

Möglichkeiten und Hindernisse einer satzungszweckorientierten Vermögensverwaltung im deutschen Stiftungssektor

Universität Hamburg

Fakultät Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Dissertation

Zur Erlangung der Würde eines Doktors der

Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

„Dr. rer. pol.“

(gemäß der PromO vom 24. August 2010)

vorgelegt von

Adrian Fuchs

aus München

Hamburg, den 8. März 2017

Vorsitzende: Prof. Dr. Lucia Bellora-Bienengräber

Erstgutachterin: Prof. Dr. Barbara Scheck

Zweitgutachter: Prof. Dr. Alexander Bassen

Datum der Disputation: Mittwoch, der 4. Mai 2016

Vorwort

Frau Prof. Dr. Scheck danke ich sehr herzlich für die engagierte Betreuung meiner Arbeit. Ihre freundliche Unterstützung meiner wissenschaftlichen Arbeit, ihre ständige Bereitschaft zu fachlichen Diskussionen und außerfachlichen Gesprächen mit vielen wertvollen Ratschlägen und konstruktiven Anregungen sowie ihr unentwegter Eifer auf dem Gebiet der sozialen Investitionen haben maßgeblich zur Realisierung dieser Arbeit beigetragen.

Ein besonderer Dank gilt Prof. Dr. Bassen für seine freundliche Bereitschaft zur Übernahme der Zweitkorrektur. Meinen Professoren und Kommilitonen am Centrum für Soziale Investitionen und Innovationen der Universität Heidelberg danke ich für die herzliche zeitweilige Aufnahme in ihren Reihen und die anregenden fachlichen sowie persönlichen Diskussionen.

Meinen Eltern für die Vermittlung eines Wertesystems, ohne welches ich nicht bis hierher gegangen wäre, sowie für den Hafen, den sie bedingungslos und jederzeit gerne gewähren. Ihre uneingeschränkte Förderung meiner Ausbildung und die liebevolle Unterstützung der gesamten Familie hat die Anfertigung der vorliegenden Arbeit erst ermöglicht.

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	VIII
Tabellenverzeichnis	IX
Abkürzungsverzeichnis	X
1. Einleitung: Der Forschungszweck – Ziele und Methodik	12
1.1. Einführung.....	12
1.2. Aktuelle Relevanz der Thematik.....	13
1.3. Zielsetzung und Vorgehensweise.....	16
2. Theoretisches Hintergrundwissen	19
2.1. Einführung.....	19
2.2. Grundlagen des Stiftungswesens.....	20
2.2.1. Die Stiftung und ihr Zweck.....	20
2.2.2. Terminologie des Stiftungsvermögens	21
2.3. Grundlagen aus nachhaltigen Geldanlage.....	23
2.3.1. Social Responsible Investing im historischen Kontext und heute.....	23
2.3.2. Die Wechselbeziehung von SRI und Mission Investing	26
2.4. Zusammenfassung.....	32
3. Impulsgeber des Wandels – Identifikation und Relevanz.....	34
3.1. Einführung.....	34
3.2. Erklärungsansätze für Stiftungs-internen Wandel.....	35
3.2.1. Die Rolle der Stifteridentität.....	35
3.2.2. Über das Bestreben, Bindungen aufzubauen	36
3.2.3. Die Next Generation des Stiftungssektors	38
3.2.4. Vom Moralischen Imperativ der Stiftungsarbeit	38
3.2.5. Die Stiftung – zwischen Tradition und Innovation	42
3.3. Erklärungsansätze für extern motivierte Triebkräfte des Wandel	43
3.3.1. Die Stiftung im Kontext der Finanzkrise.....	43

3.3.2.	Der Wandel hin zu einem neuen Wirtschaftsmodell	44
3.3.3.	Unsichere öffentliche Finanzierung	50
3.3.4.	SRI: Wachstumsmöglichkeiten und Synergieeffekte.....	51
3.4.	Zusammenfassung.....	52
4.	Vom klassischen zum zweckbezogenen Portfoliