missions, which could be achieved through investing in a socially responsible manner. Confusion remains, however, about the extent to which German law permits foundations to consider extra-financial factors and how these match the economic goals, when making investment decisions. Based on an extensive analysis of the relevant literature and a systematic evaluation of empirical data, this paper analyses the legal considerations of the asset management as well as the theory and practice of Socially Responsible Investing (SRI) and shows that both financial and non-financial goals of the foundation can be achieved through the adoption of SRI. However, when trying to align investments and mission, the traditional separation between asset management and grant making represents the greatest challenge foundations are faced with. Therefore, this paper introduces a unified investment strategy, which offers a viable solution to meet this challenge through a conscious application of all foundation assets in pursuit of creating not simply a good grant making institution, but an institution that maximizes its full value potential.

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

„Stiftungen gehören zu den ältesten Instrumenten bürgerschaftlichen Handelns“¹ und sind somit wichtige Akteure der Bürgergesellschaft und der Demokratie. In dieser Rolle tragen gemeinnützige Stiftungen mit ihrer Innovations- und Komplementärfunktion zur gesellschaftlichen Entwicklung bei. Sie gewähren Fördermittel für Innovationen oder als risikoreich angesehene Initiativen und leisten damit Startfinanzierung für neue Vorhaben, ohne den Zwängen und Vorgaben der Staatshaushalte oder den Profiterwartungen des Kapitalmarktes Rechnung tragen zu müssen. Daher finden zunehmend Projekte aus dem Sozial- und Umweltbereich Unterstützung durch gemeinnützige Stiftungen, die auf diesem Gebiet häufig Pionierarbeit leisten.² Darüber hinaus unterstützen sie gesellschaftliche Gruppen, deren Bedürfnisse aufgrund der heterogenen Nachfrage und öffentlicher Haushaltszwänge ansonsten nicht ausreichend befriedigt werden würden.³ Aufgrund der aktuellen Wirtschaftslage und den grundlegenden demographischen Trends, wächst jedes Jahr die Zahl potenzieller Leistungsempfänger und damit auch die Nachfrage nach Fördermitteln.⁴

Mit der steigenden Nachfrage nach Fördermitteln wächst auch die Bedeutung der Vermögensverwaltung von Stiftungen, denn das Stiftungsvermögen ist Voraussetzung für die Fördertätigkeit der Stiftung. Wenn das Vermögen schmilzt, bricht auch die Leistungsfähigkeit der Stiftung weg.

Deshalb müssen die Vermögensverwalter von Stiftungen neben der Erzielung angemessener ordnungsgemäßer Erträge auch den Werterhalt der Stiftungsvermögen anstreben. Aber gerade in der aktuellen Situation, wenn die Welt die größte Finanzkrise seit 1929 erlebt, wenn Banken Insolvenz anmelden und große Summen von einem Tag auf den anderen vernichtet werden können, sind Stiftungen mehr denn je gefordert, sich ihre betriebswirtschaftlichen Ziele vor Augen zu halten und die Substanz für die Fördertätigkeit langfristig zu sichern.

Aufgrund der steigenden Nachfrage nach Fördermitteln wird, neben den betriebswirtschaftlichen Herausforderungen der Stiftungen, auch über ihre Effizienz diskutiert. Denn auch wenn es der Vermögensverwaltung gelingt, ihre ökonomischen

¹ Vgl. Strachwitz (1994), S. 9.

² Vgl. Timmer (2004), Folie 1.

³ Vgl. Anheier (2003), S. 50.

⁴ Basierend auf den Daten des Verzeichnis Deutscher Stiftungen aus dem Jahr 2000 liegen die Schätzungen für den Betrag, der für gemeinnützige Zwecke zur Verfügung steht, bei 4 bis 7 Milliarden Euro. Dies entspricht einem damaligen Anteil des Stiftungsvermögens von 5 bis 10 %. Hierbei ist noch anzumerken, dass dieses Volumen nicht allein durch die Vermögensverwaltung erwirtschaftet wird, sondern auch durch verschiedene öffentliche und private Quellen finanziert wird. Vgl. Mecking (2005), S. 11.

Ziele zu erreichen, also das Kapital zu sichern und gleichzeitig dauerhafte Erträge für die Fördertätigkeit zu generieren, leistet die Stiftung mit noch immer nur ca. 5 % ihrer gesamten finanziellen Ressourcen einen Beitrag für ihre Leistungsempfänger.⁵ Dies ist auf die strikte Trennung zwischen den Bereichen der Ertragsverwendung und der Vermögensverwaltung zurückzuführen. Denn während der Bereich der Ertragsverwendung den Satzungszielen folgt, orientiert sich die Vermögensverwaltung in der Regel an ökonomischen Zielen. So kann es dazu kommen, dass 95 % der der Stiftung zur Verfügung stehenden finanziellen Ressourcen nicht im Einklang mit dem Stiftungszweck angelegt werden, oder gar in solche Anlagen investiert wird, die die Probleme, die eine Stiftung beseitigen möchte, noch verstärken.

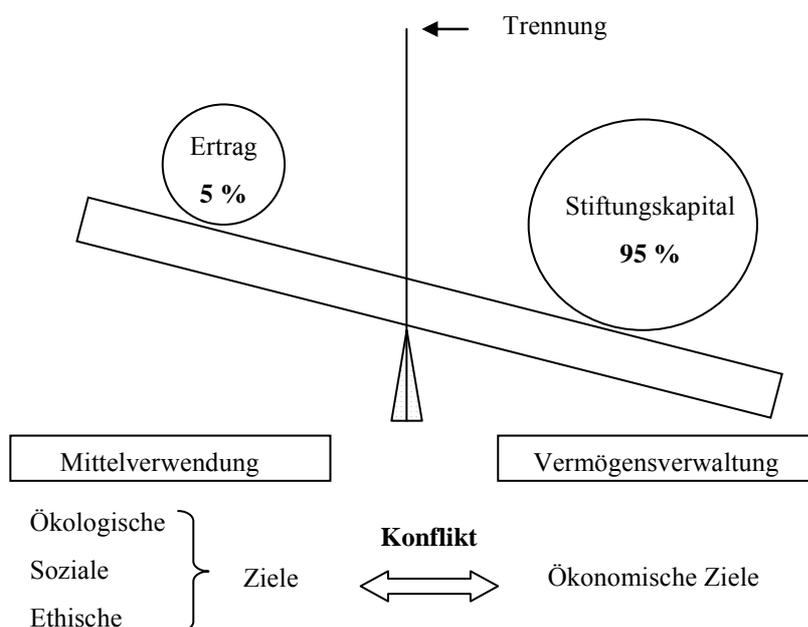


Abbildung 1: Aufteilung finanzieller Ressourcen der Stiftung
Quelle: eigene Darstellung

Eine breite öffentliche Debatte über die Frage, wie sich gemeinnütziges Engagement und notwendige Investments miteinander vereinbaren lassen, wurde von der „Los Angeles Times“ mit einem Artikel über die Finanzanlagen der Gates Stiftung, der größten philanthropischen Einrichtung der Welt, ausgelöst.⁶ Einerseits hat diese Stiftung Milliarden zur Bekämpfung von Armut und Krankheiten weltweit ausgegeben, andererseits wurde der Großteil des Stiftungsvermögens in Unternehmen investiert, die den Stiftungszweck sabotieren, etwa die Umwelt verschmutzen, Sozialstrukturen zerstören oder Kinderarbeit zulassen.

⁵ Dieser Aussage liegt die folgende Berechnung zu Grunde: Durch die Anlage des Stiftungskapitals (100 %) wird ein jährlicher marktüblicher Ertrag von 5 % erzielt. Damit steigen die der Stiftung zur Verfügung stehenden finanziellen Ressourcen auf 105 %. 5 % davon werden für den Stiftungszweck ausgeschüttet, dies entspricht ungefähr 5 Prozent des Gesamtvermögens ($5/105 \approx 5$). Die restlichen 95 % des Vermögens werden reinvestiert ($100/105 \approx 95$ %).

⁶ Vgl. Alliance (2007) und Frankfurter Allgemeine Zeitung (2007)

Dieses Beispiel zeigt, dass so lange die Vermögensverwaltung das Stiftungskapital unter Berücksichtigung ökonomischer Ziele anlegt und die außerökonomischen Ziele außer Acht lässt, ein positiver und dauerhafter Einfluss im Sinne des Stiftungsziels durch die Stiftungsarbeit nicht sichergestellt werden kann. Diesem Gedankenentwurf liegt die Annahme zu Grunde, dass ökonomische Auswirkungen von Kapitalanlagen von ihren Auswirkungen auf Umwelt und Gesellschaft nicht zu trennen sind. Anders ausgedrückt: Eine Kapitalanlage ist nie neutral, sondern hat immer einen mittelbaren oder unmittelbaren Einfluss auf das ökologische und soziale Geschehen, egal ob man sich dessen bewusst ist, oder nicht. Nur wenn die Stiftung weiß, welche ökologischen und sozialen Konsequenzen ihre Geldanlagen haben, kann sie einen Effizienzverlust vermeiden und das Kapital sogar zu ihrem Vorteil, sprich im Sinne Ihres Stiftungszwecks, nutzen. Nicht zuletzt aufgrund des großen Stellenwertes des Geldes in der Gesellschaft wird in dieser Arbeit davon ausgegangen, dass eine bewusste Steuerung des Geldes, insbesondere was ökologische und soziale Konsequenzen bzw. das Stiftungsziel angeht, den stärksten Hebel bietet, um die Effizienz der Stiftungsarbeit zu erhöhen und damit dem verstärkten externen Interesse hinsichtlich ihrer Fördertätigkeit Rechnung zu tragen.

Stiftungen stehen also vor der Herausforderung, neben den ökonomischen Zielen auch ihre außerökonomischen Ziele in ihre Vermögensverwaltung zu integrieren. So können sie unter Umständen nicht nur die Leistungskraft des Stiftungsvermögens (Kapitalerhalt und Erzielung angemessener Renditen), sondern auch dessen Effizienz (Investieren im Einklang mit dem Stiftungszweck) erhöhen und damit die steigende Nachfrage nach Stiftungsgeldern optimal befriedigen. Hier scheint die Thematik der nachhaltigen Geldanlagen einen potenziellen Lösungsansatz zu bieten, denn sie verbinden ökonomische Kriterien der Geldanlage mit ethischen, ökologischen und sozialen Aspekten. Doch trotz dynamisch gewachsener Märkte und der Vielzahl von nachhaltigen Investmentprodukten, wird diese Art der Geldanlage im Hinblick auf ihre Performance und Wirkungskraft gerade von Stiftungen stark kritisiert.⁷ Deshalb stellen sich die folgenden Fragen, die die Aufgabenbearbeitung dieser Masterarbeit leiten sollen:

Kann die Vermögensverwaltung einer Stiftung durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen ihre betriebswirtschaftlichen Ziele erreichen und gleichzeitig im Einklang mit dem Stiftungszweck investieren?

Und wenn dem so sein sollte: Welche Möglichkeiten und Grenzen lassen sich für den Einsatz von nachhaltigen Geldanlagen beschreiben?

⁷ Im Rahmen einer vom Lehrstuhl Finanzwirtschaft an der Universität Stuttgart im Jahr 2003 durchgeführten Studie gaben Stiftungen an, dass der Hauptgrund, warum sie nicht in nachhaltige Geldanlagen investieren, das erhöhte Risiko dieser Art der Anlagen sei. Als Zweitwichtigsten Grund nannten sie, dass sie nicht an eine positive Wirkung auf Umwelt und soziale Umstände durch die Investition in nachhaltige Geldanlagen glauben. Vgl. dazu Schäfer (2003b), 311-312.

1.2 Relevanz der Fragestellung und Ziel der Arbeit

Neben der unter 1.1 beschriebenen Aktualität, hat die Fragestellung auch eine ausgeprägte wissenschaftliche Relevanz. Denn aufgrund der relativ jungen Geschichte nachhaltiger Geldanlagen, sowie des sich erst aktuell vollziehenden Bedeutungszuwachses der Vermögensverwaltung deutscher gemeinnütziger Stiftungen im Kontext ihrer betriebswirtschaftlichen Herausforderungen und Effizienz, ist die der Arbeit zugrunde liegende interdisziplinäre Problemstellung von wissenschaftlicher Seite bisher noch kaum gewürdigt worden.⁸ Als Einzelbereich hingegen sind Stiftungen regelmäßig Gegenstand intensiver gesellschaftspolitischer und juristischer Reflexion.⁹ Auch im Bereich der nachhaltigen Geldanlagen sind mittlerweile zahlreiche Bücher und Studien publiziert worden.¹⁰ Während also für die jeweiligen Einzelbereiche bereits mehr oder weniger umfangreiche Publikationen vorliegen, ist dies für den Verbundbereich nicht der Fall.

Aus diesem Grund wird angestrebt, die für diese Arbeit relevanten theoretischen Ansätze der beiden Bereiche Stiftungen und nachhaltige Geldanlagen aus der Perspektive der Fragestellung zu ordnen und am Ende eine Antwort auf die Fragestellungen selbst zu liefern. Das Ziel dabei ist es, eine analytische Betrachtung der Vermögensverwaltung deutscher gemeinnütziger Stiftungen, sowie eine kritische Darstellung der Theorie und Praxis nachhaltigen Investierens durchzuführen, um darauf aufbauend die Anwendbarkeit nachhaltiger Geldanlagen für die Vermögensverwaltung zu thematisieren. Es soll herausgearbeitet werden, inwiefern nachhaltige Geldanlagen zu den betriebswirtschaftlichen Zielen und rechtlichen Rahmenbedingungen der Vermögensverwaltung einer Stiftung passen und unter welchen Voraussetzungen nachhaltige Geldanlagen für Stiftungen eine geeignete Möglichkeit darstellen, ihre Vermögensverwaltung in Einklang mit den Stiftungszielen zu bringen.

Aufgrund unterschiedlicher länderspezifischer, rechtlicher und kultureller Rahmenbedingungen konzentriert sich diese Arbeit ausschließlich auf Deutschland. Die Untersuchung bezieht sich vorwiegend auf gemeinnützige Kapitalstiftungen, bei denen die Erfüllung des Stiftungszwecks durch entsprechende Verwendung der Erträge gestattet wird. Die Darstellung nachhaltiger Geldanlagen fokussiert sich auf Wertpapiere bzw.

⁸ Nach erfolgter Literaturrecherche ist hier die einzige bisher im deutschsprachigen Raum veröffentlichte empirische Untersuchung zum Thema „Stiftungen und nachhaltiges Investment“ von Professor Henry Schäfer aus dem Jahr 2003 zu nennen. Zum Anlageverhalten deutscher Stiftungen im Hinblick auf nachhaltige Geldanlagen wurden Berichte der Heismann GbMh publiziert.

⁹ Vgl. Hübl/Dreyer (2005), S.3.

¹⁰ Ein Überblick über die Bücher, Studien bzw. Artikel, die über das Thema „nachhaltige Geldanlagen“ veröffentlicht wurden, ist auf den folgenden Internetseiten zu finden: <http://www.nachhaltiges-investment.org/> unter „Publikationen“ oder unter <http://www.oekom-research.com/index.php?content=literatur>.

Investmentfonds, da diese mit 74 % der investierten Stiftungsgelder die relevantesten Anlagearten in den Stiftungsportfolios repräsentieren.¹¹

1.3 Methode und Aufbau

Diese Arbeit fußt auf einer tiefgehenden Literaturanalyse, sowie auf einer systematischen Auswertung empirischen Datenmaterials,¹² welches die Verfasserin zwischen den Jahren 2006 und 2009 als Analyst und Anlageberater für nachhaltige Geldanlagen sammelte. Dazu zählen sämtliche Expertengespräche, Interviews mit Stiftungen und andere institutionelle Investoren, Podiumsdiskussionen, sowie selbst durchgeführte Studien bzw. Auswertungen erhobener quantitativer (z.B. Performance) und qualitativer (z.B. Bekanntheit) Daten über nachhaltige Investmentfonds. Nicht zuletzt aufgrund der langjährigen Mitgliedschaft und der Arbeit als Vorstandsmitglied im Forum Nachhaltige Geldanlagen, Fachverband im deutschsprachigen Raum für nachhaltige Geldanlagen, gelang der Verfasserin die Erhebung breitgefächerter empirischer Daten. Insbesondere die jahrelang geführten, intensiven Gespräche mit Entscheidern in der Branche nachhaltiger Geldanlagen im In- und Ausland trugen dazu bei, dass die Verfasserin im Laufe der vorliegenden Arbeit auf einen reichen Erfahrungsschatz im Bereich nachhaltiger Geldanlagen zurückgreifen kann. Dieser wird im Rahmen dieser Abschlussarbeit systematisch aufbereitet und in Hinblick auf die Fragestellung analysiert.

Die vorliegende Arbeit unterteilt sich in drei große Abschnitte. Auf die Einleitung folgend wird, auf Basis der Literaturlauswertungen im Kapitel 2, die Vermögensverwaltung von Stiftungen dargestellt. Hierbei sollen nur die für diese Arbeit relevanten Punkte behandelt werden. Nachdem die Begriffe „Stiftung“, „Stiftungsvermögen“ und „Vermögensverwaltung“ definiert wurden (2.1), folgt eine Darstellung der gesetzlichen Rahmenbedingungen (2.2). In diesem Abschnitt wird gezeigt, welche Gesetze bzw. rechtliche Faktoren (2.2.1) die Vermögensverwaltung bestimmen, um darauf aufbauend die Grundsätze der Vermögensverwaltung (2.2.2) und die treuhänderischen Pflichten des Vorstandes (2.2.3) thematisieren zu können. Neben den rechtlichen Aspekten stehen auch die praxisrelevanten Grundlagen der Vermögensverwaltung (2.3), wie die Ziele der Vermögensverwaltung (2.3.1), die Anlagestrategie und Anlagemöglichkeiten (2.3.2), sowie das Anlageverhalten deutscher Stiftungen (2.3.3) im Mittelpunkt.

Das dritte Kapitel befasst sich mit nachhaltigen Geldanlagen und stützt sich dabei neben den Literaturlauswertungen auch auf die Erkenntnisse aus den empirischen Datenerhebungen der Verfasserin. Zunächst werden die Begriffe „Nachhaltige

¹¹ Vgl. Heismann GmbH (2005), S. 13.

¹² Die ausführliche Auflistung der geführten Interviews und weitere Grundlagen können auf Anfrage bei der Autorin Interessenten zugeschickt werden.

Entwicklung“ und „Nachhaltige Geldanlagen“ definiert (3.1) und Gründe für die Begriffsvielfalt, bzw. die daraus entstehenden Probleme erläutert. Im nächsten Schritt werden die Rahmenbedingungen nachhaltiger Geldanlagen (3.2) dargestellt, um den Unterschied zwischen traditionellem und nachhaltigem Investieren zu beleuchten. Daran schließt sich eine Beschreibung der Informationen, auf die sich nachhaltige Geldanlagen (3.2.1) stützen, an. Besonderes Augenmerk liegt dabei auf der Art und Weise, wie mit diesen Informationen die ökologische und soziale „Bonität“ des Anlageobjektes festgestellt wird (3.2.2). Auf den aktuellen Entwicklungsstand des Ratingverfahrens (3.2.3) soll in diesem Kapitel auch eingegangen werden. Weiterhin werden die praxisrelevanten Grundlagen nachhaltiger Geldanlagen (3.3), wie die Anlagestrategien (3.3.1) und der Investmentprozess (3.3.2), dargestellt. Darauf folgend wird auch ein Abschnitt (3.3.3) dem Markt für nachhaltige Geldanlagen gewidmet, um aktuelle Entwicklungstendenzen zu beleuchten.

Im Kapitel 4 wird die Anwendbarkeit nachhaltiger Geldanlagen bei Stiftungen kritisch analysiert. Im ersten Schritt soll die Vereinbarkeit mit den Zielen der traditionellen Vermögensverwaltung (4.1) geprüft werden. Der Untersuchung liegen die im Abschnitt 2.3.1 thematisierten Ziele: Sicherheit (4.1.1) und Rendite (4.1.2) zu Grunde. Innerhalb dieser Unterteilung wird darauf eingegangen, inwiefern der Einsatz nachhaltiger Geldanlagen den gesetzlichen Rahmenbedingungen der Stiftung entspricht und eine geeignete Anlagemöglichkeit für die Anlagestrategie der Stiftung darstellt. Abschnitt 4.1.3 stellt das daraus ableitbare Zwischenergebnis dar. Im zweiten Schritt wird dann die Vereinbarkeit nachhaltiger Geldanlagen mit dem satzungsmäßigen Stiftungsziel (4.2) diskutiert. Diese hängt grundsätzlich vom angestrebten Zielerreichungsgrad ab, welcher an dieser Stelle zunächst definiert werden muss. Daraus ableitend werden die Möglichkeit der Vermeidung von Zielkonflikten (4.2.1) und die Verstärkung positiver Wirkungen (4.2.2) ausführlich analysiert. Ein weiteres Zwischenergebnis (4.2.3) soll die Resultate des Kapitels 4.2 zusammenfassen. Zum Ende des vierten Abschnitts wird sich mit den Chancen und Risiken (4.3) der Vermögensverwaltung der Stiftung, welche aus dem Einsatz nachhaltiger Geldanlagen entstehen können, kritisch auseinandergesetzt. Im Exkurs wird versucht, einen Lösungsansatz für die im Abschnitt 4.3 herauskristallisierten Herausforderungen der Stiftung, aufzuzeigen. Dies wird mit Hilfe des Modells der vereinigten Investmentstrategie, welches in den USA entwickelt wurde, untermauert.

Zum Abschluss werden im Fazit die wichtigsten Erkenntnisse dieser Arbeit kurz zusammengefasst. Darauf aufbauend werden die möglichen Konsequenzen aus diesen Erkenntnissen erläutert. Hierbei liegt der Fokus insbesondere auf den Stellen der Vermögensverwaltung, an denen, nach Meinung der Autorin, akuter Handlungsbedarf besteht. Ein Überblick über weiterführende, offene Fragen zum Thema

Vermögensverwaltung deutscher Stiftungen und deren Investments im Einklang mit dem Stiftungsziel, soll Denkanstöße für weitere wissenschaftliche Untersuchungen liefern.

2 Vermögensverwaltung von Stiftungen

2.1 Terminologische Abgrenzung

In dieser Arbeit wird angestrebt, die Stiftung von ihrer materiellen Seite aus zu betrachten. Dazu bietet die folgende Definition eine passende Grundlage: „Der moderne Stiftungsbegriff meint eine mit einer Rechtspersönlichkeit ausgestattete *Vermögensmasse*, die mit Hilfe einer dafür geschaffenen Organisation einen vom Stifter bestimmten Zweck auf Dauer zu fördern bestimmt ist.“¹³ Aus dieser Definition ableitend, nimmt das Stiftungsvermögen, neben dem Stiftungszweck und der Stiftungsorganisation, eine dominante Stellung ein und gehört damit zu den wesentlichen Merkmalen einer Stiftung.

Der Begriff „Stiftungsvermögen“ beschreibt alle Vermögenswerte der Stiftung. Diese können grundsätzlich in zwei Gruppen eingeordnet werden: Grundstockvermögen und Erträge.¹⁴ Das Grundstockvermögen umfasst alle der Stiftung vom Stifter bei der Errichtung zugewendeten materiellen Werte, wie zum Beispiel Grundstücke, Gebäude, Anlagen, Wertpapiere und Beteiligungen bzw. Forderungen.¹⁵ Der Vermögenswert des Grundstockvermögens umfasst auch den Wertzuwachs und Wertverlust im Zeitablauf und beschränkt sich nicht auf den Nominalwert zum Zeitpunkt der Einbringung des Stiftungskapitals. Darüber hinaus kann der Grundstock nachträglich durch Zustiftungen des Stifters oder Dritte ergänzt bzw. erhöht werden. Hier ist zu bemerken, dass Spenden keine Zustiftungen sind, sondern Zuwendungen, die in Erfüllung der Stiftungszwecke zum zeitnahen Verbrauch bestimmt sind.

Aus dieser finanziellen Grundlage des Grundstockvermögens zieht die Stiftung ihre Erträge, die sie zur Erfüllung des Stiftungszwecks benötigt. In diesem Kontext sind die Erträge „Früchte des Grundstocks“ und werden in die zweite Gruppe des Stiftungsvermögens eingeordnet. Hierzu zählen insbesondere Zinsen, Dividenden und Entgelte der Mieter und Pächter des Grundbesitzes. Diese Erträge werden der

¹³ Vgl. Brockhoff (2002), S. 221.

¹⁴ In seinem Beitrag „Das Stiftungsvermögen und seine Anlage“ identifiziert Fritz mehr als zwei Vermögensbestandteile. Er nennt das Anfangs- oder Ausstattungvermögen, das Grundstockvermögen, die verfügbaren Stiftungsmittel und die Ergebnismittel, die wiederum in weitere Untergruppen aufgeteilt werden können. Vgl. dazu Fritz (2008), S. 270.

¹⁵ Hinsichtlich der Höhe des Grundstockes sind Regelungen weder im BGB noch in den jeweiligen Stiftungsgesetzen zu erhalten. Doch muss das Grundstockvermögen so gestaltet sein, dass die dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks gesichert ist. Die jeweiligen Aufsichtsbehörden fordern deshalb eine Mindestausstattung zwischen 25.000 und 50.000 Euro. Dazu Vgl. Böckel (2006), S. 30., sowie Vgl. Fischer/Sander (2005), S. 493-494.

Mittelverwendung zugeordnet, während die Erträge aus Vermögensumschichtungen zum Grundstockvermögen gehören.

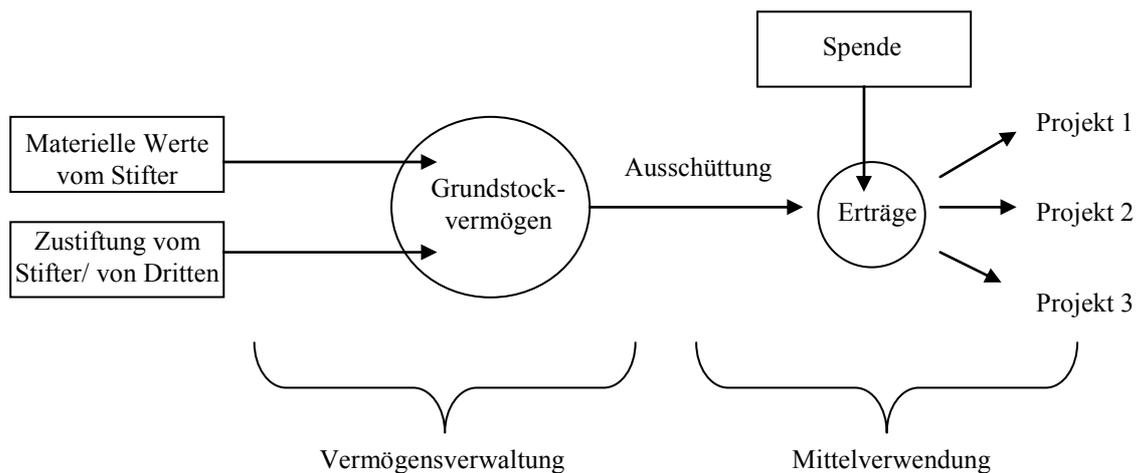


Abbildung 2: Das Stiftungsvermögen
Quelle: eigene Darstellung

In dieser Arbeit wird das Wort „Stiftungskapital“ mit dem Begriff „Grundstockvermögen“ synonym verwendet. Darüber hinaus wird darunter nur das Kapitalvermögen in Form von Bargeld, Wertpapieren und Beteiligungen verstanden. Sachwerte des Grundstockvermögens, wie Immobilien oder Kunstwerte, sind nicht Grundlage der Untersuchung.

Das Grundstockvermögen ist Objekt der Vermögensverwaltung. Dies liegt in der Regel vor, „wenn Vermögen genutzt, zum Beispiel Kapitalvermögen verzinslich angelegt oder unbewegliches Vermögen vermietet oder verpachtet wird.“¹⁶ Die Aufgaben der Vermögensverwaltung gehören zu den wesentlichen Aufgaben der Geschäftsführung und unterliegen gesetzlichen Vorschriften. Diese werden in den nächsten Abschnitten näher betrachtet.

2.2 Gesetzliche Rahmenbedingungen der Vermögensverwaltung

2.2.1 Rechtliche Einflussfaktoren

Grundsätzlich können Stiftungen ihr Vermögen frei und auf die individuellen Bedürfnisse der Stiftung angepasst verwalten. Weder im Stiftungsrecht, noch im Gemeinnützigkeitsrecht gibt es dabei Hindernisse.¹⁷ Bundes- und Landesgesetzgeber verzichten weitestgehend auf Regelungen zu Art und Inhalt der Vermögensverwaltung.¹⁸ Dennoch gibt es einige Einflussfaktoren, die bei der Vermögensverwaltung zu beachten sind. Der Stifter kann durch das Stiftungsgeschäft und die Stiftungssatzung Einfluss auf

¹⁶ Vgl. Kiefer (2001), S. 8.

¹⁷ Vgl. Henß (2004), S. 84.

¹⁸ Vgl. Fritz (2008), S. 279.

die Kapitalanlage nehmen. Die Umsetzung in der Praxis erfolgt mittels Anlagerichtlinien, die den Stiftungsorganen konkrete Handlungsanweisungen geben. Dem grundsätzlich freien Stifterwillen wird ein Rahmen durch das Stiftungs- und Gemeinnützigkeitsrecht gesetzt. Die Ordnungsgrundlagen sind in den §§ 80- 88 BGB und in den Stiftungsgesetzen der Länder bzw. in den §§ 55- 58 Abgabenordnung (AO) zu finden. Die Einhaltung gesetzlicher Vorgaben wird durch die Stiftungsaufsicht und die Finanzbehörden überwacht.¹⁹

2.2.2 Grundsätze der Vermögensverwaltung

Die Stiftung muss die dauerhafte und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks gewährleisten. Dies kann nur erfüllt werden, wenn die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Stiftung gesichert ist. Deshalb ist die zentrale Zielvorgabe der Vermögensverwaltung das *Bestandserhaltungsgebot*. Dieses besagt, dass „das Stiftungsvermögen in seinem Bestand ungeschmälert zu erhalten ist.“²⁰ Damit ist gemeint, dass das Stiftungsvermögen als „tragende Säule der Stiftung“ nicht verschenkt oder veräußert bzw. weder für den Stiftungszweck, noch für andere Zwecke ausgeschüttet werden darf. Der Grundsatz der Erhaltung des Stiftungsvermögens sieht vor, dass für die Zweckverwirklichung nur die Erträge und nicht die Vermögenssubstanz verwendet werden darf.²¹ Darüber hinaus bedeutet die Bestandserhaltung, dass das Vermögen in seinem wirtschaftlichen Wert bzw. in seiner Ertragskraft zu erhalten ist. Die Notwendigkeit der realen bzw. inflationsbereinigten Werterhaltung ergibt sich aus der Forderung nach dauerhafter Zweckerfüllung. Dies kann die Stiftung nur dann gewährleisten, wenn sie im Rahmen der Bewirtschaftung des Vermögens allen Wertminderungen entgegenwirkt und einen Ausgleich zum Kaufkraftschwund herstellt.²²

Ein Ausgleich und damit der reale Werterhalt kann nur durch Wertsteigerungen und/oder Bildung von Rücklagen gesichert werden, da die Zuführung der Erträge zum Grundstockvermögen in den Stiftungsgesetzen sämtlicher Länder und durch die Abgabenordnung untersagt ist (Admassierungsverbot).²³ Jedoch ist die Vorgabe des realen Werterhalts des Stiftungsvermögens steuerrechtlich eingeschränkt und kann durch die rechtlich begrenzte Möglichkeit der Rücklagenbildung gefährdet werden. Im Sinne der Abgabenordnung darf die gemeinnützige Stiftung seit dem 1.1.2000 höchstens ein Drittel

¹⁹ Vgl. Fischer/Sander (2005), S. 496.

²⁰ Vgl. Bertelsmann-Stiftung (2003), S. 537.

²¹ Vgl. Carstensen (1998), S. 9.

²² Vgl. Fischer/Sander (2005), S. 497.

²³ Neben den stiftungsrechtlichen Vorschriften sind auch Regelungen des Gemeinnützigkeitsrechts zu beachten. Der steuerbegünstigte Status der gemeinnützigen Stiftung ist nur dann gegeben, wenn der Grundsatz der Selbstlosigkeit eingehalten wird. Nach diesem Grundsatz darf die Stiftung nicht in erster Linie eigenwirtschaftliche Zwecke verfolgen und ihre Mittel nur für satzungsmäßige Zwecke verwenden. Die Mittel sind zeitnah und in voller Höhe auszuschütten. Allerdings können, wie bereits oben beschrieben, ein Drittel des Überschusses der Einnahmen einer freien Rücklage zurückgeführt werden. Vgl. dazu Jesch/Kreurer (2003), S. 225.

des Einnahmenüberschusses aus der Vermögensverwaltung einer freien Rücklage zuführen.²⁴ (Die Möglichkeit der Rücklagenbildung wurde erst im Jahr 1985 vom Gesetzgeber eingeräumt. Damals lag die maximale Thesaurierungsgrenze bei 25 % der Erträge).²⁵

Eine weitere Möglichkeit des realen Substanzerhaltes bieten die Rücklagen aus Wertsteigerungen. Diese realisierten Kursgewinne werden über eine entsprechende Rücklage dem Grundstockvermögen zugeführt. Dividenden sind demgegenüber laufende Erträge und werden für den Stiftungszweck ausgeschüttet. Aus beiden Begriffen, dem realisierten Kursgewinn (aber auch den nicht realisierten Kursgewinnen bzw. Verlusten, insgesamt Kursentwicklung) und der Dividende, ergibt sich die Performance. So kann die gleiche Performance verschiedener Anlagen unterschiedliche Auswirkungen auf verfügbare Fördermittel und die Rücklagendotierung einer Stiftung haben: 4 % Performance können 4 % Dividende oder 4 % Kursgewinn oder 2 % Dividende plus 2 % Kursgewinn oder 6 % Dividende minus 2 % Kursverlust sein.²⁶ Deshalb spielt eine sinnvolle Vermögensstruktur eine außerordentlich wichtige Rolle für die Vermögensverwaltung im Hinblick auf den Substanzerhalt.

Ein konkretes Konzept, wie der Bestand in seinem wirtschaftlichen Wert zu erhalten sei, wird vom Gesetzgeber nicht definiert. Obwohl der reale Kapitalerhalt (schon allein aus dem Grund, dass der Stiftungszweck dauerhaft und nachhaltig zu verwirklichen ist) angestrebt werden sollte, sind die Stiftungsgesetze bzgl. der Bestandserhaltung in der Praxis auf einen nominalen Kapitalerhalt ausgerichtet.²⁷

Das *Gebot der Sparsamkeit* ist auf die gesamte Tätigkeit der Stiftung anzuwenden. Es verlangt eine effiziente und kostensparende Organisation der Stiftungstätigkeit. Daraus abgeleitet gilt für die Vermögensverwaltung, dass mit dem geringstmöglichen Ausgabenaufwand der größtmögliche Nutzen für die Erfüllung des Stiftungszwecks erzielt werden soll. Dabei spielt die Beachtung der Kosten eine große Rolle, diese erfolgt aber nicht um jeden Preis. Die Auslagerung der Vermögensverwaltung auf externe Dienstleister ist beispielsweise nicht verboten (obwohl dies grundsätzlich die Aufgabe der Geschäftsführung ist), wenn der durch die Professionalisierung entstehende Vorteil

²⁴ Carstensen zeigte in Beispielrechnungen, dass eine Erhaltung der Stiftungsleistung auf Dauer mit der Novellierung des Rechtes auf die Rücklagenbildung noch lange nicht in jedem Fall gesichert ist. Er demonstrierte, dass eine in 1962 gegründete Stiftung, die ihr Vermögen zur Umlaufrendite des Kapitalmarktes angelegt hat, ihr Leistungsfähigkeit nicht erhalten konnte, auch wenn sie die seit 2000 erlaubte 33 prozentige Rücklagenbildung vollständig ausgenutzt hätte. Aufgrund ihres konservativen Anlegerprofils ist für die meiste Stiftungen, die ihr Geld in Rentenpapiere investiert haben, die Leistungserhalt des Vermögens nicht zu schaffen. Legt man eine durchschnittliche Inflationsrate von 2 % zu Grunde, so müsste die Stiftung jährlich mindestens 6 % Erträge erwirtschaften, um die Kaufkraft des Vermögens zu erhalten (die Rücklagendotierung ist in diesem Fall 2 %, ein Drittel der 6 %). Dies ist mit einem hundertprozentigen Rentenportfolio fast nicht zu erreichen. Vgl. dazu Ernst & Young (2003), S. 58.

²⁵ Vgl. Rudolff/Drabe (2003), S. 2284.

²⁶ Vgl. Ernst & Young (2003), S. 58-59.

²⁷ Vgl. Schindler (2003), S. 300.

hinsichtlich des Werterhalts und der Entlastung der verantwortlichen Organe, den Kostenaufwand rechtfertigt.²⁸ Während der Bestandserhalt, wie oben gezeigt, oft unter den Aspekten der Rücklagenbildung und Kursgewinne debattiert wird und sich auf den Ausgleich von Wertverlusten richtet, bedeutet die *sichere Verwaltung* die Reduzierung des Risikos von Wertverlusten. Dieser dritte Grundsatz der Vermögensverwaltung lässt sich durch die Vermeidung von Spekulation und größtmöglicher Diversifikation erreichen. Das Gebot der Spekulation wird in der Literatur nicht konkretisiert. Einerseits deutet es auf die Vermeidung einzelner, als spekulativ geltende Anlageformen und andererseits auf das spekulative Verhalten im Hinblick auf den Anlageprozess hin.²⁹ Die zweite Kernkomponente der sicheren Anlage ist die Diversifizierung der Vermögensanlage. Dies bedeutet die Aufteilung des anzulegenden Vermögens auf mehrere verschiedene Anlageobjekte mit dem Ziel, die Volatilität des Portfolios zu verringern.³⁰

Die meisten Landesstiftungsgesetze weisen darauf hin, dass das Stiftungsvermögen *ordnungsgemäß* und *wirtschaftlich* zu verwalten ist.³¹ Dies wird aber nicht weiter konkretisiert und eine Definition der wirtschaftlichen Vermögensanlage und die daraus abzuleitenden Anlagekriterien sind in den Gesetzen ebenfalls nicht zu finden.

Die stiftungsrechtliche Literatur verlangt darüber hinaus die *Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes*,³² was aber wiederum schwierig zu definieren ist, da es für die Vermögensanlage keinen absoluten Maßstab gibt, nur einen relativen in Bezug auf ein bestimmtes Anlageziel. Hier hat der Vermögensverwalter oder die Stiftungsorgane, die das Vermögen treuhänderisch verwalten, eine besondere Verantwortung. Die Anlage soll in der Form getätigt werden, dass sie einen Vorteil im Sinne des zu Grunde liegenden Anlageziels bringt. Dies soll unter Beachtung des wirklichen und mutmaßlichen Willens der Stifter, sowie unter Beachtung der Gesetze für die dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks, angestrebt werden. Die Verluste oder das Verfehlen der Ertragserwartungen bedeuten nicht zwangsläufig, dass die Stiftung gegen den Grundsatz der Wirtschaftlichkeit verstoßen hat, sofern die Stiftung das vom Stifter vorgegebene

²⁸ Vgl. Fritz (2008), S. 281.

²⁹ Im Gesetz wird aber weder die spekulative Anlageform, noch das spekulative Verhalten festgeschrieben. Die Literatur nennt einige Anlagearten, wie Finanztermingeschäfte, ausländische Investmentanteile oder sogar offenen Immobilienfonds, die aufgrund ihres Risikoprofils, für Stiftungen nicht geeignet sind. Jedoch sind diese Versuche im Hinblick auf die Erkenntnisse der modernen Portfoliotheorie, äußerst fragwürdig. Schon deshalb, weil das Fehlschlagen einer Anlage, nicht nur von ihrer Art abhängt, sondern von der Fähigkeit des Vermögensverwalters. Deswegen kann die Lösung der Konkretisierung des Spekulationsgebots nicht bei der Anlageform sondern bei der Art und Weise des Anlegens liegen. Vgl. Wachter (2002), S. 6. und vgl. Fritz (2008), S. 282-283. Das Anlageverhalten überschreitet die Grenze zur Spekulation, wenn das Risiko der Anlage nicht mehr im angemessenen Verhältnis zum Ertrag steht und der Vermögensverwalter auf einen Zufallserfolg hofft. In diesem Kontext kann das spekulative Verhalten mit einer konzeptlosen, unsystematischen Verwaltung beschrieben werden. Deshalb setzt das Spekulationsverbot ein rational begründbares und überprüfbares Anlagekonzept voraus. Vgl. dazu Fritz (2008), S. 283.

³⁰ Vgl. Cornfeld/Lynch (2005), S. 676.

³¹ Siehe dazu die Landesstiftungsgesetze in Baden-Württemberg, Niedersachsen, Nordrhein-Westfalen, Rheinland-Pfalz, Saarland, Sachsen, Sachsen-Anhalt, Schleswig-Holstein und Thüringen.

³² Vgl. Carstensen (2005), S. 93-94.

Anlagekonzept befolgt hat.³³ In einzelnen Landesstiftungsgesetzen (Hamburg, Thüringen und Bayern) gibt es Vorgaben zur *ertragsbringenden Vermögensanlage*, aber das Ziel der Erwirtschaftung möglichst hoher Erträge ist in keinem Gesetz ausdrücklich erwähnt.

In Kürze zusammengefasst weisen diese gesetzlichen Vorgaben darauf hin, dass das Stiftungsvermögen, neben einer langfristig ausgerichteten Strategie und Risikobegrenzung durch Diversifikation, möglichst real, aber zumindest nominal zu erhalten ist.

2.2.3 Treuhänderische Pflichten und Haftungsregelungen

Die Verwaltung des Stiftungsvermögens gehört zu den wesentlichen Aufgaben des Stiftungsvorstandes, der als Treuhänder des Stiftungsvermögens fungiert. Grundsätzlich wird mit dem Wort „Treuhänder“ die rechtliche Gestaltung einer Interessenswahrnehmung durch einen Dritten bezeichnet. Im Fall einer Stiftung stiftet der Stifter („Treugeber“) das Kapital („Treugut“). Aus diesem gespendeten Kapital entsteht die Stiftung als gesonderte verselbstständigte Vermögensmasse („Treugut“). Der Stiftungsvorstand („Treuhänder“) ist durch die Satzung („Treuhändervertrag“) daran gebunden, die Stiftung zum Erreichen des Stiftungszieles („Treuhänderzweck“) zu bringen und im Sinne des Stifters zu verwalten. Dabei ist das Interesse des Stifters nicht auf ihn selbst gerichtet, sondern zielt auf einen anderen Begünstigten bzw. einen gemeinnützigen Zweck ab.

Für Pflichtverletzungen bei der Vermögensanlage und damit verbundenen Verlusten, haften die Vorstandsmitglieder persönlich mit Schadensersatz nach § 280 BGB. Der Stiftungsvorstand kann lediglich für entstandene Vermögensverluste haften, nicht für entgangene Erträge. Von den Stiftungsvorständen ist die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes zu erwarten.³⁴ Dies beinhaltet auch, dass der Stiftungsvorstand im Rahmen der Verwaltung seine Belange hinter den Interessen der Stiftung zurückstellt und so handelt, als ob die Stiftung eine natürliche Person sei und ihr Interesse selbst wahrnehmen könnte. In diesem Kontext ist der Vorstand verpflichtet, den im Stiftungsgeschäft begründeten Stiftungsauftrag, also die Verwirklichung der Stiftungszwecke, zu erfüllen.³⁵

Aus den oben genannten juristischen Festlegungen lassen sich konkrete Anlagekriterien bzw. Anlageklassen, welche der Vorstand ohne die Gefahr einer Pflichtverletzung tätigen könnte, nicht ableiten. Investitionen in Aktien, nur aufgrund ihrer volatilen Natur, können nicht zur Haftung führen. Haftungsrisiken können sich jedoch ergeben, wenn die traditionellen Anlageformen verlassen, oder hohe Risikoklassen favorisiert werden. Diese

³³ Vgl. Fritz (2008), S. 287.

³⁴ Vgl. hierzu Abschnitt 2.2.2 dieser Arbeit

³⁵ Vgl. Hüttemann/ Schön (2007), S. 2. bzw. S. 8. und vgl. Peiniger (2003), S. 50.

gelten allerdings nicht, wenn der Stifter durch die Satzung zu hochrentablen, aber risikoreichen Anlagen ermutigt.³⁶

2.3 Organisation der Vermögensanlage

2.3.1 Ziele der Vermögensverwaltung

Aus den stiftungsrechtlichen Vorschriften lässt sich keine konkrete Zielvorgabe bzw. Handlungsanweisung für die Vermögensverwaltung ableiten. Die einzige verbindliche Vorgabe für die Vermögensverwaltung ist die dauernde und nachhaltige Erfüllung der Satzungszwecke und daraus abgeleitet der ungeschmälerte Erhalt des Stiftungsvermögens. Damit verfügt der Vorstand über einen relativ weiten Ermessensspielraum hinsichtlich der Vermögensverwaltung. Deshalb ist die Entwicklung einer präzisen Anlagerichtlinie wesentlich, um Risiken zu begrenzen und Haftungstatbestände zu vermeiden.

Hierzu hat der Vorstand folgende Punkte zu berücksichtigen: Je genereller bzw. offener der Stiftungszweck formuliert ist und je stärker der gesellschaftliche Bedarf der Stiftungsaktivität ist, umso wichtiger ist es, sich um ein (reales) Wachstum der Stiftungsleistungen zu bemühen. Daraus folgt das Ziel zur Optimierung der wirtschaftlichen Grundlagen der Stiftung im Interesse einer langfristigen Steigerung der Leistungskraft.

Neben den Bemühungen um einen realen Kapitalerhalt darf der Vorstand die Pflicht zur gegenwärtigen Zweckverwirklichung nicht außer Acht lassen. Somit kann die Erzielung ausschüttungsfähiger Erträge, in Form von Zinsen und Dividenden, für die Fördertätigkeit als zweites Ziel der Stiftungsvermögensverwaltung formuliert werden. Der Gesichtspunkt der Liquidität ist bei der Stiftung (anders als bei Privatanlegern) eher von untergeordneter Bedeutung. Dies liegt daran, dass Stiftungen in der Regel langfristige Anlageziele verfolgen und das Vermögen nicht auf schnellen Umschlag ausgelegt ist.³⁷

Aufgrund der teilweise gegensätzlichen rechtlichen und wirtschaftlichen Anforderungen, befindet sich die Vermögensverwaltung von Stiftungen in einem komplexen Aufgabengeflecht, was die Kriterien der geeigneten Kapitalanlage betrifft. Denn einerseits soll das Stiftungskapital „ungeschmälert“ erhalten bleiben, was häufig nur durch besonders sichere, aber auch ertragsschwächere Anlageformen zu erreichen ist. Andererseits sind zur Rücklagenbildung kontinuierlich hohe Erträge zu erwirtschaften (für den realen Substanzerhalt). Hohe Erträge bedeuten aber häufig auch hohe Risiken.

³⁶ Vgl. Schindler (2003), S. 299.

³⁷ Vgl. Hüttemann/ Schön (2007), S. 33-34.

Gleichzeitig soll die Stiftung über ausschüttungsfähige Erträge verfügen, um dem Satzungszweck nachzukommen. Mit sicheren und liquiden Anlagen sind aber meistens geringe Erträge zu erzielen. Diese drei Erfordernisse bilden das „magische Dreieck“ der Vermögensanlage für gemeinnützige Stiftungen.³⁸ Hinsichtlich des Risiko-Rendite-Verhältnisses liegt es grundsätzlich im Ermessen des Vorstandes, ob er eher im Interesse einer relativ gleichbleibenden Fördertätigkeit eine konservative Anlagestrategie vorzieht (zu lasten langfristiger Renditen), oder im Interesse eines größeren Wachstums der Stiftungsleistungen ein etwas riskanteres Portfolio wählt und damit eine stärker volatile Fördertätigkeit in Kauf nimmt.³⁹

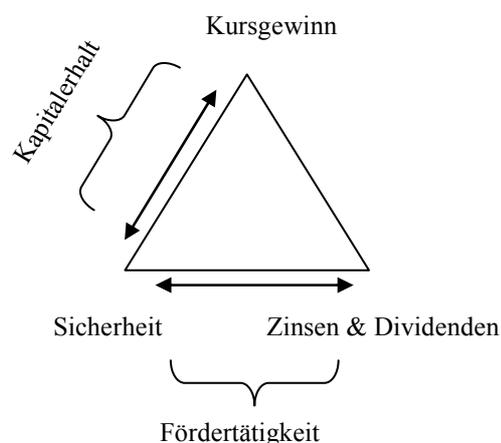


Abbildung 4: „Magisches Dreieck“ der Vermögensanlage gemeinnütziger Stiftungen
Quelle: eigene Darstellung

2.3.2 Anlagemöglichkeiten und Anlagestrategien

Für die Vermögensverwaltung gibt es hinsichtlich ihrer Anlagebeschränkungen nach stiftungsrechtlicher Rechtsprechung keine speziellen Vorgaben zu beachten. Bis Ende 1995 hat das bayerische Stiftungsgesetz die Anlage des Vermögens in mündelsichere Wertpapiere vorgeschrieben. Mit der Aufhebung dieses Gesetzes im Interesse einer Stärkung der Selbstverwaltung der Stiftungen, wurden Stiftungen in der Anlage ihres Vermögens grundsätzlich frei.⁴⁰ Die Wahl der Vermögensklasse, sowie des einzelnen Anlageinstruments sollte (ebenso wie die Ziele der Vermögensverwaltung) durch die Anlagerichtlinien geregelt werden. Diese haben den Vorteil – im Gegensatz zur Satzung – dass sie schneller geändert werden können.⁴¹

Aufgrund der Anlagerichtlinien wird ein Investmentprozess festgelegt, welcher im Grunde aus vier notwendigen Arbeitsschritten besteht: Zuerst sollten die Ziele und Bedürfnisse

³⁸ Vgl. Koss (2003), S. 34. und vgl. Schulz (2003), S. 33.

³⁹ Vgl. Hüttemann/ Schön (2007), S. 35.

⁴⁰ Vgl. Wachter (2002), S. 5.

⁴¹ Vgl. Fischer/Sander (2005), S. 500.

analysiert, und aufgrund dessen das Anlageziel festgelegt werden. Im zweiten Schritt werden die wichtigsten Grundbestandteile der strategischen Asset Allokation, wie Asset Allokation, Länderentscheidungen, Währungsallokation und Benchmark, definiert. Danach folgt die taktische Asset Allokation. Diese beginnt bei der Umsetzung des Kundenportfolios. Schließlich werden die Sicherheitsmechanismen, wie Controlling, Vermögensanalyse, Portfolio Management und Benchmarking durchgeführt.⁴²

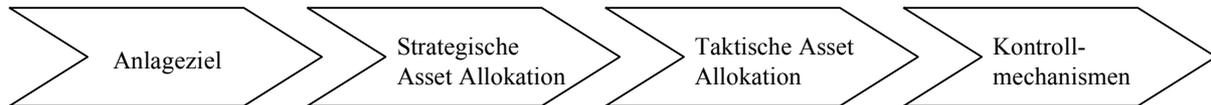


Abbildung 5: Festlegung eines Investmentprozesses
Quelle: eigene Darstellung

Für Stiftungen stehen zahlreiche Assetklassen für die Investition ihres Vermögens zur Auswahl. In der Literatur wird ein optimales Stiftungsportfolio häufig als die Zusammenstellung von Renten, Aktien und alternativen Investments bezeichnet.⁴³

Festverzinsliche Wertpapiere, wie Unternehmens- bzw. Staatsanleihen (auch Renten oder Bonds) eignen sich besonders gut für einen Kapitalerhalt nach dem Nominalwertprinzip. Sie allein sind aber nicht dazu geeignet, die Leistungsfähigkeit des Stiftungsvermögens sicherzustellen und nachhaltig beizubehalten.⁴⁴ Aktien bieten, zumindest auf lange Frist, attraktive Renditen und sind durch die Börsennotierung täglich liquide. Allerdings generieren sie oft geringe Dividenden und unterliegen Kursschwankungen, deshalb sollten sie in der Vermögensanlage von Stiftungen eher untergewichtet bleiben. Unter „Alternative Investments“ versteht die Stiftung Anlagen in Zertifikate, Private Equity, Hedge-Fonds, sowie in Rohstoffe. Insbesondere amerikanische Universitätsstiftungen, wie Harvard und Yale, vertrauen auf diese Anlageinstrumente. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus in Europa und der damit verbundenen schwachen Rentenerträge, wird der Einsatz alternativer Investments auch in Deutschland verstärkt diskutiert. Die Frage bleibt nur, inwieweit solche Anlagen, welche einen großen Teil der Performance aus der Wertsteigerung erzielen und im Normalfall nur sehr geringe, bis gar keine Ausschüttungen generieren, für ein Stiftungsdepot vorteilhaft sind.⁴⁵ Eine empfehlenswerte Anlageform für Stiftungen sind Investmentfonds (Aktien- oder Rentenfonds), denn diese werden bereits bei den Anlagegesellschaften professionell verwaltet. Darüber hinaus ist das Risiko bei Fonds in der Regel breit gestreut, was einen weiteren Vorteil für die Stiftungen darstellt.⁴⁶

⁴² Vgl. Fiala/ Stenger (2005), S. 120-121.

⁴³ Vgl. Henß (2004), S. 87.

⁴⁴ Vgl. Wigand (2007), S. 102.

⁴⁵ Vgl. Heissmann GmbH (2005), S. 3-4.

⁴⁶ Vgl. Fiala/ Stenger (2005), S. 126.

Die Organisation der Vermögensanlage kann durch eine eigene Vermögensverwaltung, oder mit Hilfe von Banken und Kapitalgesellschaften erfolgen. Bei der Entscheidung sind Kriterien wie Kosten, Professionalität, sowie technische Ausstattung und Sachkenntnisse zu beachten. Während dies eher von der Größe der Stiftung abhängt, sollte die richtige Anlagestrategie allgemein gültig sein.⁴⁷

Die Vorstellungen von der Risikoneigung und von den Renditeerwartungen spiegeln sich in der Auswahl der Anlageklassen und deren Anteil am Portfolio (Anlagegrenzen) wider. Ziel der Asset Allokation (Aufteilung des Vermögens auf verschiedenen Assetklassen) sollte eine optimale Zusammenwirkung von Ertrag und Risiko sein. Höhere Renditeerwartungen setzen ein höheres Risiko voraus, deswegen sollte hier besonders auf die Länge des Anlagehorizontes geachtet werden.⁴⁸ Grundsätzlich sollte das Stiftungsvermögen möglichst ertragreich allokiert sein.

2.3.3 Das Anlageverhalten deutscher Stiftungen

Die tatsächliche Asset Allocation deutscher Stiftungen deutet auf eine sicherheitsorientierte und defensive Anlagepolitik hin, welche auf die oben genannten rechtlichen Anforderungen zurückzuführen ist. Am häufigsten wird in Renten bzw. Rentenfonds investiert. Auf dieses Ergebnis kam die Heissmann Studie⁴⁹ aus dem Jahr 2005. Laut dieser Studie beträgt bei mittelgroßen bis großen Stiftungen der vermögensgewichtete Rentenanteil 58 % und Investitionen in Aktien 16 %. Die Immobilienquote ist im Vergleich zu Untersuchungen der letzten Jahre rückläufig. Alternative Investments spielen bei der Vermögensanlage kaum eine Rolle. Die konservative Anlagepolitik steht mit der Stiftungsgröße in direktem Zusammenhang.

Je kleiner die Stiftung, desto defensiver ist die Anlagestrategie. Auf dieses Ergebnis kam auch eine weitere empirische Untersuchung im Rahmen des „Projekts Stiftungsmanagement“⁵⁰ aus dem Jahr 2005. Laut dieser Studie haben 50,7 % der Befragten eine Anlage in Renten bestätigt. Somit investieren sie durchschnittlich 75,1 % ihres Vermögens in Renten. Diesen folgen Tagesgeld (44,7 %), Aktien- bzw. Aktienfonds (25,6 %), sowie Immobilien bzw. Immobilienfonds (18,5 %).⁵¹

⁴⁷ Vgl. Ernst & Young (2003), S. 54.

⁴⁸ Vgl. Lampe (2007), S. 4.

⁴⁹ Im Rahmen der Heissmann Studie wurden 1.600 Stiftungen mit einem Stiftungsvermögen von mindestens 1 Mio. Euro und jährlichen Ausgaben von mindestens 100.000 Euro angeschrieben. Die Ergebnisse der Studie beziehen sich daher eher auf die mittelgroßen- bis großen Stiftungen und basieren auf den Angaben von 300 Stiftungen, die sich an der Umfrage tatsächlich beteiligt haben.

⁵⁰ Für diese Studie wurden in 2005 1.000 Stiftungen, unabhängig von der Größe ihres Stiftungskapitals, angeschrieben. Die Rücklaufquote für diese Untersuchung lag bei 36,5 %.

⁵¹ Vgl. Sandberg (2005), S. 33.

Darüber hinaus konzentrieren sich die kleinen Stiftungen oft auf wenige Assetklassen, ihr Vermögen ist damit kaum diversifiziert und ihre Investitionsmöglichkeiten sind nicht ausgeschöpft.⁵²

Eine – für später in dieser Arbeit – wichtige Statistik ist der Anteil, des unter Nachhaltigkeitsaspekten angelegten Vermögens. Dieser beträgt gerade einmal 1 %.⁵³ Ein ähnliches Bild lässt sich aus den Untersuchungsergebnissen der vom Lehrstuhl Finanzwirtschaft der Universität Stuttgart im Jahr 2003 durchgeführten Studie ableiten. Auch wenn hier 19,6 % der Stiftungen eine Investition unter ökologischen Gesichtspunkten bestätigt haben, gaben immerhin 74,1 % der Studienteilnehmer an, dass der soziale bzw. ökologische Aspekt der Geldanlage für sie gar keine Rolle spiele.⁵⁴ Zwei Drittel der Befragten gaben sogar an, dass sie die Berücksichtigung nachhaltiger Geldanlagen auch in der Zukunft nicht planen würden.⁵⁵

Die Renditeerwartungen von Stiftungen können stark variieren. Die Heissmann Stiftungsstudie kam zu dem Ergebnis, dass 42 % der Stiftungen eine Zielrendite von 6 % und mehr erwarten, während 16 % mit einer Zielrendite von unter 4 % zufrieden wären.⁵⁶ Eine andere Studie aus dem gleichen Jahr führt auf, dass der größte Teil der Stiftungen (32,9 %) eine Rendite von 3 bis 4 % erwartet.⁵⁷ Als Mittelwert ergibt sich ein Zielwert von 5 % Rendite. Vergleicht man diese Vorgaben mit den im Jahr 2004 tatsächlich erzielten Renditen, wird deutlich, dass die meisten Stiftungen ihren eigenen Zielwert verfehlt haben. Beim größten Teil der Stiftungen (46 %) lag die erzielte Rendite unter 4 %, bei 15 % der Stiftungen sogar unter 3 %.⁵⁸ Für die Planung der Geldanlage spielen interne Gremien bei Stiftungen die wichtigste Rolle. Bei 90 % der Stiftungen liegt die Anlageplanung bei den Stiftungsgremien und nur 23 % delegiert sie ganz oder teilweise auf Banken und/oder Investmentgesellschaften. Trotz der herausragenden Stellung interner Gremien finden nur bei 64 % der Stiftungen regelmäßige Sitzungen des Anlageausschusses statt. 35 % der Sitzungen werden sogar nicht öfter als ein bis zweimal jährlich abgehalten. Darüber hinaus ergaben weitere Befragungen zur Art und Weise der Gremienarbeit, dass jede 10. Stiftung ihre Vermögensanlage – im Hinblick auf den sich abzeichnenden Risiken – überhaupt nicht kontrolliert.

⁵² Vgl. Hus (2006), S. A3.

⁵³ Vgl. Heissmann GmbH. (2005), S. 13.

⁵⁴ Vgl. Schäfer (2003b), S. 309.

⁵⁵ Vgl. Schäfer (2003a), S. 23.

⁵⁶ Vgl. Heissmann (2005), S. 22-23.

⁵⁷ Vgl. Sandberg (2005), S. 33.

⁵⁸ Vgl. Heissmann (2005), S. 22-23.

3 Nachhaltige Geldanlagen

3.1 Terminologische Abgrenzung

„Nachhaltigkeit“, „nachhaltige Entwicklung“ und die damit verwandten Wortbildungen sind keine Begriffe mit inhaltlicher Eindeutigkeit und sind auch keine Ideale. Sie können am ehesten als „Leitbilder“ bezeichnet werden.⁵⁹ In diesem Sinne etablierte sich Anfang der neunziger Jahre der Begriff „Sustainable Development“ oder auch „nachhaltige Entwicklung“ zu einem übergeordneten globalen Leitbild gesellschaftlicher Entwicklung. Die heute gängige Definition, welche auf den Brundtland-Bericht⁶⁰ aus dem Jahr 1987 zurückgeht, beschreibt die nachhaltige Entwicklung als „eine Entwicklung, die die Bedürfnisse der Gegenwart befriedigt, ohne zu riskieren, dass künftige Generationen ihre eigenen Bedürfnisse nicht befriedigen können“. Damit ist das Ziel einer nachhaltigen Entwicklung die Sicherung der Lebensgrundlagen der Menschheit im Sinne einer globalen und dauerhaften Stabilisierung von Umwelt, Wirtschaft und Gesellschaft. Diese drei aufeinander bezogenen und voneinander unabhängigen Bereiche, nämlich ökologische Zukunftsfähigkeit, materieller Wohlstand und soziale Wohlfahrt, bilden die „drei Säulen“ der nachhaltigen Entwicklung.

Während das Leitbild „Nachhaltigkeit“ eine gesellschaftliche Vision darstellt, bilden nachhaltige Geldanlagen ein konkretes Handlungsfeld dessen. Unter dem Begriff „Nachhaltige Geldanlagen“ wird zunächst einmal ein Markt von Investmentprodukten (Ökofonds, Ethikfonds, ethisch-ökologische Geldanlagen, ethisch-nachhaltige Geldanlagen, usw.) verstanden. Auf der anderen Seite beschreiben nachhaltige Geldanlagen eine Tätigkeit, bei der man „verantwortungsvoll“, „ethisch“, „zukunftsfähig“ oder „prinzipiengeleitet“ investiert. Die begriffliche Unsicherheit, welche diesen Bereich prägt, wird noch durch eine länderspezifische Komponente verstärkt. In den USA wird der Begriff SRI (Social Responsible Investments) für nachhaltige Geldanlagen verwendet, in Großbritannien spricht man hingegen von „Ethical Investments“ und in Österreich werden Ethikfonds oft als Nachhaltigkeitsfonds, die neben ökologischen und sozialen Positivkriterien auch ethisch motivierte Ausschlusskriterien verwenden, verstanden.⁶¹ Trotz der begrifflichen Vielfalt verfolgen nachhaltige Geldanlagen mehr oder weniger

⁵⁹ Vgl. Gabriel (2007), S. 29-31.

⁶⁰ Die Diskussion rund um das Thema Nachhaltigkeit wurde bereits vor dem Brundtland Report gestartet. Im Jahr 1972 wurde durch Experten des Club of Rome „Die Grenzen des Wachstums“ veröffentlicht, eine Studie, in der die Tragfähigkeit unseres Ökosystems im Hinblick auf das kritische Wachstum der Bevölkerung, Umweltzerstörung und Rohstoffabbau in Frage gestellt wurde und damit eine konkrete Zukunftsbedrohung thematisierte. Weitere Meilensteine der Nachhaltigkeitsdiskussion waren der Umweltgipfel in Rio de Janeiro (1992), die Weltklimakonferenz in Kyoto (1997), die Global Initiative (1999), der Weltgipfel für nachhaltige Entwicklung in Johannesburg (2002) und die Diskussion im Jahr 2007 über den Klimawandel angestoßen durch Al Gore. Vgl. dazu Pinner (2008), S. 20.

⁶¹ Vgl. Pinner (2003), S. 20-21.

dasselbe Ziel, nämlich eine Integration sozialer und ökologischer Überlegungen in die traditionellen ökonomischen Investmententscheidungen (analog zum Drei-Säulen Modell der Nachhaltigkeit).⁶² Die Bemühungen, die in diesem Bereich verwendeten Begriffe zu differenzieren und zu definieren, sind zahlreich und daher ist an dieser Stelle kein Raum für eine ausführliche Beschreibung. Jedoch soll versucht werden, auf die Problematik der Begriffsvielfalt einzugehen.

Die empirischen Daten der Verfasserin haben gezeigt, dass einige Begriffe besonders missführend sind und deren Verwendung deshalb eine Hürde für die Weiterentwicklung nachhaltiger Geldanlagen darstellen kann.⁶³ So wird beispielsweise der Ausdruck „Grüne Geldanlage“ in Expertenkreisen kritisiert, da er nur auf den ökologischen Nutzen hinweist und die soziale Komponente völlig außer Acht lässt. Das Problem wird weiter intensiviert, sobald zwischen „hellgrün“ und „dunkelgrün“ unterschieden wird. So könnte man behaupten, dass „dunkelgrüne“ Geldanlagen besser sind, da sie mehr Ökologie enthalten. Ein weiteres Beispiel ist der Ausdruck „Geldanlagen mit gutem Gewissen“. Dieser suggeriert einerseits, dass herkömmliche Geldanlagen zu einem schlechten Gewissen führen, andererseits lenkt er die Aufmerksamkeit des Investors vom ökonomischen Nutzen nachhaltiger Geldanlagen ab und deutet sogar auf einen Aufpreis hin, welchen der Anleger zu bezahlen hat, wenn er in nachhaltige Geldanlagen investiert. Trotz intensiver Bemühungen seitens der Kapitalanlagegesellschaften und anderer Anbieter nachhaltiger Geldanlagen, können diese populären Begriffe nur mühsam aus dem täglichen Leben gestrichen werden. Letztendlich haben sie auch ihre Daseinsberechtigung, denn sie entstehen aus einer Zeit, in der das Bewusstsein für nachhaltiges Investieren anders geprägt war, als heute. Gerade aufgrund der ständigen Weiterentwicklung des Verständnisses bzgl. des Leitbilds „Nachhaltigkeit“ einerseits und aufgrund des Wissenstandes, wie die drei Dimensionen – Ökologie, Soziales und Ökonomie – aus dem Aspekt des Investierens miteinander verknüpft sind andererseits, existieren heute eine Vielzahl unterschiedlicher Formen der nachhaltigen Geldanlage. Sie bezeichnen einen lebendigen, praxisorientierten Investmentansatz und können nicht als Objekte exakter Wissenschaft verstanden werden.

In dieser Arbeit werden unter dem Begriff „Nachhaltige Geldanlagen“ jene Investments verstanden, die neben den rein ökonomischen Faktoren auch auf ökologische und soziale Kriterien achten. Oft werden die Begriffe außerökonomische-, nicht-finanzielle, extrafinanzielle oder nicht-traditionelle Kriterien verwendet, um den Unterschied zwischen dem Investieren aufgrund herkömmlicher Informationen und ergänzender Informationen

⁶² Vgl. Schoenheit (2005), S. 73.

⁶³ Eigene empirische Erhebung. Siehe dazu Anhang 1.

deutlich zu machen. Dieser Unterschied wird in den nächsten Abschnitten herausgearbeitet.

3.2 Grundsätze nachhaltiger Geldanlagen

3.2.1 Extrafinanzielle Informationen

Jede Investmententscheidung basiert auf der Grundlage recherchierter Informationen über das Anlageobjekt.⁶⁴ Ein „Value Investor“⁶⁵ analysiert beispielsweise verschiedene fundamentale Faktoren, wie Bilanzdaten, die Dividendenrendite oder das Kurs-Gewinn-Verhältnis. Aufgrund dieser ökonomischen Informationen entscheidet er, ob der Preis der Aktie billiger ist als der "wahre Wert" des Unternehmens. Nur wenn der aktuelle Kurs deutlich unter dem inneren Wert des Unternehmens liegt, wird sich ein Value-Investor für den Kauf des Wertpapiers entscheiden.

Eine ständig wachsende Zahl von Investmentexperten⁶⁶ vertritt die Meinung, dass der wahre Wert eines Unternehmens allein auf Basis von ökonomischen Informationen nicht zu beschreiben ist. Denn auch das Engagement des Unternehmens im sozialen und umweltbezogenen Bereich, wie etwa die Reduzierung der Emissionen oder die Motivation der Mitarbeiter, hat einen maßgeblichen Einfluss auf die Performance des Unternehmens. Diese Annahme wurde durch eine von Innovest Strategic Value Advisors durchgeführte Studie in 2008 auch mit Zahlen untermauert. Hierbei wurde die Performance 100 börsennotierter Großunternehmen weltweit,⁶⁷ die neben ihren ökonomischen Zielen auch das Erreichen ihrer ökologischen und sozialen Ziele vorantreiben und damit Risiken und Chancen aus diesen Bereichen besser und effektiver als ihre Wettbewerber managen, untersucht. Das Ergebnis zeigte, dass die „Global 100“ Unternehmen 33 % besser abschnitten als ihre Wettbewerber.⁶⁸

Extrafinanzielle Faktoren werden für Analysten immer wichtiger, denn sie haben oft einen maßgeblichen Einfluss auf den Unternehmenswert. Sogar der deutsche Analystenverband hat 25 solcher Faktoren aus den Bereichen Umweltschutz, Soziales

⁶⁴ Im Weiteren werden börsennotierte Aktiengesellschaften unter Anlageobjekt verstanden.

⁶⁵ Der legendäre Investor Benjamin Graham hat mit seinem 1934 erschienenen Buch "Security Analysis" die fundamentale Wertpapieranalyse ins Leben gerufen. Sie ist die Basis des Value Investing, also der Suche nach unterbewerteten Unternehmen. Vgl. dazu Köszegi (2008)

⁶⁶ Dies wird durch die wachsende Mitgliederzahl der Enhanced Analytics Initiative (EAI) untermauert. Bereits 27 internationale Asset Management Unternehmen mit einem Finanzgewicht von 1,8 Billionen Euro engagieren sich für die Erforschung extrafinanzieller Informationen und deren Wirkung auf die langfristige Performance. Siehe dazu www.enhancedanalytics.com

⁶⁷ Aus diesen 100 Unternehmen wurde ein Portfolio zusammengestellt und dessen Performance über den Zeitraum vom 1. Februar 2005 bis zum 30. April 2007 gemessen. Um die Über- oder Untergewichtung einzelner Aktien im Zeitverlauf zu vermeiden, wurde dieses Portfolio in monatlichen Abständen immer wieder neu gewichtet. Das Ergebnis dieser Untersuchung ist eine Outperformance der Global 100 von 33% gegenüber dem MSCI World, der als wichtigster globaler Aktienindex gilt.

⁶⁸ Vgl. Köszegi (2008), S. B11-12.

und Unternehmensführung identifiziert. Diese sollen es der breiten Masse der Vermögensverwalter, Fondsmanager und Großanleger in Zukunft erleichtern, den Wert einer Aktiengesellschaft auch außerhalb der reinen Geschäftszahlen zu ermitteln.⁶⁹

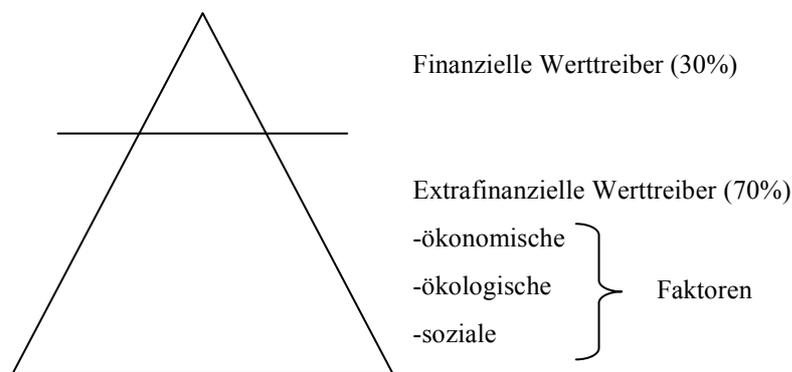


Abbildung 15: „Eisberg“ des Unternehmenswertes
Quelle: eigene Darstellung

Extrafinanzielle Faktoren können damit als fundamentale Faktoren beschrieben werden, die das Potenzial haben, die finanzielle Entwicklung und die öffentliche materielle Wahrnehmung eines Unternehmens zu beeinflussen, die jedoch nicht Teil einer traditionellen Finanzanalyse sind. Die Extrafinanziellen Faktoren erfüllen in der Regel einen oder mehrere der unten aufgeführten Punkte:

- Sie sind eher qualitativer Natur und sind nicht direkt quantifizierbar (z.B. Grundsätze der Unternehmensführung, immaterielle Vermögenswerte).
- Sie beschäftigen sich mit externen Faktoren, die durch Marktmechanismen nicht abgedeckt werden (z.B. Umweltverschmutzung).
- Sie konzentrieren sich auf die erweiterte Wertschöpfungskette (z.B. auf Zulieferer, Produkte und Services).
- Sie sind im Fokus des öffentlichen Interesses (zum Beispiel genetisch veränderte Organismen).
- Sie haben einen mittel- bis langfristigen Horizont (zum Beispiel Treibhauseffekt).
- Sie berücksichtigen, dass viele gesetzliche Rahmenbedingungen straffer werden (zum Beispiel CO₂-Emissionen).⁷⁰

3.2.2 Ratingverfahren

Da es sich bei den extrafinanziellen Informationen, im Gegensatz zu den finanziellen Bewertungen, eher um „versteckte“ Informationen handelt, müssen diese erst identifiziert werden, um dann im zweiten Schritt ihre qualitative Natur quantifizieren zu können. Denn nur in einer quantitativen Form sind diese Informationen miteinander vergleichbar und bieten damit objektive Grundlagen für Investmententscheidungen.

⁶⁹ Vgl. Schnell (2008)

⁷⁰ Vgl. Köszegi (2007)

Die ökologische bzw. soziale „Bonität“ eines Unternehmens kann durch die Methode der Unternehmensanalyse (auch „Rating“ genannt) – hinsichtlich außerökonomischer Gesichtspunkte – festgestellt werden. Die genaue Vorgehensweise, die dem Ratingverfahren zu Grunde liegt, kann von Anbieter zu Anbieter unterschiedlich sein. Jedoch beinhaltet dies in der Regel drei Arbeitsschritte:

Zuerst werden Informationen über das Unternehmen erfasst. Dazu werden neben den Publikationen vom Unternehmen selbst (z.B. Website, Nachhaltigkeitsreport) auch Quellen von der Regierung (z.B. Umweltschutzagenturen), Industrie (z.B. Publikationen von Genossenschaften) und von Nonprofit Organisationen (z.B. Dialog, Newsletter) berücksichtigt und Nachrichten aus den Medien gescreent. Darüber hinaus verschicken die Ratingagenturen oft Fragebögen an Unternehmen, um spezielle bzw. nicht publizierte Informationen zu erfahren, oder halten sogar Interviews mit den verantwortlichen Mitarbeitern des Unternehmens. Der Erhebung der Daten liegt ein Kriterienkatalog zu Grunde. Bei einigen Ratingagenturen (z.B. Innovest Strategic Value Advisors, Oekom Reserach) werden zuerst die Branchen analysiert, um die branchenspezifischen Risiken zu erkennen und darauf aufbauend einen Kriterienkatalog zusammenstellen zu können.

Im zweiten Schritt werden die Informationen ausgewertet und quantifizierbar gemacht. Dazu können verschiedenen Skalen verwendet werden. Oft verwendet wird beispielsweise die Skala der traditionellen Bonitätsratings (von AAA bis C) bzw. deren Variante, welche die Nachhaltigkeitsleistung eines Unternehmens von A+ bis D- bewertet. Aber auch das Ampel- (Grün bis Rot) oder ein einfaches Ja/Nein-System (qualifiziert/nicht qualifiziert für das Portfolio) sind üblich. Wichtig bei der Bewertung ist, dass jede Ratingkategorie definiert wird, denn nur so kann eine objektive und für alle Beteiligten nachvollziehbare Einordnung über die ökologische und soziale Leistung des Unternehmens getroffen werden. Hier können Kontrollmechanismen oder Maßnahmen zur Qualitätssicherung, z.B. durch einen Beirat oder ein erneutes Gespräch mit dem Unternehmen, besonders hilfreich sein, um die Glaubwürdigkeit des Ratings sicherstellen zu können. Das Ergebnis der Unternehmensbewertung ist in der Regel ein mehrseitiges Unternehmensprofil, welches neben dem Rating auch eine ausführliche Beschreibung über die Unternehmensaktivitäten in verschiedenen sozialen und ökologischen Bereichen, sowie einen Vergleich mit seinen Wettbewerbern beinhaltet. Die in dieser Form erhobenen Daten werden in einem Zeitraum von ein bis zwei Jahren aktualisiert.

Bei den Unternehmensanalysen und während des Ratingsprozesses ist besonders auf Unabhängigkeit (personelle und finanzielle Unabhängigkeit der Ratingagentur), Vollständigkeit (umfassend und gleichzeitig präzise Informationen über das Unternehmen) und Vergleichbarkeit (einheitliche Bewertung) der Unternehmensbewertung zu achten. Denn diese Aspekte haben einen direkten Einfluss auf die Glaubwürdigkeit des Ratings. Deshalb soll das Ratingverfahren transparent und von den Investoren bzw. bewerteten

Unternehmen nachvollziehbar sein.⁷¹ Dies bedeutet, dass für das endgültige Rating des Unternehmens relevante Informationen öffentlich zugänglich gemacht werden müssen. Von der Seite der Ratingagenturen wird aber argumentiert, dass die Unternehmensbewertungen zu komplex sind, um diese in einigen Sätzen zusammenfassen zu können. Darüber hinaus ist zu beachten, dass wenn man das Ratingverfahren bis ins letzte Detail veröffentlichen würde, man damit quasi sein Know-How offen legen würde, was sich geschäftsschädigend auswirken könnte. Trotz Argumenten seitens der Ratingagenturen, kann auf die Transparenz nicht verzichtet werden, denn die Investoren, die aufgrund der Ratings eine Investmententscheidung treffen, müssen die Qualität des Ratings beurteilen können. In der Praxis werden daher die Kunden der Ratingagenturen auf Anfrage ausführlich über das Ratingverfahren informiert und Interessenten erhalten lediglich die öffentlich zugänglichen Informationen.

3.2.3 Aktueller Entwicklungsstand von Nachhaltigkeitsratings

Die Unternehmensbewertungen anhand extrafinanzieller Informationen können entweder mit Hilfe spezialisierter „Researchhäuser“ (oder auch „Ratingagenturen“ genannt), oder durch interne „Researchteams“ durchgeführt werden. Die erste Ratingagentur wurde in den 70er Jahren von kirchlichen Investoren gegründet. Zehn Jahren später, im Jahr 1983, folgte die zweite Gründung, welche ebenfalls eine kirchliche Initiative war. Dank der Öko-Bewegung in den 80er Jahren, gewannen sie an Bedeutung und es wurden weitere zahlreiche Initiativen gestartet. Derzeit existieren in Deutschland drei Ratingagenturen, europaweit sind es etwa 25.⁷² Nicht zuletzt aufgrund des steigenden Interesses an nachhaltigen Geldanlagen bzw. an extrafinanziellen Informationen auch seitens der Mainstream Investoren, erleben Ratingagenturen ein dynamisches Wachstum. Dies wird durch die Vielfalt der Agenturen weiter verstärkt. Denn anders als bei herkömmlichen Finanzratings, liegt bei Nachhaltigkeitsratings keine Anbieterkonzentration vor, was sich positiv auf die Innovationsfähigkeit und Dynamik des Sektors auswirkt.

In Expertenkreisen existiert eine zweigeteilte Meinung darüber, ob extrafinanzielle Informationen bzw. Ratings über das Unternehmen von einer Ratingagentur oder einem internen Researchteam bezogen werden sollten.⁷³ Einerseits wird argumentiert, dass durch die Zusammenarbeit mit einer Ratingagentur, also mit einer externen Quelle, die Neutralität der Daten gewährleistet werden kann. Andererseits weisen Kritiker darauf hin, dass es nur einem internen Researchteam gelingen kann, sowohl die finanziellen als auch die extrafinanziellen Informationen in ihrem vollen Umfang zu verstehen und sich dadurch ein integriertes Bild über das Unternehmen zu verschaffen.

⁷¹ Vgl. Gabriel (2007), S. 135.

⁷² Vgl. Riedel (2008), S. 48.

⁷³ Eigene empirische Erhebung. Siehe dazu Anhang 1.

Die Vielzahl der Anbieter nachhaltiger Ratings führt zur unterschiedlicher Ausprägung und Relevanz verschiedener Ratingansätze. Diese Heterogenität galt lange Zeit als Hindernis für die Vergleichbarkeit. Eine Untersuchung von 15 Ratingagenturen kam beispielsweise zu dem Ergebnis, dass die Mehrheit dieser Agenturen verschiedene Symbolsysteme zur Bewertung und Einstufung verwendet.⁷⁴ Als Antwort auf das Defizit der Standardisierung – und damit dem Mangel an Qualität – wurde im Jahr 2002 eine Initiative unabhängiger Ratingagenturen ins Leben gerufen,⁷⁵ welche Qualitätsstandards für das Ratingverfahren entwickelt und die Agenturen dementsprechend zertifiziert. Im Sommer 2008 wurden erstmals die Qualitätssiegel vergeben, die unter anderem auch zwei von drei Ratingagenturen in Deutschland erhalten haben.⁷⁶ Diese Entwicklung deutet auf eine Professionalisierung hinsichtlich der Arbeit der Ratingagenturen und auch in Bezug auf die Qualität des Ratings hin.

3.3 Der Einsatz nachhaltiger Geldanlagen in der Praxis

3.3.1 Anlagestrategien

Es gibt zahlreiche, ganz unterschiedlicher Verfahren, extrafinanzielle Informationen bei der Geldanlage zu berücksichtigen. Generell kann man zwischen aktiven und passiven Anlagestrategien unterscheiden. Die aktiven Ansätze werden hier nicht weiter ausgeführt, da sie das Engagement des Investors betreffen und nicht den Akt des Investierens selbst. Die passiven Anlagestrategien basieren entweder auf dem Konzept der Negativ- oder Positivselektion (auch Screening genannt). Diese unterscheiden sich grundsätzlich hinsichtlich ihrer Herangehensweisen und in der darin verborgenen Motivation.

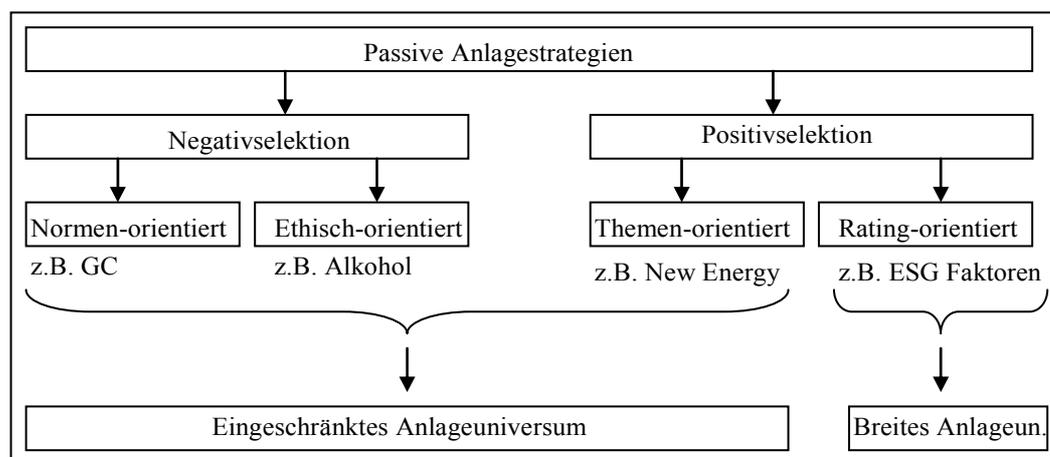


Abbildung 19: Anlagestrategien nachhaltiger Geldanlagen
Quelle: eigene Darstellung

⁷⁴ Vgl. Gabriel (2007), S. 114.

⁷⁵ Siehe dazu www.csr-rs.org

⁷⁶ Vgl. Oekom Research (2009)

Durch die Negativselektion können Geschäftsfelder oder Geschäftspraktiken, die nicht erwünscht sind, aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen werden. Grundlage dafür können entweder normative oder subjektive, eher ethisch orientierte Kriterien, oder deren Kombination sein. Zur Selektion auf Basis von Normen zählen solche Anlagen, die zwar im Prinzip in alle denkbare Branchen bzw. Unternehmen investieren, aber nur wenn bestimmte soziale und ökologische Standards, wie die des Global Compact (GC), oder die Internationalen Arbeitsorganisation (ILO), erfüllt sind. Unternehmen, die diese Normen verletzen bzw. nicht einhalten (z.B. Verletzung der Menschenrechte oder Kinderarbeit), werden aus dem Portfolio kategorisch ausgeschlossen. Zur Negativselektion aufgrund subjektiver, meist moralischer Präferenzen, zählen solche Kapitalanlagen, die Geschäftsfelder, wie Alkohol oder Tabak, ausschließen.⁷⁷ Der Ansatz der Negativselektion ist eher geeignet, ethische Präferenzen in die Investmententscheidungen zu integrieren. Für Investoren, wie z.B. Pensionskassen, die öffentliche Gelder verwalten und deswegen ihre Investments offen legen müssen, bietet dieser Ansatz die Möglichkeit, „saubere“ Portfolios zu bilden. Neben dem ethischen Aspekt kann der Ansatz der Negativselektion zur Verbesserung der Performance beitragen, wenn zwischen den Kriterien und dem Wert des Unternehmens eine positive Korrelation besteht.⁷⁸

Während das Ziel bei der Negativselektion die Vermeidung bestimmter Unternehmen bzw. Branchen ist, steht bei der Positivselektion die bewusste Auswahl und Integration gewünschter Titel im Mittelpunkt, um damit eine besondere Qualität des Portfolios zu erzeugen. Grundlage dafür sind Beurteilungskriterien gegenüber Unternehmen, die als Erfüllungskriterien fungieren. Unternehmen, die die hier definierte Mindesthürde überstehen, kommen als Investitionskandidaten in Frage.⁷⁹ Eine besondere Ausprägungsform der Positivselektion ist die Bildung von Themenfonds, welche sich auf bestimmte Anlagethemen (wie z.B. Technologie, Gesundheit oder erneuerbare Energien) fokussieren. Die beliebteste Variante der positiven Selektion ist jedoch der „Best-in-Class-Ansatz“.⁸⁰ Hier werden keine Branchen, Güter bzw. Dienstleistungen absolut ausgeschlossen, sondern einem Ratingprozess unterzogen. So werden z.B. auch Ölunternehmen nach ökologischen und sozialen Kriterien untersucht, mit dem Ziel, die Branchenbesten zu finden. Das sind diejenigen Unternehmen, die gegenüber ihren

⁷⁷ In Deutschland werden subjektive ethische Ausschlusskriterien häufiger verwendet. Dazu zählen Rüstung und Waffen mit 91 %, Tabak und Kernenergie mit 76 %, sowie Glücksspiel mit 71 %. Vgl. Pinner (2008), S. 96.

⁷⁸ Ein Tabakunternehmen kann z.B. potenzielle Risiken für den Anleger bedeuten, denn es unterliegt gesetzlichen Restriktionen. Änderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen können nachteilig für das Unternehmen sein und damit den Preis der Aktie drücken. In diesem Fall kann es ein Vorteil sein, solche Unternehmen nicht im Portfolio zu haben.

⁷⁹ Die meisten verwendeten Positivkriterien sind eher ökologisch orientiert. 64 % der nachhaltigen Geldanlagen im deutschsprachigen Raum, die Positivkriterien einsetzen, verwenden am häufigsten das Kriterium Umweltpolitik. Auf der zweiten Stelle steht ökologische Produktqualität mit 58 % und Prozessorientierter Umweltschutz mit 52 %. Vgl. Schoenheit (2005), S. 88.

⁸⁰ Eigene empirische Erhebung. Siehe dazu Anhang 1.

Wettbewerbern die größten Nachhaltigkeitsanstrengungen erbringen. Vorteil des Best-in-Class Ansatzes ist, dass er ermöglicht, in eine Vielzahl von Wertpapieren, die auf alle Branchen verteilt sind, zu investieren und damit wenig vom Gesamtmarkt abzuweichen. Darüber hinaus führt ein Ranking zwischen den Unternehmen zu Wettbewerb untereinander und trägt damit zur nachhaltigen Entwicklung bei. Kritiker halten es jedoch für problematisch, dass das branchenbeste Unternehmen z.B. Autos herstellt, die die Umwelt verschmutzen und damit ökologische Ziele sabotieren. Deshalb werden in der Praxis oft die verschiedenen Ansätze miteinander kombiniert.⁸¹

3.3.2 Investmentprozess

Um mit dem Investmentprozess anzufangen, muss im ersten Schritt ein Kriterienkatalog hinsichtlich der außerökonomischen Faktoren erstellt werden. Dies bedeutet, dass der Investor entscheidet, welche extrafinanziellen Informationen in die Investmententscheidungen integriert werden sollen, um diese im zweiten Schritt entweder durch ein eigenes Researchteam, oder durch die Zwischenschaltung einer Ratingagentur erwerben zu können.

Nachdem die für den Investor relevanten Informationen (sowohl die finanziellen als auch die extrafinanziellen) vorliegen und ausgewertet wurden, kann der Investmentprozess beginnen. Nachfolgend werden die idealtypischen Schritte eines nachhaltigen Anlageprozesses, welcher sowohl Negativselektion als auch Best-in-Class anwendet, beschrieben. Zunächst wird die Gesamtheit aller denkbaren Titel durch einen Nachhaltigkeitsfilter geschickt. Hier werden einerseits jene Unternehmen herausgefiltert, die die Ausschlusskriterien verletzen, andererseits werden von den verbliebenen Titeln noch solche ausgeschlossen, die sich nicht unter den nachhaltig Besten der Branche befinden. Nach der Nachhaltigkeitsanalyse verbleiben nur diejenige Titel in der Auswahl (nachhaltiges Anlageuniversum), die sicherlich den Erwartungen des Anlegers hinsichtlich der Nachhaltigkeit entsprechen. Aus diesem nachhaltigen Anlageuniversum wählt der Vermögensverwalter bzw. Fondsmanager die finanziell attraktivsten Titel aus, die final im Portfolio verbleiben.⁸²

Bei dieser Vorgehensweise könnte jedoch die Einschränkung des Anlageuniversums durch den Nachhaltigkeitsfilter im Hinblick auf die Diversifikation des Portfolios und die damit verbundenen Risiken kritisch gesehen werden. Diese Problematik wird im Abschnitt 4.1.1 ausführlich diskutiert. Hier sollte allerdings darauf hingewiesen werden, dass die Integration extrafinanzieller Informationen nicht nur auf diese Weise, also durch das Vorziehen außerökonomischer Daten vor die finanziellen Informationen, erfolgen kann.

⁸¹ Eigene empirische Erhebung. Siehe dazu Anhang 1.

⁸² Vgl. Pinner (2008), S. 112.

Die in U.K. ansässige, auf nachhaltige Geldanlagen spezialisierte Fondsgesellschaft F&C Investments, wählt beispielsweise zunächst die finanziell attraktivsten Titel aus dem Gesamtuniversum aus und prüft diese nur im zweiten Schritt im Hinblick auf die außerökonomischen Kriterien. Vorteil dieser „umgekehrten“ Vorgehensweise ist, dass aus finanzieller Sicht kein Kompromiss gemacht wird, während bei der anderen Variante der Vermögensverwalter nur aus denjenigen Titeln selektieren kann, die es durch den Nachhaltigkeitsfilter in das nachhaltige Anlageuniversum geschafft haben. Damit ist er durch eine geringere Bewegungs- und Entscheidungsfreiheit in seinem Ziel, die finanziell attraktivsten Unternehmen zu finden, eingeschränkt.

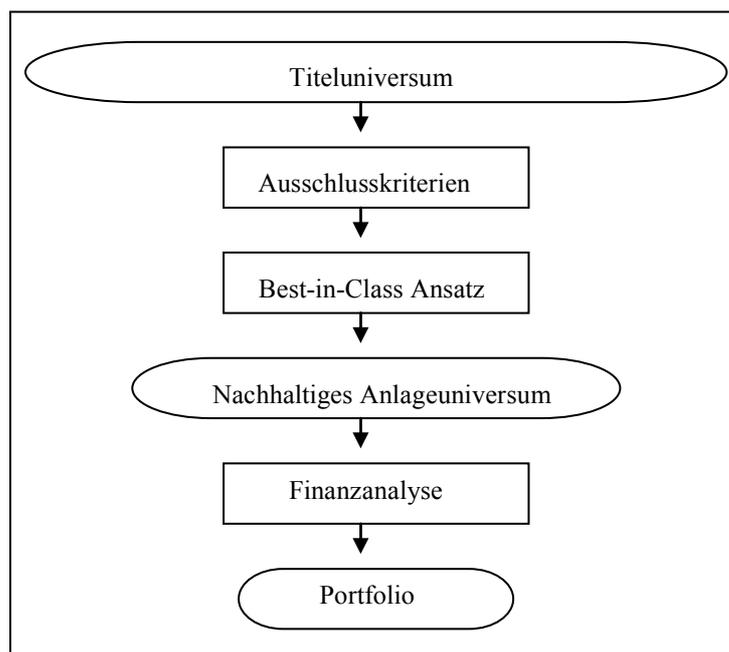


Abbildung 20: Nachhaltiger Investmentprozess
Quelle: eigene Darstellung

Grundsätzlich kann man festhalten, dass die Rangordnung hinsichtlich der Integration finanzieller und nicht-finanzieller Informationen und damit die Vorgehensweise beim Investmentprozess eng mit der Motivation und den Präferenzen des Investors verbunden ist.⁸³ Ein eher ethisch orientierter Investor, der den Ausschluss bestimmter Unternehmen sicherstellen will, wird sich eher für die idealtypische Vorgehensweise der Integration außerökonomischer Informationen entscheiden, als der „Mainstream Investor“, der eher ökonomisch motiviert ist und auf finanzielle Kriterien größeren Wert legt.

⁸³ Eigene empirische Erhebung, Siehe dazu Anhang 1.

3.3.3 Der Markt für nachhaltige Geldanlagen

Es ist schwierig, verlässliche Angaben über die tatsächliche Marktgröße nachhaltiger Kapitalanlagen zu machen, da die Definition häufig willkürlich gewählt ist und nicht im Einklang mit dem tatsächlichen Anlegerwunsch, ökologische und ethische Grundsätze zu berücksichtigen, steht. Jedoch zeigen alle Studien und Befragungen, dass dieses Anlagensegment dynamisch wächst. Laut des Statusberichts des „Forum Nachhaltige Geldanlagen“ wuchs der nachhaltige Anlagemarkt in Deutschland seit 2005 stetig. So verzeichneten deutsche Finanzdienstleister Ende 2007 11,1 Mrd. Euro in nachhaltigen Assets.⁸⁴ Nachhaltige Kapitalanlagen sind in aller Munde und auf dem besten Weg, vom Nischenangebot zum festen Bestandteil der „financial community“ zu werden. Unterstützt von den gesellschaftlichen und politischen Diskussionen über Klimawandel, Umweltschutz und Energieeffizienz, sowie der intensiven Berichterstattung, wurde das Bewusstsein für Ökologie und Ethik auch im Hinblick auf Kapitalanlagen geschärft.

Unter dem Label „Nachhaltigkeit“ führt heute fast jeder Anbieter eines oder mehrere Produkte. Im deutschsprachigen Raum waren bis Ende 2008 274 nachhaltige Fonds mit einem Gesamtvolumen von 21 Milliarden Euro zugelassen.⁸⁵ Der Großteil dieses Kapitals (57 %) wurde nach der Anlagestrategie der „aktiven Aktionärspolitik“ gemanagt. Ethische Ausschlusskriterien wurden auf 51 % und die Kombination von ethischen Ausschluss- und Positivkriterien auf 30 % des nachhaltigen Anlagekapitals angewandt. Auf Basis des Best-in-Class Ansatzes wurde dagegen das geringste Kapital (25 %) investiert.⁸⁶

Darüber hinaus war Ende 2007 der überwiegende Teil (70 %) des nachhaltigen Anlagevolumens in Aktien investiert. Festverzinsliche Wertpapiere machen lediglich rund 21 % aus. Der größte Teil, nämlich rund 63 % der nachhaltigen Geldanlagen, wird von institutionellen Investoren gehalten. Diese investieren zu über 82 % in Publikumsfonds und zu etwas mehr als 15 % in nachhaltige Mandate.⁸⁷

Trotz eines dynamischen Zuwachses beträgt der Anteil nachhaltiger Geldanlagen am Gesamtvolumen der verwalteten Assets deutscher Finanzdienstleister nur rund 0,7 %.⁸⁸ Hinsichtlich der Entwicklung des nachhaltigen Anlagemarktes zeigen sich die befragten Finanzdienstleister jedoch optimistisch. Im Durchschnitt erwarten sie, dass sich das Volumen ihrer nachhaltigen Assets in den kommenden drei Jahren mehr als verdreifachen wird.⁸⁹ Diese Entwicklungstendenz könnte durch die im Jahr 2004 eingeführten Eurosif Transparenzrichtlinien⁹⁰ verstärkt werden. Die Unterzeichner der Transparenzrichtlinien verpflichten sich, aktuelle Informationen über die von ihnen

⁸⁴ Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen (2008), S. 14.

⁸⁵ Vgl. Sustainable Business Institute (2008)

⁸⁶ Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen (2008), S. 15.

⁸⁷ Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen (2008), S. 16.

⁸⁸ Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen (2008), S. 17.

⁸⁹ Vgl. Forum Nachhaltige Geldanlagen (2008), S. 17.

⁹⁰ Eurosif ist der europäische Dachverband für nachhaltige Geldanlagen. Siehe dazu www.eurosif.org

angebotenen, nachhaltigen Geldanlagen zu veröffentlichen, indem sie einen einheitlichen Fragebogen ausfüllen und jährlich aktualisieren. So können einem nachhaltigen Investmentfond zugrunde liegende nachhaltige Kriterien bzw. der Investmentprozess für Anleger transparent gemacht werden. Im Zuge der Einführung des Transparenzlogos im Jahr 2008 wurde die Zahl der Unterzeichner auf 50 erhöht. Damit wurde das Transparenzlogo in ganz Europa für insgesamt 140 Nachhaltigkeitsfonds vergeben.⁹¹

4 Die Anwendbarkeit nachhaltiger Geldanlagen bei Stiftungen

4.1 Vereinbarkeit mit den Zielen der traditionellen Vermögensverwaltung

Die praxisrelevanten Grundlagen nachhaltiger Geldanlagen in dieser Arbeit (1.2) haben gezeigt, dass nachhaltige Geldanlagen nicht einer bestimmten Assetklasse (wie z.B. Immobilien, Aktien oder Private Equity) zuzuordnen sind. Sie beschreiben vielmehr solche Kapitalanlagen, denen ein nachhaltiger Investmentstil zu Grunde liegt. Diese berücksichtigen neben den traditionellen finanzwirtschaftlichen- auch die außerökonomischen Informationen über das Anlageobjekt.

Restriktionen hinsichtlich des von der Vermögensverwaltung bei der Anlage des Stiftungsvermögens verwendeten Investmentstils sind weder im Stiftungsrecht, noch im Gemeinnützigkeitsrecht gegeben. Damit steht der Stiftung die Integration nicht-finanzieller Informationen in ihre Investmententscheidungen grundsätzlich frei. Hierbei sind noch die Regelungen in der Satzung und in den Anlagerichtlinien zu beachten. Wenn diese eine explizite Einschränkung bzw. ein Verbot hinsichtlich der Anwendung nachhaltiger Geldanlagen beinhalten, ist die oben genannte gesetzliche Freiheit nicht gegeben. Die Wahrscheinlichkeit hierfür ist jedoch gering, denn die gesetzliche Mindestanforderung der Satzung beinhaltet keine konkreten Vorgaben über die Vermögensverwaltung.⁹² Daher ist ein Ausschluss nachhaltiger Geldanlagen durch die Satzung nicht nachvollziehbar. Vielmehr sollten die Einzelregelungen in den Anlagerichtlinien zu finden sein. Diese konzentrieren sich aber auf die Auswahl der Produkte, das Ergebnis-Risiko-Profil und die Sicherheitsmechanismen und weniger auf die dem Investmentprozess zugrunde liegenden Informationen. Daher ist eine Einschränkung bzw. ein Verbot hinsichtlich nachhaltiger Geldanlagen nicht auszuschließen, in der Praxis jedoch kaum vorstellbar.

Es bleibt jedoch noch zu prüfen, ob mittels nachhaltigen Investierens die durch die ökonomische Interpretation rechtlicher Rahmenbedingungen entstehenden Ziele der Vermögensverwaltung zu erfüllen sind. Abschnitt 2.3.1 dieser Arbeit hat aus den Zielen der Vermögensverwaltung die Kriterien für die für Stiftungen geeigneten Kapitalanlagen

⁹¹ Vgl. Eurosif (2008)

⁹² Vgl. § 81 Abs. 1 Satz 3 BGB

(Sicherheit, Kursgewinn und Ertrag in Form von Zinsen bzw. Dividenden) abgeleitet und mit Hilfe eines „magischen Dreiecks“ dargestellt. Der nachfolgenden Untersuchung liegt eine vereinfachte Variante dieses Modells zu Grunde. Denn sowohl der Kursgewinn als auch der Ertrag tragen zur Performance und damit zur Rendite der Kapitalanlage bei.⁹³ Insofern können die Kriterien hinsichtlich der geeigneten Kapitalanlage als ein optimales Zusammenspiel von Sicherheit und Rendite beschrieben werden.

Nachfolgend soll geprüft werden, wie sich die Integration außerökonomischer Kriterien in Investmententscheidungen auf die Sicherheit bzw. Rendite der Geldanlage auswirkt. Daraus soll eine Antwort auf die Fragestellung nach der betriebswirtschaftlichen Vereinbarkeit nachhaltiger Geldanlagen mit der Vermögensverwaltung einer Stiftung abgeleitet werden.

4.1.1 Sicherheit

Aufgrund des Gebots der sicheren Vermögensverwaltung,⁹⁴ soll die Vermögensverwaltung der Stiftung das Risiko von Vermögensverlusten vermeiden. Dies soll einerseits durch die Ablehnung spekulativer Investments, die in der Regel kurzfristige, hohe Renditen versprechen, aber gleichzeitig hohe Risiken in sich tragen, erreicht werden.

Gerade aufgrund ihrer langfristigen Ausrichtung können nachhaltige Geldanlagen von den spekulativen Anlageformen abgegrenzt werden und sogar zur Risikooptimierung des Portfolios beitragen. Denn die außerökonomischen Informationen über ein Unternehmen ermöglichen es dem Investor, auch Risiken im sozialen und ökologischen Bereich zu erkennen (dies kann als „Informationseffekt“ bezeichnet werden) und diese aus dem Portfolio weitestgehend auszuschließen. Demgegenüber werden in einem traditionellen Anlageportfolio, welches nur aufgrund finanzieller Determinanten zusammengestellt wird, auch solche Risiken in Kauf genommen, welche bei Unternehmen aus Imagegründen (z.B. Kinderarbeit, Korruption etc.), mangelnder Corporate Governance, oder durch hohen CO₂ Ausstoß entstehen könnten.

Die Vermeidung von Vermögensverlusten kann andererseits auch durch die Diversifikation des Anlageportfolios gewährleistet werden. Diese kann wiederum durch die Verteilung des Vermögens auf unterschiedliche Anlageklassen bzw. auf Einzeltitelebene erreicht werden. Zuerst soll geprüft werden, ob durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen die Diversifikation auf der Ebene der Assetklassen gegeben ist. Da sich diese Arbeit ausschließlich auf Aktien- und Rentenpapiere von Unternehmen fokussiert,

⁹³ Vgl. hierzu Abschnitt 2.2.2 dieser Arbeit. Die optimale Aufteilung des Kursgewinns und Ertrags innerhalb eines Portfolios hängt ausschließlich von dessen Vermögensstruktur ab und wird daher durch nachhaltigen Investmentstil nicht beeinflusst. Deshalb ist eine einzelne Untersuchung des Kursgewinns und Ertrag aus der Fragestellung dieser Arbeit nicht relevant.

⁹⁴ Vgl. hierzu Abschnitt 2.2.2 dieser Arbeit

kann hier nur bezüglich dieser zwei Anlageklassen eine Aussage getroffen werden. In Kapitel 3 konnte aufgezeigt werden, dass aufgrund extrafinanzieller Informationen über das Unternehmen, nachhaltige Renten- und Aktienportfolios zusammengestellt werden können. Dies bedeutet für Stiftungen, dass sie 74 % ihres Vermögens⁹⁵ auch unter Berücksichtigung extrafinanzieller Faktoren anlegen könnten, ohne dabei ihre aktuelle Diversifikation hinsichtlich der Anlageklassen ihres Gesamtportfolios ändern zu müssen. Dies unterliegt der Annahme, dass es sich bei den Rentenpapieren in den Stiftungsportfolios um Unternehmensanleihen handelt.⁹⁶ Auch Stiftungen, die ihr Vermögen durch Publikums- oder Spezialfonds verwalten lassen, haben die Möglichkeit, aufgrund der Vielfalt angebotener nachhaltiger Fondsprodukte,⁹⁷ ihr Geld in einen nachhaltigen Fonds umzuschichten.

Nachdem gezeigt wurde, dass eine Diversifikation auf Ebene der Anlageklassen von Renten und Aktien mit nachhaltigen Geldanlagen möglich ist, soll im zweiten Schritt untersucht werden, inwiefern die Integration extrafinanzieller Informationen in Investmententscheidungen die Diversifikationsmöglichkeiten des Anlegers auf der Titelselektionsebene beeinflusst. Abschnitt 3.2.3 dieser Arbeit hat gezeigt, dass die extrafinanziellen Informationen als erstes in den Investmentprozess integriert werden, um ein nachhaltiges, „sauberes“ Anlageuniversum definieren zu können. Nur in einem zweiten Schritt wird mit der Finanzanalyse begonnen. Hierbei werden aus einem eingeschränkten Anlageuniversum solche Titel selektiert, die aufgrund finanzieller Informationen attraktiv erscheinen. Kritiker argumentieren gerne, dass dieses eingeschränkte Anlageuniversum nachhaltiger Geldanlagen zu einem Verlust der Diversifikationsmöglichkeiten und damit zur Verschlechterung des Rendite-Risiko-Profiles des Portfolios führen könnte.⁹⁸ Die folgende Abbildung verdeutlicht diese Problematik: Die Markowitz-Effizienzlinie zeigt das Risiko-Rendite-Verhältnis eines effizienten Portfolios. Durch die Einschränkung des Anlageuniversums verschiebt sich die Effizienzlinie nach rechts unten.⁹⁹

⁹⁵ Vgl. hierzu Abschnitt 2.3.3 dieser Arbeit

⁹⁶ Hier ist noch zu ergänzen, dass Stiftungen, die ihre satzungsmäßigen Ziele bzw. andere extrafinanzielle (z.B. ethische) Ziele in ihre Geldanlage integrieren wollen, dies nicht nur durch die Investition von Renten bzw. Aktien von Unternehmen tun können. Denn auch die Staatsanleihen, die Sichteinlagen von Banken (Giroeinlagen, Festgelder, Spareinlagen), sowie die Immobilienanlagen können aufgrund extrafinanzieller Faktoren gescreent werden und somit in das Portfolio integriert werden. Z.B. eine Umweltstiftung könnte sich entscheiden, nur Anleihen von solchen Staaten zu kaufen, die das Kyoto-Protokoll unterzeichnet haben. Oder eine Stiftung, die sich für die Bildung der Kinder einsetzt, könnte nur bei solchen Banken ein Festgeldkonto öffnen, die das angelegte Geld als Kredit für Schulen bzw. Kindergärten weitergeben. Damit ist ein nachhaltiger Investmentstil in jede für Stiftungen relevanten Assetklasse gestattet und die Diversifikation durch verschiedenen Assetklassen gegeben.

⁹⁷ Vgl. hierzu Abschnitt 3.3.3 dieser Arbeit

⁹⁸ Eigene empirische Erhebungen. Siehe dazu Anhang 1. Die Problematik des Diversifikationsverlustes durch einen Nachhaltigkeitsfilter wird auch in den Fachpublikationen diskutiert. Siehe dazu: Vgl. Hendriz/Volk/Gilles (2002), S.5. und Pinner (2003), S. 30.

⁹⁹ Die Moderne Portfoliotheorie nach Markowitz stellt den Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite in den Mittelpunkt und zeigt, dass durch die optimale Streuung von Risiken (auch Diversifikation genannt) wesentlich höhere Renditen bei geringerem Risiko erzielt werden können. Vgl. dazu: Markowitz (1952, 1959).

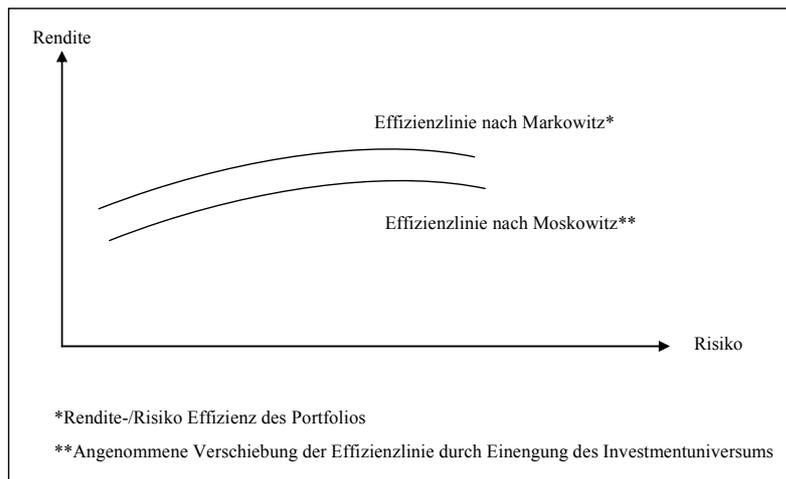


Abbildung 24: Effizienzlinie nach Markowitz

Quelle: Pinner (2003), S. 31.

Und tatsächlich würde in einer „informationslosen Welt“ jede beliebige Restriktion des Anlageuniversums zur Verschlechterung des Risiko-Rendite-Profiles führen. In diesem Zusammenhang würde auch ein Value Investor, welcher nach unterbewerteten Aktien sucht und die teureren ausschließt, sein Anlageuniversum einschränken und damit unsystematische Risiken einkaufen. Nachhaltiges Investieren basiert aber nicht auf der Annahme der „Informationslosigkeit“ und lässt sich dementsprechend auch nicht so bewerten, als würde das Ergebnis einen „bloßen Verzicht auf Diversifikationsmöglichkeiten“¹⁰⁰ darstellen. Vielmehr stellt die Integration extrafinanzieller Informationen ein „normales“ Selektionskriterium eines nachhaltigen Investmentstil dar.¹⁰¹ Somit ist dieser Investmentstil im Hinblick auf das Risiko-Rendite-Verhältnis nicht anders zu bewerten, als andere Investmentstile.

Betrachtet man hingegen die einzelnen Anlagestrategien, so ist ein Unterschied zwischen dem prinzipiengeleiteten- und dem Best-in-Class Ansatz im Hinblick auf den Diversifikationseffekt auf Branchenebene festzustellen. Durch die Negativ- bzw. Positivselektion können sich bestimmte Branchen gar nicht erst für das nachhaltige Anlageuniversum qualifizieren, denn entweder sind sie bewusst ausgeschlossen, oder aus nachhaltiger Sicht weniger attraktiv (z.B. Automobil oder Chemie) als andere bevorzugte Branchen (IT oder Solar) und werden deswegen für das Anlageuniversum (z.B. eines Themenfonds) nicht berücksichtigt. So kann es dazu kommen, dass nur solche Titel im nachhaltigen Universum repräsentiert sind, die aus weniger und miteinander korrelierenden Branchen kommen. Dies könnte theoretisch zu „Klumpenrisiken“¹⁰² führen. Deshalb ist eine bewusste Auswahl nachhaltiger Kriterien im Hinblick auf ihren

¹⁰⁰ Vgl. Hendriz/Volk/Gilles (2002), S.5.

¹⁰¹ Eigene empirische Erhebungen. Siehe dazu Anhang 1. In Expertenkreisen wird immer mehr betont, dass nachhaltige Geldanlagen nicht eine Assetklasse, sondern einen Investmentstil beschreiben. Auch Schäfer plädiert für diese Betrachtungsweise nachhaltiger Geldanlagen. Siehe dazu Schäfer (2002), S. 2.

¹⁰² Klumpenrisiken sind solche Risiken, die dann entstehen, wenn in ähnliche oder identische Korrelationswerte investiert wird.

Diversifikationseffekt äußerst entscheidend für den ökonomischen Erfolg des Portfolios. Demgegenüber werden beim Best-in-Class Ansatz nur die attraktivsten Unternehmen aus allen Branchen aufgenommen. Daher ist das Risiko im Portfolio auf der Branchenebene optimal diversifiziert und attraktive Unternehmen werden nicht für ihre Zugehörigkeit zu einer weniger nachhaltigen Branche „abgestraft“ (siehe dazu Abbildung 17 und 18 im Anhang).

4.1.2 Rendite

Aus finanzwirtschaftlicher Sicht ist neben der Sicherheit auch die Rendite der Geldanlage eine wichtige Voraussetzung zur Einhaltung des Bestandserhaltungsgebots, denn ein realer Kaufkraftverlust kann nur durch Wertsteigerungen des Grundstockvermögens und/oder Bildung von Rücklagen aus den Erträgen gesichert werden. Trotz ihres wichtigen Stellenwertes trifft der Gesetzgeber keine Aussagen hinsichtlich der Rendite der Geldanlage.¹⁰³ Die Erwirtschaftung möglichst hoher Erträge wird für Stiftungen nicht vorgeschrieben und daher haftet der Stiftungsvorstand auch nicht für entgangene Erträge.¹⁰⁴

Daraus ableitend ist der Stiftung die Aufnahme nachhaltiger Geldanlagen in die Vermögensverwaltung aus rechtlicher Sicht grundsätzlich gestattet, auch wenn sie weniger rentabel sein sollten, als herkömmliche Kapitalanlagen.

Gerade aufgrund der Annahme,¹⁰⁵ dass nachhaltige Investoren mehr über die Unternehmen wissen (Informationseffekt) und daher bessere Investmententscheidungen treffen können, sollten nachhaltige Portfolios nicht weniger ertragsbringend sein, sondern sogar besser performen. Weil die Anlageentscheidungen immer in die Zukunft gerichtet sind und Unsicherheiten unterliegen, ist es ein Vorteil, sich möglichst viele Informationen über das Unternehmen zu beschaffen. Investoren, die nur aufgrund der vorhandenen finanziellen Informationen eine Anlageentscheidung treffen, haben nur „die Spitze des Eisbergs“ betrachtet, während sich nachhaltige Investoren auch mit den Informationen unterhalb der „Wasseroberfläche“ beschäftigt haben. Somit können die nachhaltig investierenden Investoren eine Überrendite erzielen.¹⁰⁶

Weiterhin sind in einem nachhaltigen Portfolio öfter solche Unternehmen zu finden, welche zu den „Early Movers“ zählen, also schneller auf ein Trend oder ein Gesetz reagieren bzw. diese antizipieren. Darüber hinaus enthalten nachhaltige Portfolios öfter gut geführte Unternehmen, da diese mehr Sinn für Nachhaltigkeit haben als solche, die

¹⁰³ Vgl. Abschnitt 2.2.2 dieser Arbeit

¹⁰⁴ Vgl. Abschnitt 2.2.3 dieser Arbeit

¹⁰⁵ Vgl. Pinner (2005), S. 131.

¹⁰⁶ Der Aussage liegt eine schwache bis halb-strenge Informationseffizienz zu Grunde. Dies bedeutet, dass nur vergangene bzw. nur öffentlich verfügbare Informationen auf dem Markt vorhanden sind. Somit haben die Investoren, die nicht öffentlich zugängliche Informationen über die ökologische und soziale Performance eines Unternehmens besitzen, einen Vorteil gegenüber dem Markt und können damit eine Outperformance erzielen.

mit wirtschaftlichen Problemen zu kämpfen haben. Aus all diesen Faktoren, Informationseffekten, Antizipationseffekten und dem Effekt der positiven Auswahl, lässt sich eine bessere Performance bei nachhaltigen Geldanlagen sinnvoll begründen.¹⁰⁷

Auch die Untersuchungsergebnisse hinsichtlich der Rendite nachhaltiger Geldanlagen haben gezeigt, dass der Investor durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen keinen Renditeverzicht in Kauf nehmen muss. Denn eine Reihe von Analysen,¹⁰⁸ die Performanceunterschiede zwischen nachhaltigen und herkömmlichen Portfolios quantitativ erfasst haben bestätigen, dass die Rendite nachhaltiger Geldanlagen mindestens so gut wie die herkömmlicher Kapitalanlagen ist. Auch wenn den Performancestudien aus Europa und aus den USA nicht immer deckungsgleiche, nachhaltige Fonds zu Grunde liegen, lassen sich die folgenden Schlussfolgerungen aus den Studien ableiten:

- Die Wertentwicklung nachhaltiger Geldanlagen ist zumindest gleich gut, wie jene konventioneller Produkte.
- Eine „Ethik-Prämie“, die der Investor für seinen Verzicht auf einzelne Sektoren und Unternehmen zu bezahlen hätte, existiert nicht.
- Ein Link zwischen einer positiven, sozial-ökologischen Performance und einer negativen oder positiven ökonomischen Performance konnte nicht nachgewiesen werden. Umgekehrt ist aber festzustellen, dass es zwischen der Erwirtschaftung von negativen Erträgen und nicht nachhaltigem Investieren einen Zusammenhang gibt.¹⁰⁹

Untersuchungen hinsichtlich unterschiedlicher Ansätze des Negativ- und Positivscreenings bzw. Best-in-Class Ansatzes und deren Wirkungen auf die Performance haben gezeigt, dass die Best-in-Class gemanagten Portfolios in der Regel mit der Gesamtmarktentwicklung mithalten können und im Durchschnitt keine Underperformance aufweisen. Auf Negativ- bzw. Positivkriterien fundierte Portfolios weichen dagegen eher vom Gesamtmarkt ab und sind damit mit einem höheren Tracking Error¹¹⁰ gekennzeichnet. Dies bedeutet in den meisten Fällen ein höheres Risiko, da die Volatilität des Portfolios größer ist.¹¹¹

Der oben genannten empirischen Erhebungen zur Performance nachhaltiger Fondsportfolios wurden überwiegend Aktien zugrunde gelegt. Die einzige Studie, die bisher ein nachhaltiges Anleihenportfolio analysierte, kam zu dem Ergebnis, dass

¹⁰⁷ Vgl. Pinner (2005), S. 133.

¹⁰⁸ Übersicht zu den Performancestudien sind in Schäfer (2002), S. 30 bzw. Pinner (2003), S. 51. zu finden.

¹⁰⁹ Vgl. Schoenheit (2005), S. 75.

¹¹⁰ Anhand des Tracking Errors lässt sich erkennen, wie stark die tatsächliche Rendite von der Benchmarkrendite abweicht. Je höher dieser Wert ist, umso höher ist das Risiko. Vgl. dazu Beike/Schlütz (2005), S. 108.

¹¹¹ Vgl. Pinner (2003), S. 51.

festverzinsliche Wertpapiere von nachhaltigen Emittenten eine überdurchschnittliche Performance aufweisen bzw. eine unterdurchschnittliche Performance ausschließen.¹¹²

Ergänzend zu den Studienergebnissen gibt es zwei weitere Aspekte im Hinblick auf die Rendite, die berücksichtigt werden sollen: die Eigenleistung des Vermögensverwalters und die Kosten der Geldanlage, denn beide beeinflussen die tatsächlich erzielte Rendite. Nachhaltige Geldanlagen unterscheiden sich von ihren konventionellen Wettbewerbern, indem sie auch aufgrund außerökonomischer Faktoren getätigt werden. Wie diese Informationen interpretiert und in die Investmententscheidung implementiert werden, hängt ausschließlich von der individuellen Betrachtung des Vermögensverwalters ab. Schätzt man diese Informationen im Hinblick auf die zukünftige Entwicklung des Unternehmens nicht richtig ein, wird dies zu einer Underperformance führen. Daher stellt die Auswahl eines erfahrenen Vermögensverwalters im Hinblick auf seine Qualität und sein Know How im Bereich der nachhaltigen Geldanlagen eine wichtige Voraussetzung für den Erfolg dar. Darüber hinaus sind für Stiftungen die Kosten, die mit dem Erwerb extrafinanzieller Informationen in Verbindung stehen, zu beachten, denn diese können zu Lasten der Rendite gehen. Die Kosten können entweder durch die Beschäftigung eines eigenen Researchteams oder durch den Kauf der Informationen von externen Agenturen entstehen. Deswegen verlangen in der Regel auch die nachhaltigen Investmentfonds höhere jährliche Gebühren. Wie hoch diese Zusatzausgaben tatsächlich sind, ist jedoch pauschal nicht zu beantworten, denn der Preis hängt von vielen Variablen ab (z.B. dem Umfang und der Art der Informationen, der Qualität des Researches und der beauftragten Agentur).

Deshalb und auch aufgrund des Gebots der Sparsamkeit sollte die Stiftung die Ausgaben gegen die erwarteten Renditen stellen. Solange durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen mehr Rendite erzielt wird oder das Rendite-Risiko-Profil des Portfolios verbessert wird, sind auch die höheren Kosten begründet und können in Kauf genommen werden.

4.1.3 Zwischenergebnis

Zusammenfassend können die im Abschnitt 4.1.1 und 4.1.2 diskutierten unterstützenden und belastenden Faktoren der Vereinbarkeit nachhaltiger Geldanlagen mit den Zielen der Vermögensverwaltung wie folgt dargestellt werden:

¹¹² Die von Hutton/ D'Antonio/ Johnsen veröffentlichte Studie berücksichtigte nur Emittenten, deren Aktie im Domini Social Index 400 für den Zeitraum Mai 1990 bis März 1996 vertreten waren. Vgl. dazu Schäfer (2002), S. 19.

Aspekte der Vermögensverwaltung	Argumente für nachhaltige Geldanlagen	Argumente gegen nachhaltige Geldanlagen
Keine spekulativen Geldanlagen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Langfristiger Anlagehorizont 	
Diversifikation	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EFI können bei jeder Assetklasse eingesetzt werden ▪ EF Kriterien sind „normale“ Selektionskriterien ▪ Breite Aufstellung des Best-in-Class Ansatzes 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Diversifikationsverlust durch Ausschluss von Branchen ▪ evtl. Klumpenrisiken durch Positivkriterien
Vermeidung von Risiken	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Risikooptimierung durch die Vermeidung ökologischer und sozialer Risiken 	
Rendite	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Antizipationseffekt ▪ Informationseffekt ▪ Effekt der positiven Auswahl ▪ Studien, die eine Outperformance nachweisen 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Studien, die eine Underperformance nachweisen ▪ Evtl. höhere Kosten

Tabelle 1: Unterstützende und belastende Faktoren nachhaltiger Geldanlagen
Quelle: eigene Darstellung

Aus der Tabelle ergeben sich eine Vielzahl von Argumenten, die für den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen bei der Vermögensverwaltung der Stiftung sprechen und welche die Vereinbarkeit dieser Anlageform mit den betriebswirtschaftlichen Zielen der Stiftung untermauern. Die belastenden Faktoren, wie zum Beispiel der Diversifikationsverlust durch den Einsatz prinzipiengeleiteter Anlagestrategien, können verringert oder sogar vollkommen vermieden werden, indem die Stiftung ihre außerökonomischen Kriterien nicht zu „streng“ und im Hinblick ihrer Auswirkungen auf den Diversifikationseffekt definiert (dazu mehr im Abschnitt 4.3 dieser Arbeit). Auch die höheren Kosten extrafinanzieller Informationen können neutralisiert werden, wenn dadurch mehr Rendite erzielt wird oder wenn in solche nachhaltigen Fondsprodukte investiert wird, die gleichviel kosten, wie ihre herkömmlichen Wettbewerber. Somit kann die Stiftung mit dem Einsatz nachhaltiger Geldanlagen, unter der Voraussetzung, dass die belastenden Faktoren durch eine bewusste Auswahl nachhaltiger Geldanlagen neutralisiert werden, das Rendite-Risiko-Profil ihres Portfolios verbessern. Damit würde sich die Sicherheit im Portfolio bei gleicher Rendite potenziell erhöhen.

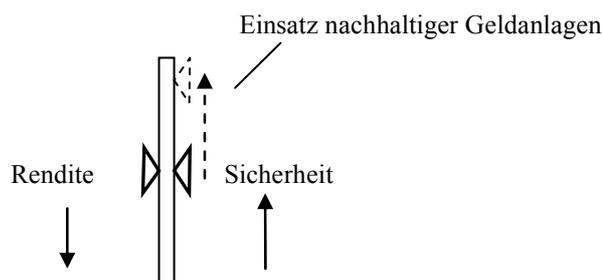


Abbildung 25: Verbesserung des Rendite-Risiko-Profiles durch nachhaltige Geldanlagen
Quelle: eigene Darstellung

4.2 Vereinbarkeit mit dem satzungsmäßigen Stiftungsziel

Erklärtes Ziel der Arbeit war, neben der Prüfung der Vereinbarkeit der betriebswirtschaftlichen Ziele der Vermögensverwaltung mit nachhaltigen Geldanlagen auch zu untersuchen, unter welchen Voraussetzungen nachhaltige Geldanlagen für Stiftungen eine geeignete Möglichkeit darstellen, ihre Vermögensverwaltung im Einklang mit den Stiftungszielen zu bringen. Da die Stiftungsziele in unterschiedliche gesellschaftliche Bereiche (z.B. Bildung, Umwelt, Soziales, usw.) eingebettet sind und sich deshalb stark voneinander unterscheiden, wird in dieser Arbeit nicht angestrebt, die Vereinbarkeit nachhaltiger Geldanlagen mit den einzelnen konkreten Stiftungszielen zu untersuchen. Vielmehr geht es an dieser Stelle darum, zu prüfen, welcher Zielerreichungsgrad für Stiftungen möglich ist, wenn sie nachhaltige Geldanlagen in ihrer Vermögensverwaltung einsetzen.

Zunächst soll definiert werden, in welchem Fall die Vermögensverwaltung der Stiftung in Einklang mit dem Stiftungszweck ist, denn in Einklang mit den Zielen zu investieren bedeutet nicht nur, dass die Stiftung ihr Vermögen im Sinne des Stiftungszwecks anlegt, sondern auch, dass das Geld nicht gegen diesen Zweck arbeitet. Somit beschreibt die Situation des „im Einklang mit dem Stiftungszweck Investierens“ keinen exakten Zustand, sondern eine „von/bis Bewegung“ auf einer Skala. Aus diesem Grund wird der folgenden Untersuchung ein „Effizienzbarometer“ zu Grunde liegen, welches die Effizienz der Stiftungsarbeit im Kontext der Allokation finanzieller Stiftungsressourcen darstellt.

Die Ausgangssituation (EG 1) ist neutral, denn die finanziellen Ressourcen der Stiftung sind noch nicht eingesetzt. Im ersten Schritt wird die Stiftung ihre Effizienz erhöhen, indem sie die Erträge aus der Vermögensverwaltung (ca. 5 % der gesamten finanziellen Ressourcen) für die Fördertätigkeit ausschüttet und sinnvoll allokiert. Damit erreicht die Stiftung, unter der Voraussetzung, dass das angelegte Stiftungsvermögen weder für die Stiftungsziele, noch dagegen wirkt, einen Effizienzgrad von 5 % (EG 2). Diese Situation ist aber unter der Annahme dieser Arbeit, dass Kapitalanlagen nie neutral sind, nicht nachvollziehbar. Wenn Kapitalanlagen also immer eine Auswirkung auf das ökologische und soziale Geschehen haben, dann können sie dieses entweder positiv oder negativ beeinflussen. In zwei Extremfällen könnte das gesamte Stiftungsvermögen entweder vollkommen im Sinne des Stiftungszwecks investiert werden (EG 3), oder so angelegt werden, dass es das Stiftungsziel nachteilig beeinflusst (EG 4).

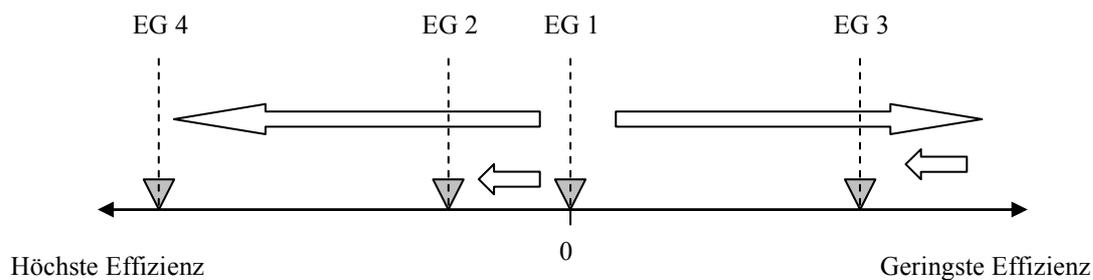


Abbildung 26: Effizienzbarometer der Stiftung
Quelle: eigene Darstellung

In dieser Arbeit wird die Vermögensverwaltung mit dem Stiftungszweck im Einklang verstanden, wenn eine Effizienz zwischen dem Effizienzgrad 1 und 4 angestrebt wird. Dazu müssen zumindest die negativen Wirkungen der Geldanlage vermieden werden, um dann eine höhere Stufe der Effizienz durch positive Wirkungen erreichen zu können. Nachfolgend soll geprüft werden, inwiefern nachhaltige Geldanlagen eine geeignete Möglichkeit darstellen, negative Auswirkungen der Geldanlagen zu vermeiden bzw. positive Auswirkungen der Investments auf die Stiftungsarbeit zu unterstützen.

4.2.1 Vermeidung von Zielkonflikten

Abschnitt 3.2 dieser Arbeit hat gezeigt, dass durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen Stiftungen die Möglichkeit haben, den Konflikt zwischen ihren Zielen und ihren Kapitalanlagen aufzuheben. Dies erreichen sie, indem sie Investitionen in solche Unternehmen vermeiden, deren Handlungen bzw. Produkte gegen die Ziele der Stiftung gerichtet sind. Dazu müssen sie lediglich – aufgrund ihrer Zielsetzung – Kriterien für ihre Kapitalanlagen definieren. Die Grundgesamtheit der potenziellen Investitionsobjekte wird dann hinsichtlich dieser Kriterien gescreent und mit Hilfe der Negativselektion aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen.

Eine Stiftung beispielsweise, welche sich für Menschenrechte einsetzt, könnte die Investitionen in solche Unternehmen ausschließen, die Menschenrechte verletzen, oder Kinderarbeit betreiben. Allerdings hängt es ausschließlich von der Stiftung ab, wie umfangreich bzw. „streng“ sie die Kriterien berücksichtigen möchte. So könnte die eben genannte Stiftung nicht nur die Unternehmen ausschließen, die Menschenrechte verletzen, sondern auch diejenigen, die mit diesen Unternehmen in Geschäftsbeziehung stehen. Damit würde eine Negativselektion zweiten Grades erreicht. Die Ausweitung der Kriterien kann nicht nur in der Tiefe sondern auch in der Breite erfolgen, wenn die gleiche Stiftung unter Verletzung der Menschenrechte beispielsweise nicht nur die Verletzung der Privatsphäre, sondern auch eine Vergütung unter Marktpreis versteht.

Neben der Berücksichtigung des satzungsmäßigen Stiftungszwecks können durch den Einsatz der Negativselektion Widersprüche der Kapitalanlage auch im Kontext der

Shareholder Interessen vermieden werden, denn das Stiftungsvermögen wird in den Dienst des Gemeinwohls gestellt, welches einen verantwortungsvollen Umgang mit quasi öffentlichen Geldern erfordert. Aus dieser Sicht ist für Stiftungen denkbar, die allgemeinen Grundnormen, wie sie der Global Compact beschreibt, als Grundlage für die Ausschlusskriterien zu definieren.

Eine vollkommene Entscheidungsfreiheit über die extrafinanziellen Kriterien der Geldanlage ist jedoch nicht immer gestattet. Die Entwicklung extrafinanzieller Kriterien und das Research sind mit Kosten verbunden. Je umfangreicher der Kriterienkatalog ist, desto teurer wird er auch sein. Für Stiftungen, die über ein geringeres Kapital verfügen, bieten nachhaltige Investmentfonds eine geeignete Möglichkeit, ihre Ziele und Werte zum Ausdruck zu bringen. Eine wachsende Zahl der Unterzeichner der Eurosif Transparenzrichtlinien ist der Beweis dafür, dass die Kriterien, die den nachhaltigen Investmentfonds zu Grunde liegen, öffentlich zugänglich gemacht werden. Somit können Stiftungen die passenden Fonds für ihre Vermögensverwaltung auswählen. Darüber hinaus könnten der Entwicklungsstand des Nachhaltigkeitsresearches und der im Abschnitt 4.1.1 beschriebene Diversifikationsverlust eine weitere Hürde für einen breitgefassen Kriterienkatalog darstellen.

4.2.2 Verstärkung positiver Effekte

Während es bei der Vermeidung der Zielkonflikte zwischen Stiftungsziel und Kapitalanlage eher um die Bewährung der Legitimation der Stiftung durch einen verantwortungsvollen Umgang mit dem Stiftungsvermögen geht, wird bei der Verstärkung positiver Auswirkungen durch nachhaltige Geldanlagen eine noch effizientere Stiftungsarbeit angestrebt. Deshalb soll zunächst geprüft werden, ob mit dem Einsatz nachhaltiger Geldanlagen tatsächlich ein positiver Einfluss auf das soziale und ökologische Geschehen ausgeübt werden kann.

Ob nachhaltige Geldanlagen eine positive Wirkung auf die Gesellschaft und die Umwelt haben, kann nicht pauschal beantwortet werden. Grundsätzlich gilt, dass es durch den Einsatz passiver Anlagestrategien im Finanzmarkt möglich ist, Einfluss auf das Wirtschafts- bzw. Politikgeschehen zu nehmen. Jedoch kann weder durch eine Negativ- bzw. Positivselektion, noch durch den Best-in-Class Ansatz eine unmittelbare Förderwirkung erzielt werden, da der Großteil der Anleger in Wertpapiere, sprich in Aktien und Anleihen investiert. Diese Investitionen werden nicht auf dem so genannten „primären Kapitalmarkt“ getätigt (wie z.B. Direktanlagen), auf dem das Geld direkt in Unternehmen und Projekte fließt, sondern auf dem über die Börse abgewickelten sekundären Kapitalmarkt. Beim Kauf einer Aktie erhält der Verkäufer das Geld und nicht das

Unternehmen.¹¹³ Insofern können passive Anlagestrategien weder direkt fördern, noch etwas verhindern. Der Mangel direkter Effekte bedeutet allerdings nicht, dass das Investmentverhalten anhand passiver Ansätze wirkungslos verpufft. In der Tat ist von einer immensen Breitenwirkung auszugehen, die weit über direkte Finanzierungseffekte hinausgeht.

Dabei ist zu hinterfragen, von welchen Faktoren die Wirkung nachhaltiger Geldablagen abhängt. Hier spielen ökonomische Argumente, wie die Erschwerung oder Erleichterung der Kapitalaufbringung ebenso eine Rolle, wie die Imagepflege der Unternehmen oder deren im Hinblick auf soziale und ökologische „empfindliche“ Stakeholder. Beispielsweise der ethisch motivierte Anleger, der eine Investition in Unternehmen bzw. Länder aufgrund seiner persönlichen Werte und Normen vermeiden will, kann mit der Negativselektion sein Gewissen entlasten. Allerdings wird diese Vermeidungsstrategie nur dann eine reale Auswirkung haben, wenn den gemiedenen Wirtschafts- oder Politikbereichen die Aufbringung von Kapital erheblich erschwert wird.¹¹⁴ Jedoch wird der Boykott wirkungslos bleiben, solange das anlagesuchende Kapital konventioneller Anleger größer ist, als das der ethischen Anleger. Zweitens können Vermeidungsstrategien auch indirekt wirken, wenn sie zum Imagedruck führen.¹¹⁵

Eine steigende Nachfrage nach ethischen Fondsprodukten führt dazu, dass auch die konventionellen Investmenthäuser gezwungen werden, sich zunehmend mit der Thematik zu befassen und nachhaltige Anlageprodukte aufzulegen. Die Aufnahme in einem solchen nachhaltigen Fond kann für Unternehmen einen enormen Imageeffekt bedeuten. Dieser scheint am stärksten für den Best-in-Class Ansatz zu gelten, denn hier wird das Unternehmen nicht nur aus Gewissensgründen, sondern weil es relativ zur Konkurrenz eine bessere ökologische bzw. soziale Leistung aufweisen kann, ausgewählt.¹¹⁶ Somit kann zwischen den Unternehmen ein Wettbewerb erzeugt werden, welcher sich nicht nur nach ökonomischen, sondern auch nach den Maßstäben der Nachhaltigkeit richtet. Dies führt letztlich zur Verbesserung der Umweltberichterstattung, Festlegung interner Umweltziele und Einführung von Umweltmanagementsystemen. Damit ist der Best-in-Class Ansatz aus zweierlei Hinsicht positiv zu bewerten: Zum einen bestehen gerade in „schmutzigen“ Branchen größere Optimierungspotentiale, als in ohnehin schon „sauberen“ Wirtschaftsbereichen. Zum anderen führen nachhaltige Produktionsweisen

¹¹³ Vgl. Weber (2001), S. 34.

¹¹⁴ Eines der prominentesten Beispiele einer solchen Vermeidungsstrategie ist das ehemalige südafrikanische Apartheid-Regime. Ein wesentlicher Faktor seines Zusammenbruchs bestand darin, dass sich vorwiegend US-amerikanische Pensionsfonds von ihren südafrikanischen Werten trennten und gleichzeitig die internationalen Banken den Handel mit südafrikanischem Gold boykottierten. So gerieten die Wirtschaft und die Staatshaushalte so massiv unter Druck, dass das Regime nicht mehr zu halten war. Vgl. Schlagnitweit (2008), S. 66.

¹¹⁵ Vgl. Schlagnitweit (2008), S. 66-67.

¹¹⁶ Vgl. Hoffmann (2002), S. 56.

über die Senkung von Reputationsrisiken, die Entwicklung innovativer Konzepte und Ökoeffizienz oft zu einer Verbesserung der finanziellen Performance.¹¹⁷

4.2.3 Zwischenergebnis

Grundsätzlich kann man festhalten, dass Stiftungen sowohl mit der Positiv- und Negativselektion, als auch mit dem Best-in-Class Ansatz eine effizientere Stiftungsarbeit erreichen können, wenn die dem nachhaltigen Investmentprozess zu Grunde liegenden extrafinanziellen Kriterien den Kriterien der Stiftung entsprechen. Mit der Negativselektion können sogar eventuelle Zielkonflikte zwischen der Geldanlage der Stiftung und ihrem satzungsmäßigen Zweck vermieden werden. Kleine Stiftungen müssten allerdings ihre finanziellen Kräfte bündeln, damit sie tatsächlich einem Unternehmen die Kapitalaufbringung erleichtern oder erschweren können. Investmentfonds oder Spezialfonds für Stiftungen bieten hier eine praktische Lösung, denn sie fungieren als Kapitalsammelstellen. Jedoch sollten die „Kräfte“ kleinerer Stiftungen nicht unterschätzt werden, denn gerade Stiftungen, egal ob groß oder klein, genießen das Vertrauen der Öffentlichkeit. Sie könnten Investitionen in bestimmte Unternehmen ablehnen, dies medienwirksam machen und damit das Unternehmen unter Druck setzen.

Während die Wirkung nachhaltiger Geldanlagen bei der Negativ- und Positivselektion eher vom Finanzgewicht der Stiftung abhängt, bietet der Best-in-Class Ansatz für jede Stiftung eine gangbare Lösung zur Verstärkung positiver Effekte; denn dieser wirkt nicht durch das Geld, sondern auch durch den erzeugten Imagewettbewerb zwischen den Unternehmen.

Zusammenfassend können die Möglichkeiten und Grenzen der verschiedenen nachhaltigen Anlagestrategien wie folgt dargestellt werden:

Einsatz NG	Möglichkeiten	Grenzen
Negativselektion	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Vermeidung von Zielkonflikten ▪ Erhöhung der Effizienz durch Synergieeffekte 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kriterienkatalog darf aus Kosten- und Diversifikationsgründen nicht zu lang sein ▪ Nur gepaart mit entsprechendem Finanzgewicht wirksam
Positivselektion	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erhöhung der Effizienz durch Synergieeffekte 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nur gepaart mit entsprechendem Finanzgewicht wirksam
Best-in-Class Ansatz	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Erhöhung der Effizienz durch Synergieeffekte 	

Tabelle 2: Möglichkeiten und Grenzen verschiedener nachhaltiger Anlagestrategien
Quelle: eigene Darstellung

¹¹⁷ Vgl. Umweltbundesamt (2001), S. 6.

4.3 Chancen und Risiken

Chancen und Risiken durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen entstehen sowohl auf der Ebene der Vermögensverwaltung, als auch auf der Ebene der Mittelverwendung und der Stiftungsarbeit selbst.

Abschnitt 4.1 dieser Arbeit hat gezeigt, dass durch die Integration extrafinanzieller Informationen in die Investmententscheidungen das Rendite-Risiko-Profil des Portfolios verbessert werden kann. Damit bieten nachhaltige Geldanlagen den Stiftungen die Möglichkeit, in renditestärkere Anlageklassen zu investieren, ohne dabei die Risikobereitschaft der Stiftung erhöhen zu müssen. Damit könnten Stiftungen mehr Rendite bei gleicher Sicherheit erreichen. Dies ist besonders unter dem Aspekt bedeutsam, dass Stiftungen ihr Geld sehr konservativ anlegen, um die Sicherheit des Portfolios zu gewährleisten, denn konservative Assetklassen erwirtschaften auch weniger Rendite und damit weniger ausschüttungsfähige Erträge für die Stiftungsarbeit. Wenn man bedenkt, dass 69 % der Stiftungen eine jährliche Rendite von weniger als 5 % erzielen¹¹⁸, daraus noch die Stiftungsarbeit finanzieren und an die Rücklagen für den Kapitalerhalt denken müssen, dann erscheint eine stärkere Beimischung von „risikoreicheren“ Anlageklassen wie z.B. Aktien durchaus sinnvoll, um die Erträge der Stiftung und damit ihre Leistungskraft zu erhöhen.

Gerade in einer Wirtschaftskrise ist es für Stiftungen wichtiger denn je, sich die Risiken der Geldanlage vor Augen zu halten, diese rechtzeitig zu erkennen und aus dem Portfolio zu entfernen. Die extrafinanziellen Informationen ermöglichen es Stiftungen, sich ein größeres und damit besseres Bild über das Investitionsobjekt zu verschaffen und dadurch die Risiken im Portfolio besser zu steuern.

Darüber hinaus ermöglicht der Einsatz nachhaltiger Geldanlagen der Stiftung, ihre Werte zum Ausdruck zu bringen und verantwortungsvoll mit dem Stiftungsvermögen umzugehen. Sowohl dem Stiftungsziel als auch den Interessen von Shareholdern können durch die Investition in nachhaltige Geldanlagen Rechnung getragen werden und damit die Legitimation der Stiftung bewahrt werden. Somit würde die Stiftung mit den aktuellen Entwicklungen im Bereich der CSR und Corporate Governance mithalten können. Unter bestimmten Voraussetzungen¹¹⁹ kann die Stiftung durch Investition in nachhaltige Geldanlagen sogar zur Effizienz der Stiftungsarbeit beitragen. In diesem Sinne könnte sich die Stiftung von einem „bloßen Geldtransfer“ zu einer „kreativen Stiftung“¹²⁰ qualifizieren, indem sie all ihre Ressourcen „kreativ“ in den Dienst des Stiftungszwecks stellt.

¹¹⁸ Vgl. Heissmann GmbH (2005), S. 22-23.

¹¹⁹ Vgl. hierzu Abschnitt 4.2.2 dieser Arbeit

¹²⁰ Siehe dazu die folgende Beiträge: Anheier/Leat (2006), Porter/Kramer (1999)

Aus diesen Gründen und weil der Anlagehorizont nachhaltiger Geldanlagen dem der Stiftung entspricht, könnten Stiftungen ihre treuhänderischen Pflichten durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen sogar noch umfangreicher erfüllen.

Durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen entstehen aber nicht nur Chancen, sondern auch Risiken, welche insbesondere die Problematik des Interessenkonflikts betreffen. Dieser ist auf die Trennung zwischen Vermögensverwaltung und Mittelverwendung zurückzuführen. Damit stellt diese Trennung die größte Herausforderung dar, mit welcher sich Stiftungen auseinandersetzen müssen, wenn sie ihr Vermögen in Einklang mit ihren satzungsmäßigen Zielen bringen und damit ihre Effizienz erhöhen wollen, denn die „Inkompatibilität“ der beiden Kernbereiche suggeriert, dass die Vermögensverwaltung ausschließlich ökonomische Ziele verfolgt, während sich der Bereich der Mittelverwendung um die sozialen und ökologischen Ziele kümmert. Sobald der eine Bereich auch die Ziele des anderen Bereichs integrieren möchte, entstehen Interessenkonflikte und damit unweigerlich auch Risiken.

Dies zeigt sich einerseits am mangelnden Interesse seitens des Vorstandes, welcher sich eher auf die förderpolitische Tätigkeit der Stiftung fokussiert und die Vermögensverwaltung, wie auch das Thema „nachhaltige Geldanlagen“ stiefmütterlich behandelt.¹²¹ Damit stellt dieses mangelnde Interesse eine weitere Herausforderung dar, denn wenn der Vorstand kein Interesse am nachhaltigen Investieren hat, dann wird dies auch nicht gemacht, denn zu den Aufgaben des Vermögensverwalters gehört es nicht, den Vorstand von den Vorteilen nachhaltiger Geldanlagen zu überzeugen.

Der Interessenkonflikt greift andererseits innerhalb der Vermögensverwaltung, welche Schwierigkeit hat, die ökonomischen mit den außerökonomischen Zielen der Kapitalanlage zu vereinbaren, denn so lange die Stiftung ihre finanziellen Ressourcen nicht als Ganzes sieht, wird es immer eine Trennung zwischen den ökonomischen Zielen der Vermögensverwaltung und den außerökonomischen Zielen des Bereichs der Ertragsverwendung geben. Dies erschwert dann die Integration außerökonomischer Ziele in die Vermögensverwaltung und damit auch den Einsatz und den Erfolg nachhaltiger Geldanlagen.

Wie wird sich die Stiftung beispielsweise entscheiden, wenn die Investition in ein Unternehmen zwar den förderpolitischen Zielen der Stiftung vollkommen entspricht, jedoch dafür weniger Rendite verspricht, als eine andere Investition in ein Unternehmen, welches nicht im Sinne der Stiftung arbeitet, dafür aber höhere Renditechancen bietet? Anders ausgedrückt: Welches Ziel hat an dieser Stelle Priorität, das betriebswirtschaftliche oder das förderpolitische? Eine Publikation von Ernst & Young von 2002 weist ausdrücklich darauf hin, dass „eine Vermischung von Vermögensanlagen und einer gemeinnützigen Aufgabenerfüllung kaufmännisch rationale Entscheidungen

¹²¹ Vgl. hierzu Abschnitt 2.3.3 dieser Arbeit

erschwert und zu kaum lösbaren Zielkonflikten führt.“¹²² Während also die Stiftung auf der einen Seite einen Zielkonflikt löst, indem sie die Geldanlagen in Einklang mit den Stiftungszielen bringt, würde sie andererseits einen anderen Zielkonflikt auf der Ebene der Vermögensverwaltung auslösen.

Chancen	Risiken/ Herausforderungen
Sicherere Vermögensverwaltung in schwierigen Börsenzeiten	Interessenkonflikt in der Vermögensverwaltung
Erhöhung der Leistungskraft der Stiftung	Trennung zwischen Vermögensverwaltung und Mittelverwendung
Erhöhung der Effizienz	Mangelndes Interesse seitens der Stiftung
Bewahrung der Legitimation	
Ausdruck moralischer Werte im Anlageverhalten	
Erfüllung treuhänderischer Pflichten	
Berücksichtigung von Shareholder Interessen	

Tabelle 3: Chancen und Risiken durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen

Quelle: eigene Darstellung

Diese Arbeit hat jedoch gezeigt, dass die eine Zielsetzung die andere Zielsetzung nicht unbedingt ausschließt, denn durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen können sowohl förderpolitische Ziele, als auch ökonomische Ziele gleichzeitig befriedigt werden. Dennoch ist die Entwicklung eines konkreten Investmentprozesses äußerst wichtig, um Interessenskonflikte und spontane – eventuell emotional geleitete – Entscheidungen vermeiden zu können. Nur wenn ein fester Investmentprozess den Anlageentscheidungen zu Grunde liegt, kann das Ergebnis ausgewertet und der Investmentprozess wiederum im Zeitverlauf angepasst werden. Auch bei der Entwicklung des Kriterienkatalogs ist die Durchführung eines Backtestings besonders zu empfehlen, denn auch wenn dies nur die Entwicklung des Portfolios in der Vergangenheit misst, können daraus wichtige Erkenntnisse hinsichtlich des Rendite-Risiko-Profiles des Portfolios gewonnen werden. Wenn sich durch den Einsatz extrafinanzieller Kriterien die Rendite verringert, hat die Stiftung immer noch die Möglichkeit, die zugrunde liegenden Kriterien zu verändern. Damit kann ein ausgewogenes Verhältnis zwischen den ökonomischen- und außerökonomischen Anlagekriterien sichergestellt werden.

5 Exkurs: Die vereinigte Investmentstrategie

Abschnitt 4.3 hat die Trennung zwischen Vermögensverwaltung und Mittelverwendung als die größten Herausforderungen dargestellt, vor denen Stiftungen stehen, wenn sie ihr Vermögen im Einklang mit ihren satzungsmäßigen Zielen bringen und damit ihre Effizienz erhöhen wollen. Die Problematik dieses Zwiespalts und die daraus entstehenden Interessenkonflikte ist allerdings kein stiftungsspezifisches Merkmal, denn sie hat

¹²² Vgl. Ernst & Young (2003), S.58.

historische Wurzeln und entsteht aus dem Gedanken, dass der Wert entweder ökonomischer Natur, oder sozialer Natur ist. Diese Spaltung spiegelt sich in der Trennung zwischen den Bereichen des „Geldverdienens“ („doing well“) und der Wohltätigkeit („doing good“) wider. Während „For-Profit“ Unternehmen sich auf die Maximierung ökonomischer Werte konzentrieren, streben „Non-Profit“ Unternehmen die Generierung nicht-finanzieller, also sozialer und ökologischer Werte an.

In Wirklichkeit ist aber die ökonomische Komponente der Wertschöpfung weder von ihren ökologischen, noch von ihren sozialen Aspekten trennbar („Blended Value“ bzw. „vereinigter Wert“).¹²³

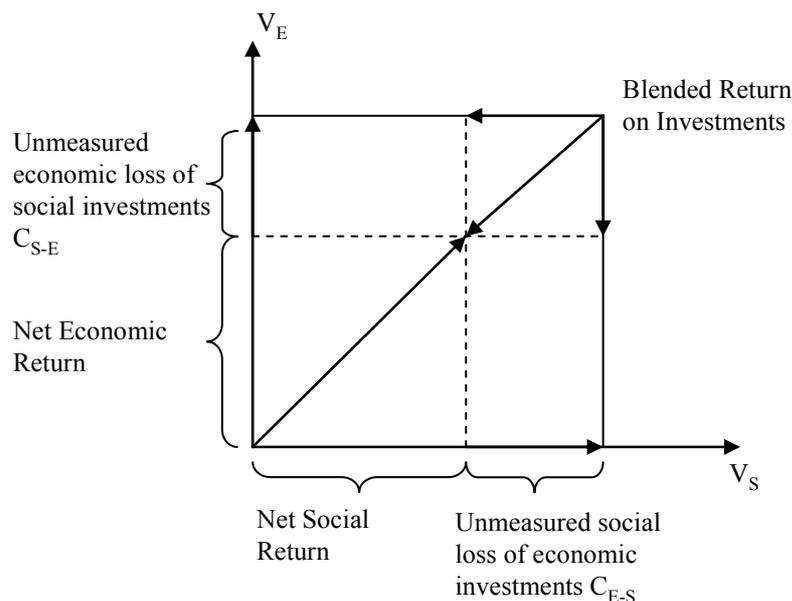


Abbildung 27: Potenzieller ökonomischer und sozialer Mehrwert des Investments
Quelle: Emerson (2002), S. 14.

Denn Non-Profit Unternehmen schaffen durch ihre Fördertätigkeit auch ökonomische Werte (z.B. sie sparen Kosten für Dritte), während For-Profit Unternehmen durch ihre Geschäftstätigkeit soziale und ökologische Werte (seien diese positiv oder negativ) generieren. Diese werden allerdings außer Acht gelassen, denn Non-Profit Organisationen messen den Erfolg ihrer Investments primär durch die erreichten sozialen Auswirkungen (Net Social Return), während sich Unternehmen an ökonomischen Zielen (Net Economic Return) orientieren. Daraus folgt, dass die ungemessene soziale bzw. ökonomische Rendite (Blended Return on Investment) potenziell verloren geht, wenn sie bei den Investitionen durch Unternehmen bzw. Non-Profit Organisationen nicht explizit in Betracht gezogen und gezielt gehiebelt wird.¹²⁴

¹²³ Der Begriff „Blended Value“ („vereinigter Wert“) von Jed Emerson, bringt den Gedanken zum Ausdruck, dass es keinen separaten ökonomischen oder sozialen bzw. ökologischen Wert gibt, sondern diese lediglich Komponenten eines essentiellen Wertes sind. Vgl. hierzu Emerson (2004), S. 11.

¹²⁴ Vgl. Emerson (2002), S. 14.

Wird aber von For-Profit Unternehmen und/oder Non-Profit Organisationen die Erzielung einer vereinigten Rendite, welche eine Kombination möglichst hoher ökonomischer und sozialer Renditen darstellt, angestrebt, dann wird damit auch der gesamte Wert des Investments erhöht.

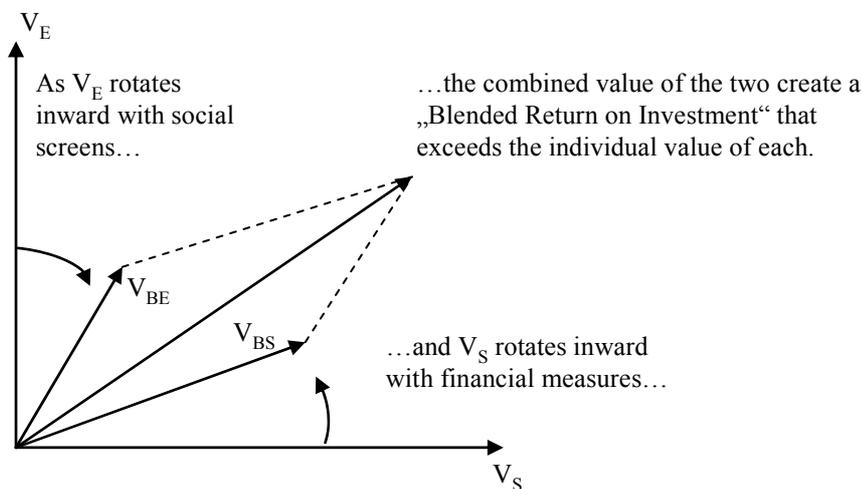


Abbildung 28: Maximierung der Rendite durch die Erzielung einer „vereinigten Rendite“
Quelle: Emerson (2002), S. 15.

Dies bedeutet für die Stiftung, dass wenn sie sich auf die Erzielung einer möglichst hohen vereinigten Rendite konzentriert, sie nicht nur eine effizientere Arbeit leistet, sondern sogar das Problem des Interessenkonfliktes zwischen Vermögensverwaltung und Mittelverwendung löst, denn das gesamte Vermögen der Stiftung (Grundstock und Erträge) wird als einzige finanzielle Ressource betrachtet, welche so allokiert werden müsste, dass der vereinigte Wert des Portfolios maximiert wird. In diesem Sinne ist eine Aufteilung der Stiftungsbereiche (und damit deren Trennung) auf Vermögensverwaltung, welche das Vermögen vermehrt (ökonomischer Wert), und den Bereich der Mittelverwendung, welcher das vermehrte Vermögen verteilt (sozialer Wert), überflüssig. Basierend auf diesem Gedankenentwurf liegt der Verwaltung der gesamten finanziellen Ressourcen der Stiftung eine vereinigte Investmentstrategie¹²⁵ zu Grunde, welche sowohl die philanthropischen, als auch die finanziellen Investments der Stiftung im Sinne der Maximierung der „vereinigten Rendite“ allokiert.

Somit kann das Vermögen aus finanzieller Sicht nicht nur bei einer gleichzeitigen Erzielung einer marktüblichen Rendite angelegt werden, sondern es sind auch solche Investments denkbar, welche unter den marktüblichen Renditen liegen oder gar keine finanziellen Renditen erwirtschaften.

Zu den zuletzt genannten gehören alle Zuwendungen (auf Englisch: Grants) der Stiftung, die an Dritte oder an Projekte bereits traditionell aus den Erträgen ausgegeben werden.

¹²⁵ Auf Englisch „Unified Investment Strategy“, Vgl. Emerson (2002), S.17.

Diese Investitionen sind finanziell nicht rentabel, dafür erzielen sie aber eine hohe soziale Rendite. Investitionen unter den marktüblichen Renditen können beispielsweise Kredite für Nonprofit Organisationen sein, welche nur das angelegte Geld zurückzahlen und mit keiner Verzinsung verbunden sind. Solche Investments sind in den USA unter dem Begriff „Program Related Investments“ (PRI) bekannt, da sie eng mit den Zielen und damit mit dem Programm der Stiftung verbunden sind.

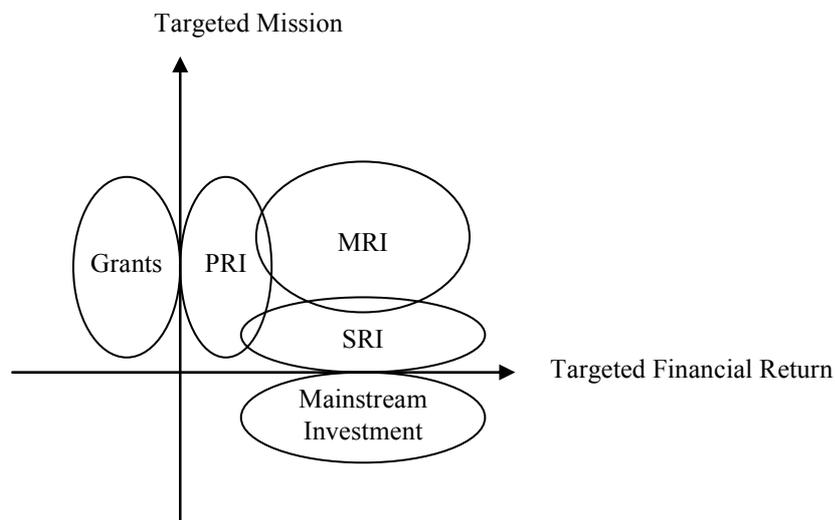


Abbildung 29: Spektrum der „Mission Investing“ Investmenttools
Quelle: nef (2008), S. 11.

Während bei den PRI die primäre Motivation die Förderung des satzungsmäßigen Ziels unabhängig von deren Rendite ist, zielen „Mission Related Investments“ (MRI) auf eine marktübliche Rendite bei gleichzeitiger Förderung des Stiftungszwecks ab.

Die in dieser Arbeit beschriebenen nachhaltigen Geldanlagen können daher einerseits in den MRI eingeordnet werden, wenn die extrafinanziellen Kriterien, die den Investmententscheidungen zu Grunde liegen, den Zielen der Stiftung entsprechen. Basiert die Investition demgegenüber auf solchen außerökonomischen Informationen, die ethisch, ökologisch oder sozial motiviert sind, aber mit den Stiftungszielen nicht direkt in Verbindung stehen, dann werden die nachhaltigen Geldanlagen in die Gruppe der SRI eingeordnet.

Die vereinigte Investmentstrategie, welche auch unter dem Begriff „Mission Investing“ bekannt ist, hat in den letzten Jahren den Stiftungsmarkt in den USA erobert. Dort ist der Anteil des Vermögens, welcher im Einklang mit dem Stiftungszweck mittels einer vereinigten Investmentstrategie angelegt wird, in den letzten fünf Jahren um 16,2 % jährlich gewachsen. Damit hat sich in den letzten Jahren die Zahl der Stiftungen, die sich

für „Mission Investing“ engagieren, verdoppelt und das „stiftungszielkonforme“ Vermögen verdreifacht und lag in 2007 bei \$521 Mio.¹²⁶

Das steigende Interesse und das damit verbundene Marktwachstum führt darüber hinaus auch dazu, dass sich die der vereinigten Investmentstrategie zugrunde liegenden Anlageklassen rasant entwickeln werden. Aktuell konnten 20 unterschiedliche Anlageklassen identifiziert werden,¹²⁷ welche von Bankeinlagen, über Kredite, Fixed Income und Public Equity, bis hin zu Immobilien und Private Equity reichen.

6 Fazit und Ausblick

Erklärtes Ziel der vorliegenden Arbeit war die Thematisierung der Anwendbarkeit nachhaltiger Geldanlagen für die Vermögensverwaltung deutscher gemeinnütziger Stiftungen. Aufbauend auf einer analytischen Betrachtung der Vermögensverwaltung, sowie auf einer kritischen Darstellung der Theorie und Praxis nachhaltigen Investierens sollte herausgearbeitet werden, ob die Vermögensverwaltung einer Stiftung durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen ihre betriebswirtschaftlichen Ziele erreichen und gleichzeitig im Einklang mit dem Stiftungszweck investieren kann.

Hinsichtlich der betriebswirtschaftlichen Ziele der Vermögensverwaltung konnte gezeigt werden, dass die zentrale Zielvorgabe für die Vermögensverwaltung der Stiftung, das Bestandserhaltungsgebot, durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen, erfüllt werden kann. Mit zahlreichen empirischen Studienergebnissen, aber auch mit theoretischen Erklärungen verschiedener positiver Effekte nicht-finanzieller Informationen, wurde untermauert, dass die Wertentwicklung nachhaltiger Geldanlagen zumindest gleich gut, wie jene konventioneller Produkte ist. Stiftungen müssen also durch nachhaltiges Investieren nicht auf Renditen verzichten. Neben dem Renditeverzicht konnte auch das Vorurteil vieler Stiftungen, nachhaltige Geldanlagen seien zu riskant, in dieser Arbeit nicht bestätigt werden. Es konnte sogar argumentiert werden, dass durch die Integration nicht-finanzieller Determinanten in die Investmententscheidungen, Risiken im Portfolio verringert bzw. optimiert werden können.

Darüber hinaus wurde bewiesen, dass die Anlage des Stiftungsvermögens im Einklang mit dem Stiftungszweck durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen möglich ist. Neben den Vermeidungsstrategien können Stiftungen durch gezielte und bewusste Steuerung der Geldanlage eine effizientere Stiftungsarbeit anstreben, indem sie das Stiftungsvermögen in solche Unternehmen lenken, die im Sinne der Stiftung agieren. Es ist jedoch anzumerken, dass mit einer Investition in Wertpapiere nur eine indirekte

¹²⁶ Die Ergebnisse basieren auf einer in 2007 durchgeführten Studie, welche die „Mission Investing“ Strategien 92 US amerikanischer Stiftungen mit einem Finanzgewicht von \$2,3 Mrd. analysiert hat. Vgl. Foundation Strategy Group (2007), S. 1.

¹²⁷ Vgl. Foundation Strategy Group (2007), S. 1.

Förderung des ausgewählten Bereichs bzw. Unternehmens zu erreichen ist. Deshalb ist eine Allokation des Stiftungsvermögens über Wertpapiere hinaus auch in Direktbeteiligungen oder in andere Formen nachhaltiger Geldanlagen zu empfehlen, um eine größere Wirkung zu erreichen.

Der Einsatz nachhaltiger Geldanlagen in der Vermögensverwaltung bleibt allerdings immer ein Spagat zwischen den betriebswirtschaftlichen und ideellen Zielen der Stiftung. Nur unter bestimmten Voraussetzungen können die Möglichkeiten dieser Anlageform vollkommen ausgeschöpft werden. Das optimale Zusammenspiel zwischen ökonomischen und außerökonomischen Zielen kann sich von Stiftung zu Stiftung unterscheiden und hängt davon ab, welche bzw. wie viele extrafinanzielle Kriterien in die Investmententscheidungen integriert werden und in welcher Art und Weise dies geschieht.¹²⁸

Im Hinblick auf die in dieser Arbeit diskutierten Möglichkeiten und Grenzen verschiedener nachhaltiger Investmentstile, könnte der Best-in-Class Ansatz die passendste Methode für Stiftungen darstellen, ihre außerökonomischen Kriterien in ihre Investmententscheidungen zu integrieren, denn durch die Anwendung dieses Ansatzes wird das Portfolio gegenüber einem traditionellen Marktportfolio am wenigsten verfremdet. Dadurch kann eine marktübliche Performance, sowie eine optimale Diversifikation auf Branchenebene, gewährleistet werden. Darüber hinaus trägt dieser Ansatz zur Effizienz der Stiftung durch Synergieeffekte zwischen Geldanlage und Stiftungszweck bei.

Trotz eventueller belastender Faktoren, sollte die Stiftung eine Negativ- und/oder Positivselektion nicht außer Acht lassen, denn dies könnte den Best-in-Class Ansatz sinnvoll ergänzen. Dies hat insbesondere dann Gültigkeit, wenn es um die unmittelbare Verfolgung des Stiftungszweckes durch die Vermögensverwaltung einer Stiftung geht. Um die belastenden Faktoren dieser Ansätze, wie ein eventueller Diversifikationsverlust oder eine Erhöhung von Klumpenrisiken zu vermeiden, ist die Entwicklung eines durchdachten Kriterienkatalogs und eines Investmentprozesses, sowie die Durchführung von Backtests besonders zu empfehlen.

Unter Berücksichtigung ihrer Möglichkeiten und Grenzen eröffnen nachhaltige Geldanlagen bisher noch nicht ausgeschöpfte Chancen für Stiftungen. Neben einem verbesserten Risiko-Rendite-Profil, welches zur Erhöhung der Leistungskraft der Stiftung beiträgt, bieten sie für Stiftungen eine Antwort auf die Herausforderungen hinsichtlich ihrer Effizienz und Legitimation. Auch der Ausdruck moralischer Werte, der besonders für kirchliche Stiftungen wünschenswert ist, wird durch den Einsatz nachhaltiger Geldanlagen möglich.

¹²⁸ Die Endergebnisse dieser Arbeit sind im Anhang 7 grafisch dargestellt.

Umso überraschender ist die Tatsache, dass Stiftungen in ihrem Anlageverhalten nachhaltige Geldanlagen ablehnen. Die Gründe für diese Zurückhaltung seitens der Stiftungen liegen möglicherweise an der begrifflichen Unsicherheit, welche auf den dynamisch wachsenden Markt nachhaltiger Geldanlagen zurückzuführen ist. Nicht zuletzt hat das verstärkte Bewusstsein für den Klimawandel der jüngsten Vergangenheit auch dazu beigetragen, dass sich die Anzahl solcher Angebote, die sich mit „Nachhaltigkeit“ bzw. „Grün“ im Namen schmücken, obwohl sie damit nur wenig zu tun haben, vermehrt hat. Dadurch kann der Markt nachhaltiger Geldanlagen für den externen Beobachter, der sich mit diesem Thema nicht intensiv auseinandersetzt (z.B. Stiftungen), untransparent erscheinen. Dies kann wiederum unter Umständen zu einem Vertrauensverlust und einem mangelnden Interesse an nachhaltigen Geldanlagen im Kreis der Stiftungen führen. Diese Arbeit liefert allerdings starke Hinweise darauf, dass sich die herrschende Unsicherheit im Hinblick auf das, was nachhaltige Geldanlagen tatsächlich sind, auflösen scheint. Es konnte gezeigt werden, dass sich die Anbieter nachhaltiger Anlageprodukte, aber auch Ratingagenturen um mehr Transparenz bemühen. Auch die Entwicklungen der Ratingansätze sind im fortgeschrittenen Stadium, welches für mehr Qualität und Glaubwürdigkeit sorgt. Aufgrund der Zusammenhänge zwischen extrafinanziellen Faktoren und der Performance der Geldanlage ist vor allem mit einem wachsenden Interesse seitens der Mainstreaminvestoren zu rechnen. Dies wird die Entwicklung des Researches weiter ankurbeln und die vorhandenen extrafinanziellen Informationen vermehren. Damit wird die Etablierung nachhaltiger Geldanlagen als Mainstream Investmentansatz kaum aufzuhalten sein. Auch deshalb ist eine intensivere Auseinandersetzung seitens der Stiftungen mit dem Thema „nachhaltige Geldanlagen“ zu empfehlen, denn ausführlichere Informationen schaffen ein klareres Bild und eine sicherere Entscheidungsgrundlage für eine eventuelle Aufnahme nachhaltiger Geldanlagen in die Vermögensverwaltung. Informieren können sich Stiftungen nicht nur bei den Produkthanbietern oder bei Banken, sondern auch bei unabhängigen Researchagenturen, oder beim Fachverband „Forum Nachhaltige Geldanlagen“. Darüber hinaus gibt es zahlreiche Veranstaltungsangebote, unter anderem auch vom Bundesverband Deutscher Stiftungen, die sich besonders an Stiftungen richten.

Neben einem möglichen Vertrauensverlust aufgrund mangelnder Transparenz (die letztlich auf eine nicht ausreichende Auseinandersetzung mit der Thematik der nachhaltigen Geldanlagen zurückzuführen ist) könnte die Zurückhaltung vieler Stiftungen gegenüber nachhaltigen Geldanlagen darüber hinaus mit der defensiven Haltung ihrer Vermögensverwaltung erklärt werden. Denn die Praxis zeigt, dass durch die gesetzlichen Vorgaben suggeriertes Risikobewusstsein oft als Risikovermeidung interpretiert wird. Dies hindert wiederum die Stiftungen daran, Innovationen zu ergreifen und sich für neue Möglichkeiten zu öffnen, aber damit zahlen sie nicht nur Opportunitätskosten, sondern

gehen langfristig höhere Risiken ein, denn durch die Investition in risikoarme, aber damit auch ertragsschwache Geldanlagen, geben sich Stiftungen mit geringeren Renditen zufrieden und opfern damit langfristig den realen Werterhalt ihres Vermögens. Darüber hinaus führt die Konzentration auf wenige – aber dafür bekannte – Anlageklassen dazu, dass sie ihre Risiken aus mangelnder Diversifikation erhöhen und ihre Investitionsmöglichkeiten bei weitem nicht ausschöpfen. Deshalb ist den Stiftungen ein bewusster Umgang mit Risiken, statt eine bloße Vermeidung dieser zu empfehlen. Eine regelmäßige Kontrolle des Portfolios, eine prompte Reaktion auf bestimmte Ereignisse, sowie der Aufbau eines eigenen Know-Hows, z.B. durch einen im Bereich Finanzen erfahrenen Vorstand und/oder externen Berater, können bereits zu einer stabileren Entscheidungsgrundlage beitragen. Hier ist noch zu bemerken, dass die risikoscheue Haltung der Stiftungen möglicherweise auf den Mangel konkreter gesetzlicher Regelungen, welche sogar teilweise unterschiedlich formuliert sind, zurückzuführen ist. Deshalb könnte darüber nachgedacht werden, besonders die Vermögensverwaltung der Stiftung, auf bundesrechtlicher Ebene einheitlich zu regeln um damit die Verunsicherung der Vermögensverwalter abzuschaffen. Darüber hinaus sollte die Ein-Drittel Regel der Rücklagenbildung und die damit verbundene unterschiedliche Behandlung der Performance überarbeitet werden, denn diese erscheint in der Praxis eher als nicht praktikabel und trägt nicht zum realen Erhalt des Stiftungsvermögens bei.

Intensivere Bemühungen seitens der Stiftungen hinsichtlich umfassenderer Informationen über nachhaltige Geldanlagen und ein bewusster Umgang mit Risiken würden bereits ausreichen, um die Chancen, die nachhaltige Geldanlagen bieten, zu ergreifen. Würde aber der Einsatz nachhaltiger Geldanlagen alleine reichen, um der steigenden Nachfrage nach Fördermitteln und damit dem Drang nach mehr Effizienz Rechnung zu tragen? Diese Frage kann mit einem „Nein“ beantwortet werden, denn die Ineffizienz der Stiftungen entsteht nicht aus einem Mangel an Geld, sondern vielmehr aus einem Mangel an Bewusstsein darüber, was möglich wäre, wenn sie den Willen und die Fähigkeit entwickeln würden, mentale Grenzen zu überwinden, denn so lange die Investition in nachhaltige Geldanlagen aus dem gedanklichen Muster der Trennung zwischen Vermögensverwaltung und Mittelverwendung erfolgt, werden Stiftungen immer mit einem Interessenskonflikt zwischen ökonomischen und außerökonomischen Zielen konfrontiert. Daraus würden eventuell weitere Probleme entstehen, die wiederum eine effiziente Stiftungsarbeit erschweren. Deshalb können Stiftungen eine vollkommene Effizienz nur dann erreichen, wenn sie sich mit dem Stiftungskapital identifizieren und dieses auch als aktive Ressource für die Stiftungsarbeit einsetzen. Dies erfordert von Stiftungen allerdings ein Umdenken im Hinblick darauf, was ihr eigentliches Wesen ist und wie sie, als wichtige

Akteure der Bürgergesellschaft, weiterhin in ihrer Innovations- und Komplementärfunktion zu einer positiven gesellschaftlichen Veränderung beitragen können.

Büchertitel, wie „The End of Charity“¹²⁹ und zahlreiche Beiträge über „creative philanthropy“¹³⁰ sind Hinweise dafür, dass sich die Stiftung selbst im Wandel befindet und dass es bereits neue, wirkungsvolle Konzepte für erfolgreiches Stiftungsmanagement gibt. Die Vermögensverwaltung der Stiftung wird bei der Neudefinierung der Stiftungsarbeit mit großer Wahrscheinlichkeit eine zentrale Rolle übernehmen, denn die Stiftung ist im Kern nichts anderes als eine reine Vermögensmasse. Somit stellt diese nicht nur die größte Ressource der Stiftung, sondern auch den größten Hebel für eine effiziente Stiftungsarbeit dar. Die in dieser Arbeit beschriebene vereinigte Investmentstrategie, sowie das Modell des „Mission Investing“, das sich in den USA bereits verbreitet hat und von Stiftungen praktiziert wird, könnte auch für die deutschen Stiftungen einen gangbaren Weg hin zu einer effizienteren Vermögensverwaltung im Sinne des Stiftungszwecks darstellen.

Es besteht jedoch noch weiterer Forschungsbedarf im Hinblick darauf, wie eine vereinigte Investmentstrategie in Deutschland tatsächlich in die Praxis umgesetzt werden könnte. Es sollte vor allem untersucht werden, ob es in Deutschland bereits ausreichend Anlageklassen für ein „Mission Investing“, wie es bereits in den USA existiert, gibt und inwiefern aus diesen Anlageklassen ein Portfolio zusammengestellt werden könnte. Diese Pionierarbeit sollte möglichst schnell auf die Ebene der Praxis übertragen werden, denn nur unter Heranziehen vorhandener „best practice“ Beispiele, könnte eine Stagnierung der Diskussion über ein „Mission Investing“ auf der theoretischen Ebene vermieden werden. Deshalb wäre ein Zusammenschluss einiger Stiftungen, die sich mit einem Teil ihres Vermögens in nachhaltigen Geldanlagen bzw. „Mission Investing“ engagieren wollen, denkbar. In anderen Ländern, wie zum Beispiel in Italien¹³¹ oder in den USA,¹³² sind bereits solche Kooperationen zu finden. Darüber hinaus sollte die Frage geklärt werden, wie Stiftungen die soziale Performance ihrer Geldanlagen messen können, denn nur auf einer objektiven Grundlage lassen sich Investmententscheidungen sinnvoll treffen und Investmentportfolios hinsichtlich einer „vereinigten Rendite“ optimieren. Zuletzt wäre es noch interessant zu untersuchen, ob der Einsatz nachhaltiger Geldanlagen, aufgrund zahlreicher Vorteile dieses Investmentstils, nicht sogar zu den treuhänderischen Pflichten der Stiftung gehört und diese Anlageform damit unter Umständen einen unerlässlichen Baustein der Vermögensverwaltung einer Stiftung darstellt.

¹²⁹ Vgl. Frances (2008)

¹³⁰ Siehe dazu die folgende Beiträge: Anheier/Leat (2006), Porter/Kramer (1999)

¹³¹ In Italien haben zwei Stiftungen eine eigene Asset Management Firma gegründet. Dazu Vgl. Alliance (2008) oder im Internet nach Fondaco Lux recherchieren.

¹³² FSG-Social Impact Advisors ist ein Nonprofit Organisation gegründet an der Harvard Business School mit dem Ziel, Stiftungen unter anderem auch hinsichtlich „Mission Investing“ zu beraten und im gemeinsamen Dialog darauf aufbauend gezielt Investitionsstrategien zu entwickeln.

Anhang

Anhang 1: Quellenverzeichnis des von der Verfasserin erhobenen empirischen Daten

Interview mit Vermögensverwaltern bzw. -Beratern von Stiftungen (2006-2009)*

Fachgespräche mit Experten (2006-2009)*

Weitere Quellen (2006-2009)*

*Die ausführliche Auflistung der geführten Interviews und weitere Grundlagen können auf Anfrage bei der Autorin Interessenten zugeschickt werden.

Anhang 2: Rechtliche Einflussfaktoren auf das Grundstockvermögen

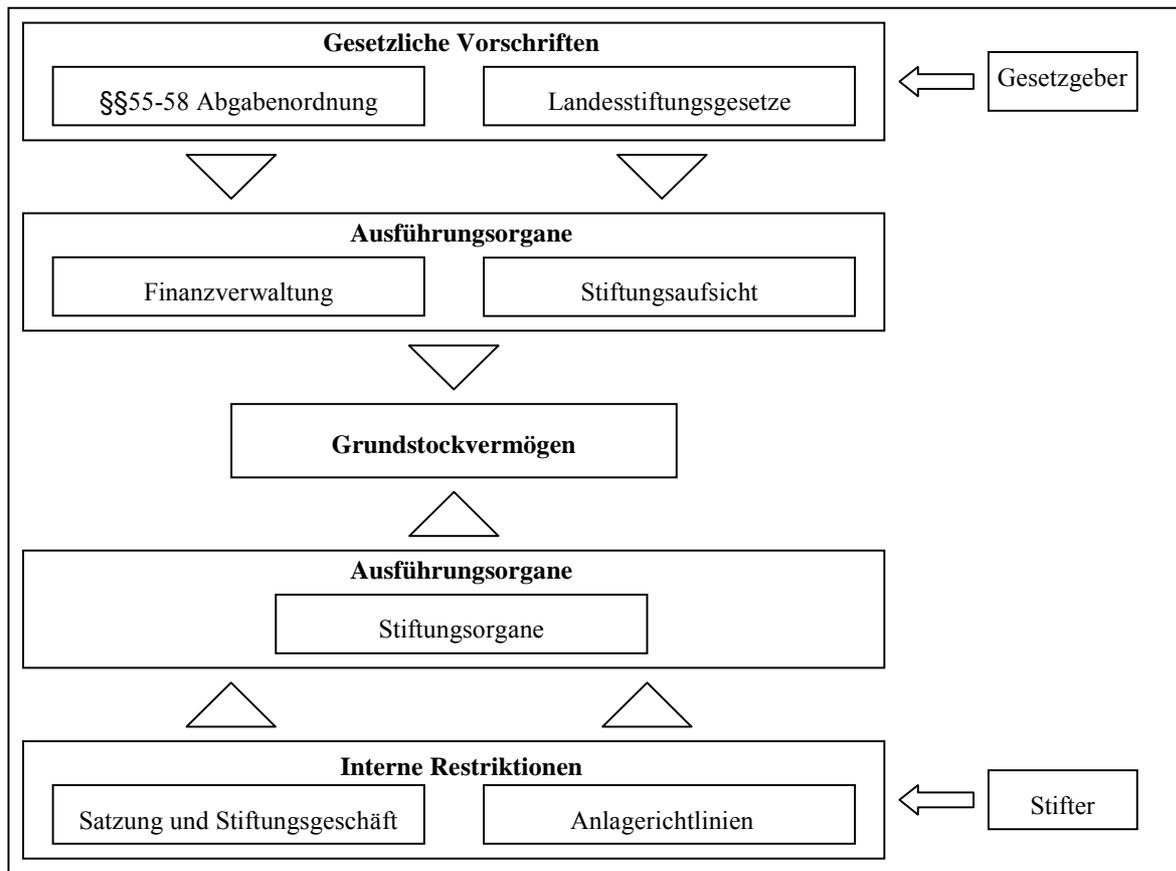


Abbildung 3: Rechtliche Einflussfaktoren auf das Grundstockvermögen
Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an: Fischer/Sander (2005), S. 496.

Anhang 3: Anlageverhalten deutscher Stiftungen

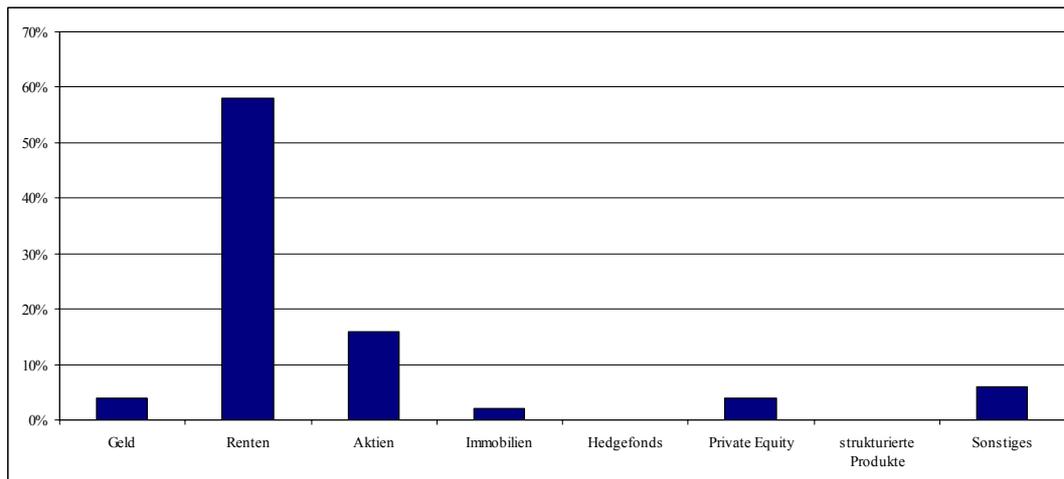


Abbildung 6: Asset Allokation (mittel-) großer Stiftungen (vermögensgewichtet)
Quelle: Heissmann GmbH (2005), S.13.

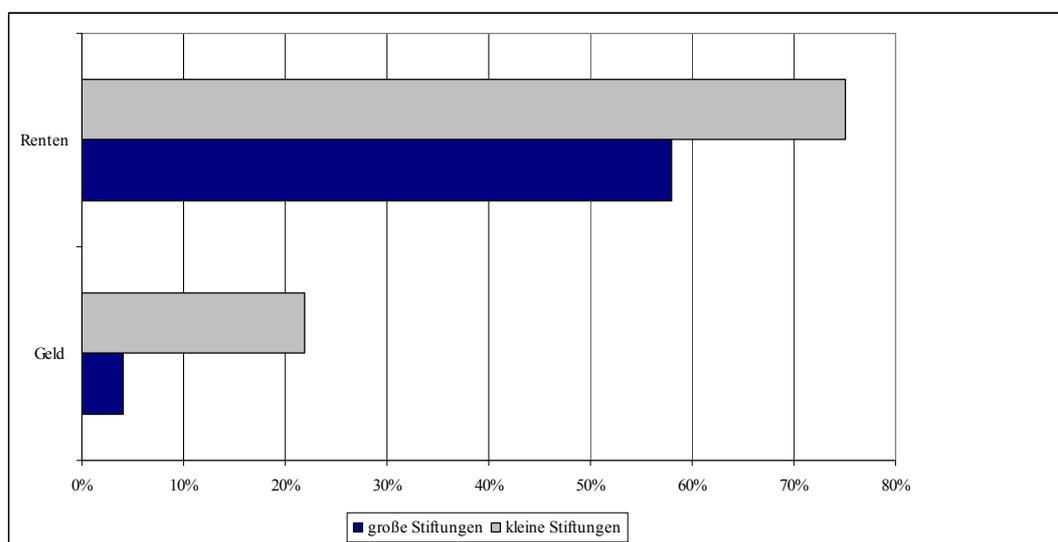


Abbildung 7: Vergleich der Asset Allokation zwischen kleinen und großen Stiftungen (vermögensgewichtet)
Quelle: Heissmann GmbH (2005), S.13. und Sandberg (2005), S.33.

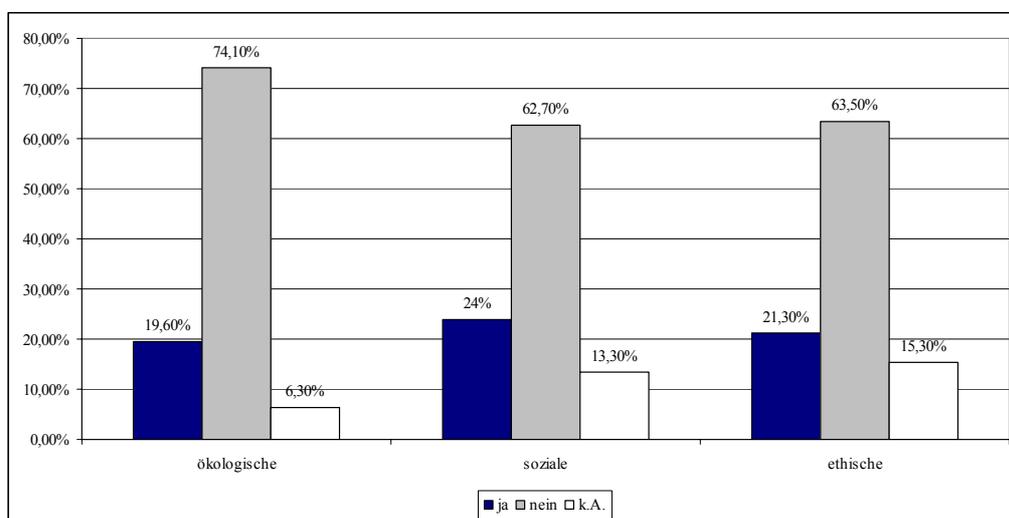


Abbildung 8: Berücksichtigung extrafinanzieller Kriterien bei der Kapitalanlage
Quelle: Schäfer (2003b), S. 309.

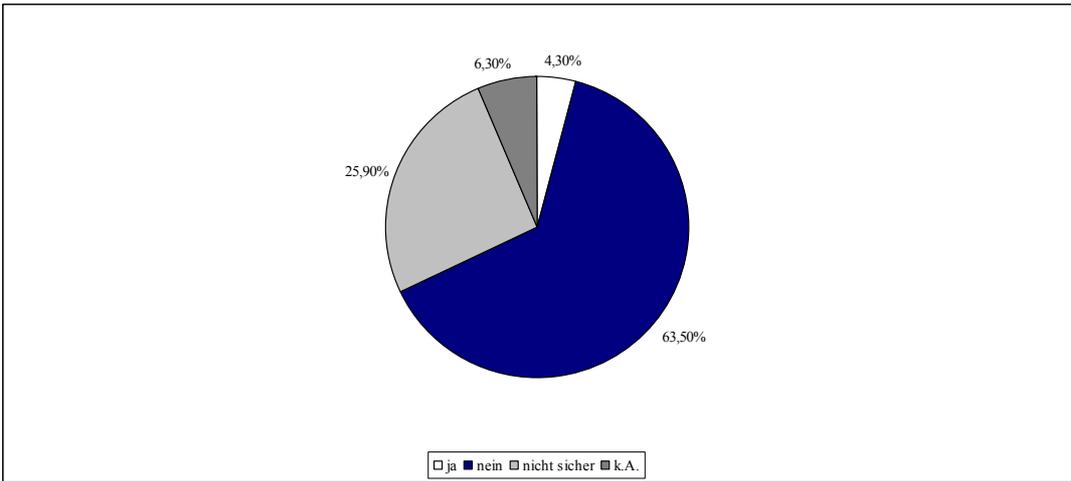


Abbildung 9: Bereitschaft zur Berücksichtigung extrafinanzieller Kriterien
 Quelle: Schäfer (2003a), S. 312.

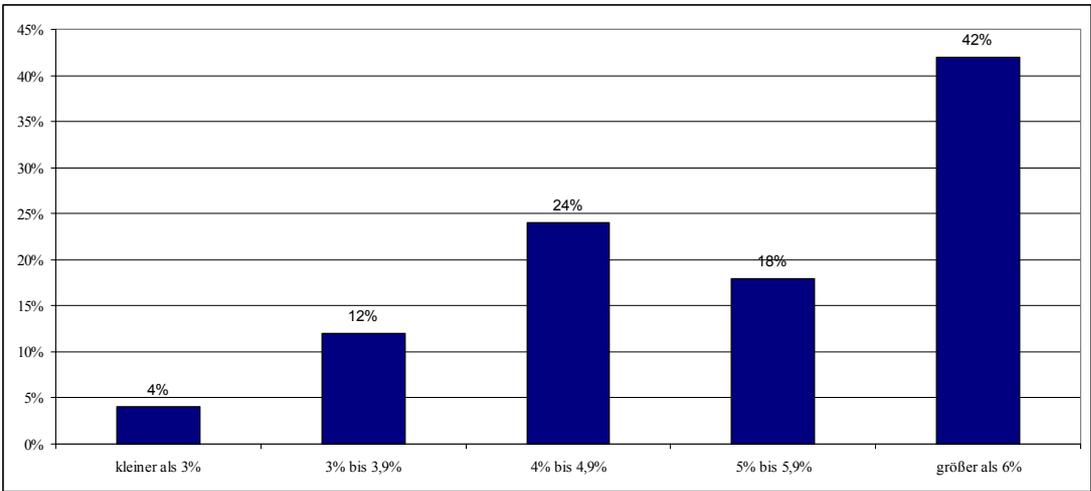


Abbildung 10: Erwartete Zielrendite
 Quelle: Heissmann GmbH (2005), S.22.

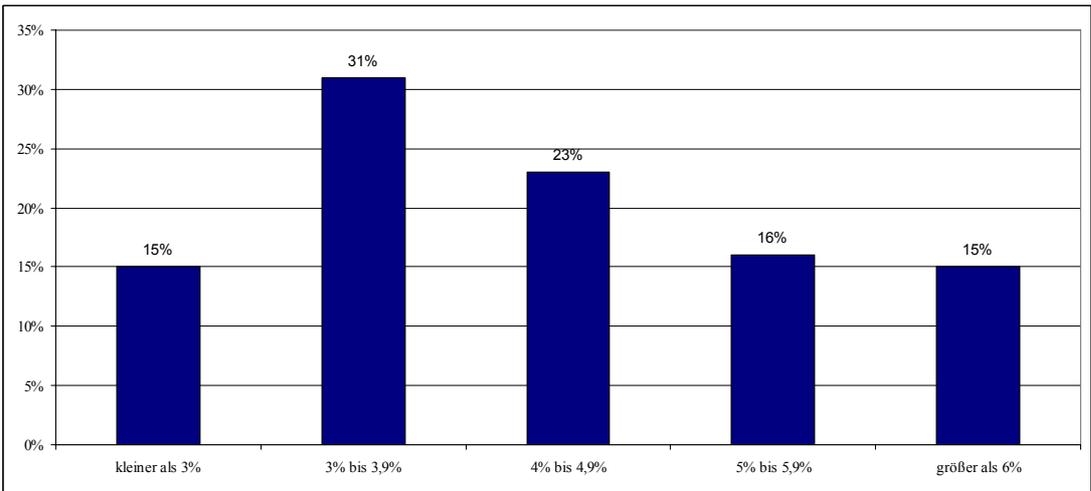


Abbildung 11: Erzielte Rendite im Jahr 2004
 Quelle: Heissmann GmbH (2005), S.23.

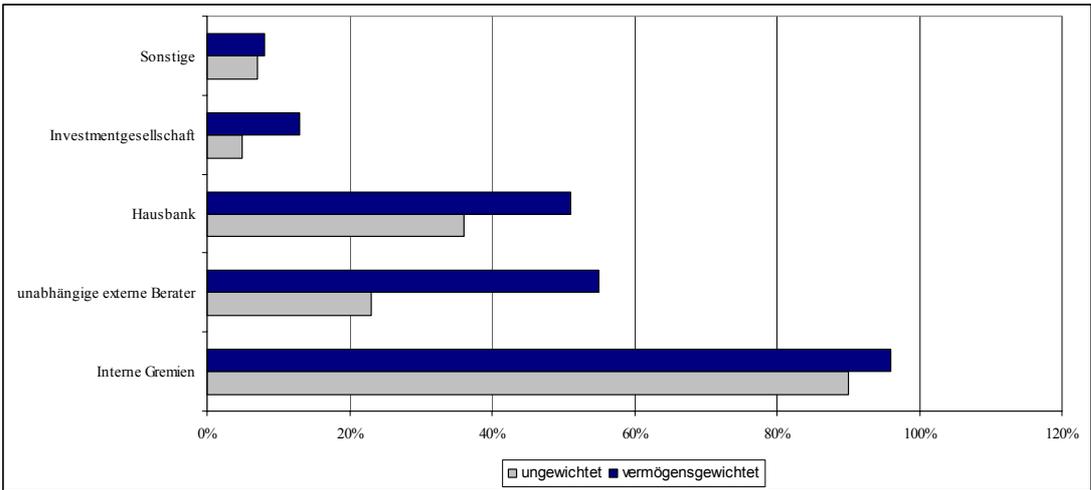


Abbildung 12: Planung der Vermögensanlage
 Quelle: Heissmann GmbH (2005), S. 10.

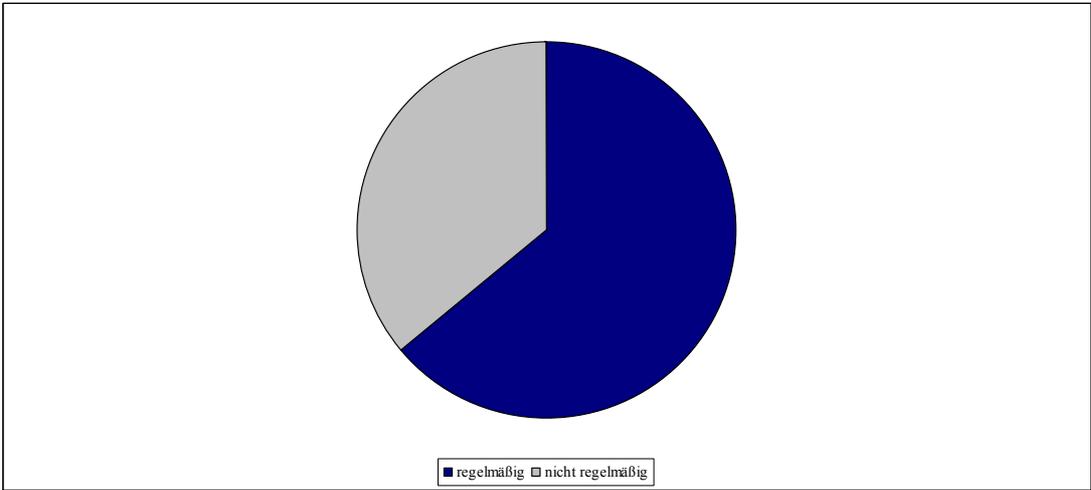


Abbildung 13: Regelmäßigkeit der Anlageausschusssitzungen
 Quelle: Heissmann GmbH (2005), S. 10.

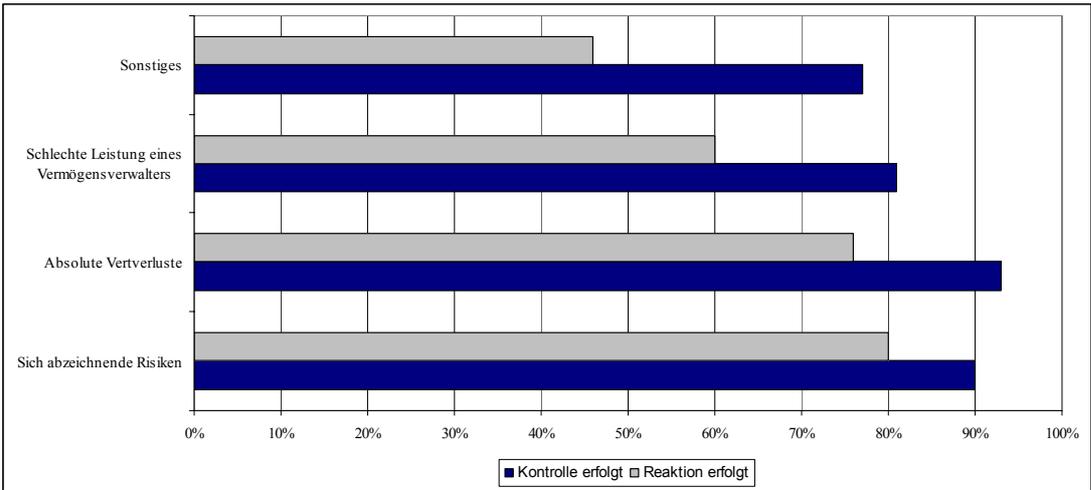


Abbildung 14: Kontrolle und Reaktion auf bestimmte Ereignisse
 Quelle: Heissmann GmbH (2005), S. 11.

Anhang 5: Extrafinanzielle Informationen

Beispiele extrafinanzieller Themen

Ökologische Themen (Environmental)

- Klimawandel und damit verbundene Risiken
- Die Notwendigkeit den Ausstoß von Giftstoffen- und Müll zu verringern
- Neue Regulierungen, die die Grenzen ökologischer Verantwortung hinsichtlich Produkten und Serviceleistungen erweitern
- Aufstrebende Märkte für umwelttechnologische Dienstleistungen und umweltfreundliche Produkte

Soziale Themen (Social)

- Sicherheit des Arbeitsplatzes
- Menschenrechtsaspekte an den Betriebsstätten der Firmen, deren Zulieferern und Kunden
- Kommunales Engagement
- Weiterbildung und Personalentwicklung

Grundsätze der Unternehmensführung (Corporate Governance)

- Besetzung und Verantwortlichkeit der Gremien
- Struktur des Prüfungsausschusses und Unabhängigkeit der Prüfer
- Entlohnung der Angestellten
- Korruptionsmanagement und Handhabung von Bestechungsversuchen

Quelle: eigene Darstellung

Anhang 4: Nachhaltigkeitsrating

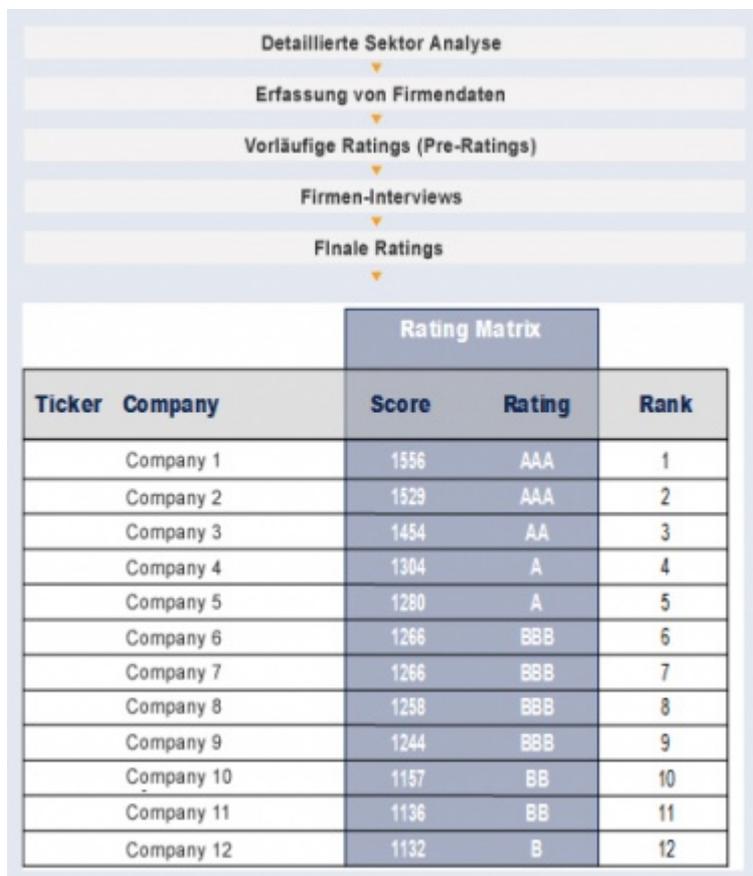


Abbildung 16: Methodik eines Best-in-Class Ratings

Quelle: Innovent Strategic Value Advisors (2007)

Beispiel eines Kriterienkataloges für den Best-in-Class Ansatz

Pillar	Factor	Sub Factor
Sustainable Governance	1.Strategy	3
	2.Strategic Capability/Adaptability	2
	3.Traditional Governance Concerns	6
	4.Intellectual Capital/Product Development	2
	5.Product Safety	4
Human Capital	1.Employee Motivation & Development	7
	2.Labour Relations	6
	3.Health & Safety	4
Stakeholder Capital	1.Customer/Stakeholder Partnerships	5
	2.Local Communities	7
	3.Supply Chain	5
	4.Emerging Markets Strategy	5
	5.Human Rights/ Child and Forced Labour	4
	6.Oppressive regimes	2
Environment	<u>Risk Factors</u>	
	1.Historic Liabilities	2
	2.Operating Risks	5
	3.Leading Sustainability Risk Indicators	5
	4.Industry Specific Risk	3
	<u>Environmental Management Capacity</u>	
	1.Environmental Strategy	5
	2.Corporate Governance	3
	3.Environmental Management Systems	4
	4.Audit	4
	5.Environmental Accounting/Reporting	2
	6.Training & Development	2
	7. Certification	3
	8.Products/ Materials	3
	<u>Performance Improvement Factors</u>	
	1.Performance Improvement Vector	3
	<u>Opportunity Factors</u>	
	1.Strategic Competence	2
	2.Environmental Opportunity	5
	3.Performance	2
	Total	30

Quelle: Innovest Strategic Value Advisors (2007)

Beispiel einer Beschreibung der Best-in-Class Ratingkategorien

- AAA** A company with minimal, well-identified environmental/social risks and liabilities, and with a strong ability to meet any losses which might materialize. Extremely wellpositioned to handle any foreseeable tightening of regulatory requirements, and strongly positioned strategically to capitalize on environmentally/socially-driven profit opportunities.
- AA** A company with environmental/social risks and liabilities which have been wellidentified and provided for. This position is unlikely to be impaired by any foreseeable tightening of regulatory requirements. The company is well-positioned strategically to capitalize on environmentally/socially-driven profit opportunities.
- A** A company with large but well-identified environmental/social risks and liabilities, and sufficient financial and managerial strength to absorb all but exceptional risks. Able, also, to finance any currently proposed regulatory requirements. Above-average positioning with respect to profit opportunities.

- BBB** A company with strong managerial capability, but one where environmental/social risks and liabilities are a potential source of loss, though not on any material scale. Average level of positioning vis a vis profit opportunities.
- BB** A company with good managerial capability, but one where environmental/social risks and liabilities are a potential source of material loss. Below-average level of strategic positioning.
- B** A company whose environmental/social risks and liabilities create a strong likelihood of material losses in both profitability and competitive position. Significantly belowaverage strategic positioning.
- CCC** A company where there are significant doubts about management's ability to handle its environmental/social risks and liabilities, and where these are likely to create a serious loss. Well below-average ability to capitalize on environmentally/sociallydriven profit opportunities.

Quelle: Innovest Strategic Value Advisors (2007)

Beispiel eines Unternehmenprofils (Auszug)

Innovest

STRATEGIC VALUE ADVISORS

www.innovestgroup.com
 New York: +1 212 421-2000
 London: +44 (0) 20 7073 0470
 Toronto: +1 905 707-0876
 Paris: +33 (0)1 44 54 04 89

Intangible Value Assessment

Feb-07

BASF

Country:	DEU
Ticker Symbol:	BAS-FF
Industrial Sector:	Diversified Chemicals
Combined IVA Rating:	AAA
Sub-Factors:	
Strategic Governance:	9.1
Human Capital:	9.7
Environment:	7.5
Stakeholder Capital:	9.4
Analyst:	Heather Langsner 646-237-0212 hlangsner@innovestgroup.com

Intangible value comprises a growing percentage of companies' market capitalization. Innovest's IVA™ ratings analyze relative corporate performance on intangible value drivers related to the strength and sustainability of companies' competitive advantage. By assessing differentials typically not identified by traditional securities analysis, IVA™ ratings uncover hidden risks and value potential for investors. Ratings range from AAA (best) to CCC (worst). Scores on sub-factors range from 10 (best) to 0 (worst).

RATING OUTLOOK: Positive.

BASF is set to tie itself more closely to the forces of commoditization as it shifts in emphasis to the oil and gas business by end of decade. While the prospect for top and bottom line growth is undeniable, we feel that DuPont is more aligned with our concept of long-term product sustainability. We are encouraged by BASF's purchase of Engelhard in that it will open up the business to environmental catalysts and the expanding market in China for such products. We are also encouraged by the company's efforts to contribute alternative products such as "safer" plasticizers for consumer applications.

However, DuPont is currently the only firm in the group that is linking green innovation with quantifiable financial goals. BASF is known more for its rigorous criteria for defining what constitutes an eco-efficient product while DuPont excels in rapid delivery of new products to the market. We are currently vetting these offerings to determine whether DuPont's aggressive goals are financially realistic. This means that BASF and DuPont will increasingly be compared to each other in the analysis of this competitive set.

Moreover investors are cautioned to remember that although BASF is our AAA company, it is a highly complex multinational conglomerate with operations around the globe. We continually monitor risks to the business including segment risk, product safety, governance, and human capital. Recently we have detected some potential issues in the area of Supply Chain. Additionally we are monitoring enterprise risk for BASF's venture with Gazprom. See our January Theme Report on Enterprise Risk in the Chemicals Sector. .

manufacturing agrochemicals in India (see Product Safety section).

Lack of EC approval for genetically engineered potato: As of December 2006, BASF had failed to obtain the approval of the European Commission's regulatory committee for its genetically engineered starch potato, Amflora. Regulatory developments, changing demand scenarios and faulty business model detract from our valuation of GMOs. BASF Plant Science plans to spend USD 388 million in 2007-2009 on developing its activities in genetically modified organisms (see Product Safety section).

PERFORMANCE / ALPHA INTENSITY MATRIX

■ Strategic Governance	▲ Environment
● Human Capital	◆ Stakeholder Capital

AREAS OF COMPETITIVE ADVANTAGE

Industrial Biotechnology Initiative: A number of German companies, including BASF and Bayer, have formed Industrieverbund Mikrobielle Genomforschung (IMG) which aims to take advantage of microbial genome research for industrial uses. Not only do these processes replace older, chemical intermediary-based technology platforms, they also denote a potentially significant revenue streams for BASF (see Intellectual Capital section).

R&D focus on alternative feedstocks: BASF is currently conducting over 500 R&D projects in pursuit of economically and commercially viable alternative feedstocks for its operations. Projects include creating bio-based processes for PHB production, its second biopolymer to be derived from various biomass feedstocks. The company is considering building a PHB commercial facility that would have a 70,000 ton/year capacity. Additionally, BASF is studying a number of coal based technologies. The company's current R&D efforts are in line with its five growth clusters: plant biotechnology; white biotechnology; energy management; nanotechnology; and raw materials.

New product focus for revenue generation: BASF has raised its overall R&D expenses in 2006 by 20% to USD 1.68 billion, and intends to increase this to USD 1.81 billion in 2007. Currently, BASF has

Quelle: Innovest Strategic Value Advisors (2007)

Anhang 6: Der Markt für nachhaltige Geldanlagen

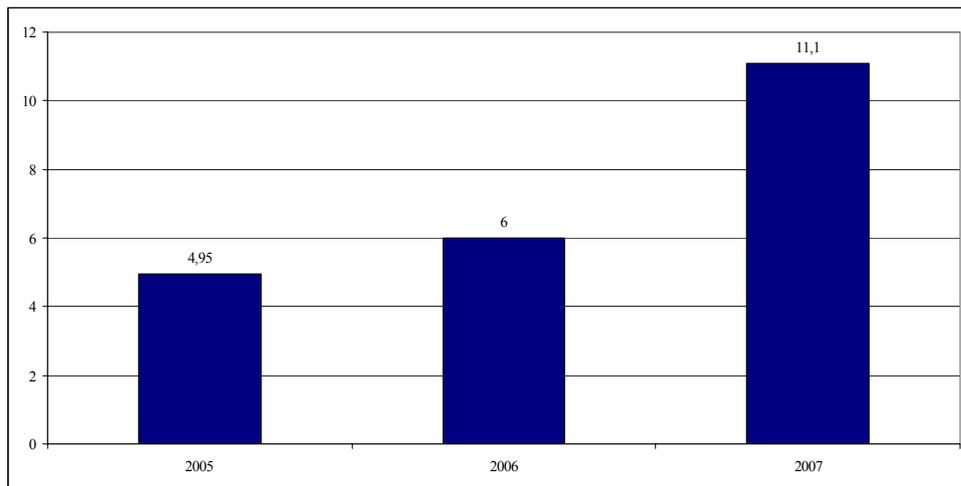


Abbildung 21: Nachhaltige Investments bei deutschen Finanzdienstleistern (in Mrd. Euro)
Quelle: Forum Nachhaltige Geldanlagen (2008), S. 14.

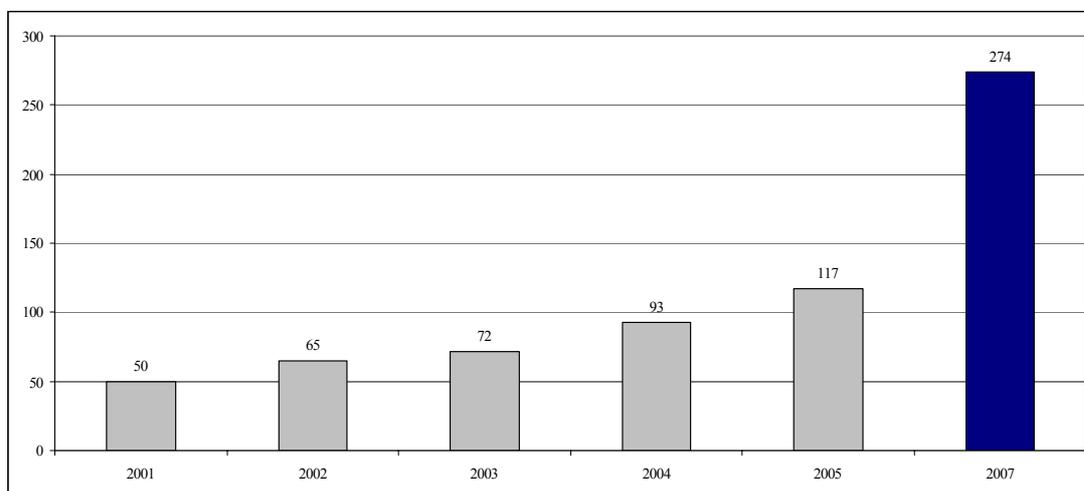


Abbildung 22: Zahl der im deutschsprachigen Raum zugelassenen SRI Fondsprodukte
Quelle: Imug (2009) und Sustainable Business Institute (2008)

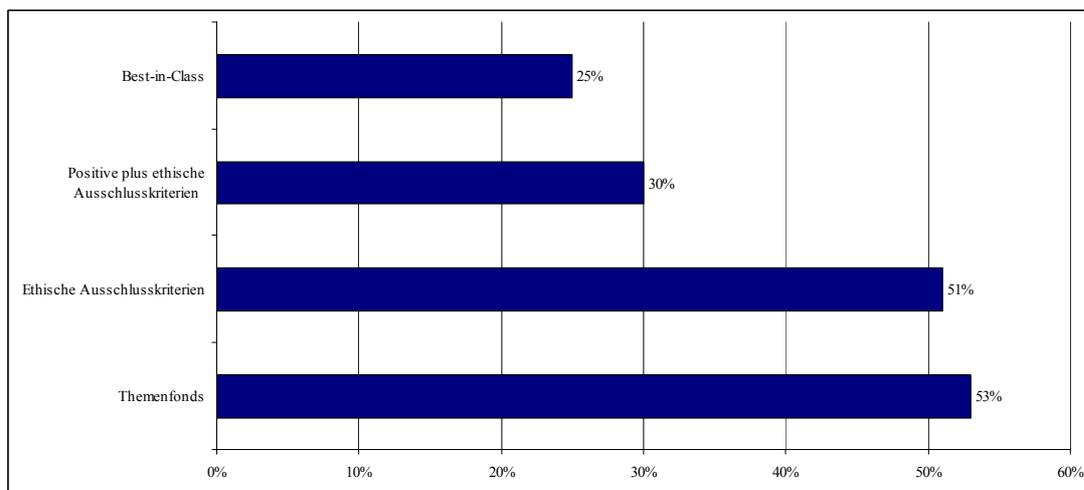


Abbildung 23: Nachhaltige Anlagestrategien deutscher Anbieter*
Quelle: Forum Nachhaltige Geldanlagen (2008), S. 15. * Dabei ist zu beachten, dass mehrere Strategien miteinander kombiniert werden können und die Summe daher nicht 100 Prozent ergibt.

Anhang 7: Zusammenfassung der Ergebnisse

Aspekte	Sub-Aspekte	Nachhaltige Anlagestrategien			Bemerkungen
		Best-in-Class	Positivselektion	Negativselektion	
Sicherheit	Keine spekulativen Geldanlagen	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Langfristiger Anlagehorizont
	Diversifikation	✓	✓ / -*	✓ / -**	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EF Kriterien sind normale Selektionskriterien * Evtl. Klumpenrisiken durch Positivkriterien ** Diversifikationsverlust durch Ausschluss von Branchen ▪ Umfang und Gestaltung des Kriterienkataloges ist entscheidend
	Vermeidung von Risiken	✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Risikooptimierung durch die Vermeidung ökologischer und sozialer Risiken
Rendite		✓	✓	✓	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kein Renditeverzicht durch nachhaltige Geldanlagen ▪ Evtl. Renditeoptimierung durch den Informations- und Antizipationseffekt bzw. Effekt der positiven Auswahl
Vermeidung von Zielkonflikten		-	-	✓*	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nur gepaart mit entsprechendem Finanzgewicht wirksam * Kriterienkatalog darf aus Kosten- und Diversifikationsgründen nicht zu lang sein
Erhöhung der Effizienz durch Synergieeffekte		✓	✓*	✓*	<ul style="list-style-type: none"> * Nur gepaart mit entsprechendem Finanzgewicht wirksam

-✓: Der Aspekt ist gegeben
 -: Der Aspekt ist gefährdet

Tabelle 4: Zusammenfassung der Ergebnisse
 Quelle: eigene Darstellung

Literaturverzeichnis

- Alliance Magazine (2007):** Turn and turn about from Gates Foundation on investments. In: Alliance Magazine. Vol. 12. Nr. 1.
- Alliance Magazine (2008):** Italian foundations launch own asset management company. Online im Internet: <http://www.alliancemagazine.org/node/1706> am 15.03.2009.
- Anheier, Helmut K. (2003):** Das Stiftungswesen in Zahlen: Eine sozial-ökonomische Strukturbeschreibung deutscher Stiftungen. In: **Bertelsmann Stiftung (Hrsg.):** Handbuch Stiftungen, : Ziele - Projekte - Management - rechtliche Gestaltung. Wiesbaden: Gabler.
- Anheier, Helmut/Leat, Diana (2006):** Creative Philanthropy. Toward a new philanthropy for the twenty-first century. New York: Routledge.
- Beike, Rolf / Schlütz, Johannes (2005):** Finanznachrichten lesen - verstehen – nutzen. Düsseldorf: Schäffer-Poeschel Verlag.
- Bertelsmann-Stiftung (2003):** Handbuch Stiftungen: Ziele – Projekte – Management – rechtliche Gestaltung. Wiesbaden: Gabler.
- Böckel, Martin (2006):** Unabhängige Bürgerstiftungen, Wesen, Entstehung und Wirken im kommunalen Umfeld. Hamburg: Kovac.
- Brockhoff, Klaus (2002):** Optimierung der Vermögensanlage einer Stiftung. In: **Kötz, Hein/ Rawert, Peter/ Schmidt, Karsten/ Walz, Rainer (Hrsg.):** Non Profit Law Yearbook 2002, Köln: Heymanns Verlag.
- Carstensen, Carsten (2005):** Vorgaben für die Vermögensverwaltung der Stiftung nach Gesetz, Satzung und Rechtssprechung. In: Zeitschrift zum Stiftungswesen. H. 04-05/ 2005.
- Cornfeld, Bernie/ Lynch, Peter (2005):** Investmentfonds. In: **Beike, Rolf/ Schlütz, Johannes (Hrsg.):** Finanznachrichten. Lesen, verstehen, nutzen. Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verl.
- Emerson, Jed (2002):** A Capital Idea: Total Foundation Asset Management and The Unified Investment Strategy. Online im Internet: <http://www.blendedvalue.org/media/pdf-capital-idea.pdf> am 11.05.2009.
- Emerson, Jed (2004):** The Investor`s Toolkit, Generating Multiple Returns Through A Unified Investment Strategy. Online im Internet: <http://www.blendedvalue.org/media/pdf-investors-toolkit.pdf> am 11.05.2009.
- Ernst & Young Ernst & Young AG (2003):** Stiftungen : wirtschaftliche und rechtliche Aspekte unterschiedlicher Stiftungsformen in Deutschland. Stuttgart : Ernst und Young.
- Eurosif (2008):** European SRI Transparency Guidelines. Online im Internet: http://eurosif.org/publications/european_sri_transparency_guidelines am 27.04.2009
- Fiala, Johannes/ Stenger, Peter (2005):** Geldanlagen für Stiftungen und Stifter: Grundlagen, Instrumente, Optimierung. Köln : Bundesanzeiger-Verl.
- Fischer, Thomas R./ Sander, Sascha (2005):** Die Verwaltung des Stiftungsvermögens.
- Strachwitz, Rupert/ Mercker Florian (Hrsg.):** Stiftungen in Theorie, Recht und Praxis. Handbuch für ein modernes Stiftungswesen. Berlin : Duncker und Humblot.
- Forum Nachhaltige Geldanlagen (2008):** Statusbericht nachhaltiger Anlagemarkt 2008, Deutschland, Österreich, Schweiz. Online im Internet: http://www.forum-ng.de/upload/pdf/Interne_Studien/Statusbericht_FNG_2008.pdf am 20.04.2009.
- Foundation Strategie Group (2007):** Aggregating Impact: A Funder`s Guide to Mission Investment Intermediaries. Online im Internet: www.fsg-impact.org am 12.04.2009.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (2007):** Um Gates Willen! Online im Internet: <http://www.faz.net/s/RubCF3AEB154CE64960822FA5429A182360/Doc~EE9026A1C5A2547A480706E1EB16A84CE~ATpl~Ecommon~Scontent.html> am 20.04.2009.
- Frances, Nic (2008):** The End of Charity. Melbourne: Allen & Unwin.
- Fritz, Stefan (2008):** Das Stiftungsvermögen und seine Anlage. In: **Werner, Olaf/ Saenger, Ingo (Hrsg.):** Sie Stiftung. Recht, Steuern, Wirtschaft. Stiftungsrecht. Berlin: Berliner Wirtschafts Verlag.
- Gabriel K. (2007):** Nachhaltigkeit am Finanzmarkt, Mit ökologisch und sozial verantwortlichen Geldanlagen die Wirtschaft gestalten. München: Oekom Verlag.

Heissmann GmbH (2005): Heissmann Stiftungs-Studie 2005. Planung, Anlage und Kontrolle von Stiftungsvermögen bei deutschen Stiftungen. Wiesbaden: Heissmann GmbH.

Hendriz, Garaz/Volk, Claudia/Gilles, Martin (2002): More gain than pain. SRI: Sustainability pays off. Düsseldorf: WestLB Panmure.

Henß, Olaf (2004): Die Krise als Chance, Empfehlung zur Struktur des liquiden Stiftungsvermögens. In: Zeitschrift zum Stiftungswesen. H. 04/2004.

Hoffmann, Johannes (2002): Ethische und ökologische Kriterien bei der Aktienauswahl. Der Frankfurt-Hohenheimer-Leitfaden und seine Umsetzung im Corporate Responsibility Rating; in:

Rosen, R. von (Hrsg): Ethisch orientierte Aktienanlage. Nische oder Wachstumsmarkt?, Reihe: Studien des deutschen Aktieninstituts, Bd. 18, Frankfurt/Main, S. 50-71.

Hus, Christoph (2006): Schmale Renditen gefährden Stiftungsprojekte, In: Financial Times Deutschland- Sonderbeilage: Stiftungen, vom 10.05.2006, S. A3.

Hübl, Lothar/ Dreyer, Matthias (2005): Vermögensanlage und Vermögensmanagement von Stiftungen, Diskussionspapier Nr. 325. Online im Internet: <http://www.wiwi.uni-hannover.de/Forschung/Diskussionspapiere/dp-325.pdf> am 30.03.2009.

Hüttemann, Reiner/ Schön, Wolfgang (2007): Vermögensverwaltung und Vermögenserhaltung im Stiftungs- und Gemeinnützigkeitsrecht. Köln ; München : Heymann.

Imug (2009): Nachhaltiges Investment. Aktuelle Zahlen und Vergleiche. Stand 31.10.2007. Online im Internet: http://www.imug.de/pdfs/investment/hp_imug_Marktzahlen_SRI_Oktober_2007.pdf am 27.04.2009.

Innovest Strategic Value Advisors (2007): Intangible Value Assessment Methodology. Präsentation von Perinne Dutronc in Frankfurt am 22.04.2007.

Jesch, Thomas A./ Kreuter, Bernd (2003): Private Equity- Investitionsmöglichkeiten für Stiftungen. In: Zeitschrift zum Stiftungswesen. H. 08/2003.

Kiefer, Regine (2001): Mittelbeschaffung von Stiftungen. In: Rote Seiten. H. 06/ 2001.

Koss, Claus (2003): Vorschriften für die Anlage von Stiftungsvermögen. In: Deutsche Stiftungen. H. 03/2003.

Köszegi, Melinda (2008): Die Enthüllung verborgener Werte. In: Börsen-Zeitung. Ausgabe 38 vom 23.02.2008.

Köszegi, Melinda (2007): Extrafinanzielle Faktoren beeinflussen die Unternehmensperformance. Online im Internet: <http://www.whiteinvestments.de/site/verantwortung.php?id=58> am 20.04.2009.

Lampe, Jürgen (2007): Qualitätssicherung in der Verwaltung von Wertpapiervermögen, Das Spannungsfeld zwischen make or buy. In: Rote Seiten. H. 01/2007.

Markowitz, M. Harry (1952): Portfolio Selektion. In: Journal of Finance. 7. Jg.,

Markowitz, M. Harry (1959): Portfolio Selection Efficient Diversification of Investments. New York: John Wiley & Sons.

Mecking, Christoph (2005): Stiftungslandschaft in Deutschland, Das aktuelle Erscheinungsbild der deutschen Stiftungen. In: Rote Seiten. H. 02/ 2005.

nef, The New Economic Foundation (2008): Mission Possible. Emerging opportunities for mission-connected investment. Online im Internet: <http://www.neweconomics.org/gen/uploads/nf5d3krq222ykpyszg2wi5529052008150616.pdf> am 27.04.2009.

Oekom Research (2009): Qualitätsstandard für Nachhaltigkeitsresearch: imug und oekom research zertifiziert. Online im Internet: http://www.oekom-research.com/index.php?content=news_20090330110841 am 20.04.2009.

Peiniger, Gunhild (2003): Stiftungsorgane zwischen Führung und Pflichtverletzung. In: Deutsche Stiftungen. H. 03/2003.

Pinner, Wolfgang (2003): Ethische Investments. 1. Aufl. Wiesbaden: Gabler Verlag.

Pinner, Wolfgang (2008): Nachhaltig investieren & gewinnen, Profitieren vom ökologischen Megatrend. Wien: Linde Verlag.

Porter, Michael E./ Kramer, Mark R. (1999): Philanthropy's New Agenda: Creating Value. In: Harvard Business Review, November-December 1999.

Riedel, Silke (2009): Der Wahrheit auf der Spur. Ratingagenturen. In: Politische Ökologie. 26 Jg., H.112-113/2008. München: Oekom Verlag.

- Rudolf, Frank/ Drabe, Kai (2003):** Die Verwaltung vom Stiftungsvermögen durch Vorstand und Vermögensverwalter. In: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht. 24. Jg., vom 12. 12. 2003.
- Sandberg, Berit (2005):** Stand und Perspektiven des Stiftungsmanagement in Deutschland. Eine empirische Studie zur betriebswirtschaftlichen Orientierung von Stiftungen. In: Maecenata Actuell. Nr. 55.
- Schäfer Henry (2002):** Portfolioselktion und Anlagepolitik mittels Ethik-Filtern, Ein Überblick zum Stand der empirischen Kapitalmarktforschung. In: Kredit und Kapital. 35. Jg., H. 1.
- Schäfer, Henry (2003a):** Das Anlageverhalten deutscher Stiftungen und ihre Bereitschaft zu ethisch geleiteter Kapitalanlage. In: Meacenata Actuell, Nr. 41.
- Schäfer, Henry (2003b):** Nichtfinanzielle Determinanten im Anlageverhalten deutscher Stiftungen, Ergebnisse einer empirischen Studie. In: Sparkasse, Manager-Magazin für die Sparkassen-Finanzgruppe. 120. Jg., H. 7.
- Schindler, Ambros (2003):** Vermögensanlage von Stiftungen im Zielkonflikt zwischen Rendite, Risiko und Erhaltung der Leistungskraft. In: Der Betrieb. 56 Jg., H. 6. vom 7.2.2003.
- Schlagnitweit, Markus (2008):** Was bringt's? In: Politische Ökologie. 26 Jg., H.112-113/2008. München: Oekom Verlag.
- Schnell, Christian (2008):** Anleger erhalten mehr Fakten. Online im Internet: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/anleger-erhalten-mehr-fakten;1403254> am 20.04.2009.
- Schoenheit, Ingo (2005):** Markttransparenz im Socially Responsible Investment, Konsequenzen für eine nachhaltige Erwachsenenbildung. Frankfurt am Mail: Peter Lang Verlag.
- Strachwitz, Rupert (1994):** Stiftungen: nutzen, führen und errichten; ein Handbuch. Frankfurt am Main; New York: Campus-Verl.
- Schulz, Christoph (2003):** Vermögensanlage im Spannungsfeld von Postulaten. In: Deutsche Stiftungen. H. 03/2003.
- Sustainable Business Institute (2008):** Marktentwicklung Nachhaltige Publikumsfonds 2008. Online im Internet: <http://www.nachhaltiges-investment.org/> am 20.04.2009.
- Timmer, Karsten (2004):** Nachhaltige Anlage- und Investitionsprodukte für Stiftungen. Referat an der Fachtagung „Stiftungen und Nachhaltiges Investment“ am 23. September 2004.
- Umweltbundesamt (Hrsg.) (2001):** Neue Impulse durch ökologische Geldanlagen. Bericht zum Umweltnutzen von ökologischen Geldanlagen; Forschungsbericht 299 14 168, Text 36/01, Berlin.
- Wachter, Thomas (2002):** Rechtliche fragen bei der Anlage von Stiftungsvermögen. In: Rote Seiten. H. 06/ 200.
- Weber, Jörg (2001):** Zukunftssicher anlegen, Ein Ratgeber für Nachhaltigkeits- und Umweltfonds. München: Ökom Verlag.
- White Investments (2008):** Erwartungen hinsichtlich nachhaltiger Geldanlagen. Referat auf der Plansecur Anlegermesse in Kassel, Folie 4-5.
- Wigand, Klaus (2007):** Stiftungen in der Praxis : Recht, Steuern, Beratung. Wiesbaden : Gabler.

Reihe Opuscula (Auszug)

Kostenfreier Download unter <http://www.opuscula.maecenata.eu>

2005	Nr.16	Spendensendungen und Spendenabwicklungspraxis der öffentlich-rechtlichen Rundfunkanstalten in Deutschland <i>Christoph Müllerleile</i>
	Nr.17	Die größten deutschen Stiftungen. Ergebnisse einer Stiftungsrecherche <i>Thomas Ebermann, Rainer Sprengel</i>
	Nr.18	Strategische Philanthropie Die Umsetzung des Stiftungszwecks durch eine Großstiftung am Beispiel der Fondazione Cariplo <i>Philipp Hoelscher</i>
	Nr.19	Organisationen der Zivilgesellschaft und ihre Besteuerung Vorschlag für eine grundlegende Reform des Gemeinnützigkeits- und Spendenrechts
2006	Nr.20	Die Stiftung als Schulträgerin Eine Untersuchung zur Möglichkeit der Trägerschaft kirchlicher Schulen durch Stiftungen am Beispiel Nordrhein-Westfalen <i>Stefan Sieprath</i>
	Nr.21	Der lange Weg der sozialen Innovation – Wie Stiftungen zum sozialen Wandel im Feld der Bildungs- und Sozialpolitik beitragen können - Eine Fallstudie zur Innovationskraft der Freudenberg Stiftung The long march of social innovation – How charitable foundations can contribute towards social change in the fields of educational and social policy - A case study on the innovative vigor of the Freudenberg Foundation <i>Pia Gerber</i>
2007	Nr.22	Reformansätze im Bereich der gemeinnützigen Stiftungen in Deutschland Eine steuerrechtliche Analyse <i>Vroni Kortz</i>
2008	Nr.23	Die Stiftungsgabe - Beobachtung eines Reziprozitätskreislaufs <i>Hans Christoph Kahler</i>
	Nr.24	Deutsche Stiftungen als ‚Venture Philanthropists‘? <i>Sira Saccani</i>
	Nr.25	Veranstaltungsreihe „Bürgerkommune und Zivilgesellschaft“ Protokolle
	Nr.26	Stiftungen als Instrument staatlicher Kulturförderung am Beispiel Niedersachsen Analyse der Positionierung der niedersächsischen Landeskulturstiftungen als Instrument staatlicher Kulturförderung im Kontext der Kulturpolitik der 15. niedersächsischen Wahlperiode <i>Christopher Vorwerk</i>
	Nr.27	Zivilgesellschaftspolitik <i>Rolf Berndt, Peer Steinbrück, Rupert Graf Strachwitz, Benjamin Gidron, Robert Nef</i>
	Nr.28	Zivilgesellschaft, Trialog, Integration <i>Eva Maria Hinterhuber</i>
	Nr.29	Stiftungen und ihr Beitrag zu gesellschaftlichen Veränderungsprozessen Drei Beispiele <i>Jennifer Andres, Vanessa Krieg und Ronny Studzinski</i>
	Nr.30	Die Kultur des Stiftens – reaktualisiert und angewendet auf aktuelle Stiftungsdiskurse. <i>Melanie Waschetzko</i>
	Nr.31	Protokoll des Workshops Bürgerengagement und Stadtentwicklung. Strukturen und Bedarfe. <i>Maecenata Institut</i>
2009	Nr.32	Effizienzuntersuchung gemeinnütziger Stiftungen Ein internationaler Vergleich aus Managementperspektive <i>Janna Lena Förschner</i>
	Nr.33	Die Einnahmequellen des 3. Sektors in Ungarn <i>Kata Imre, Mariusz Rybak und Szabina Nemes</i>
	Nr.34	Das Konzept „Social Franchising“ Die systematische Verbreitung von gemeinnützigen Projekten <i>Christian Schreier</i>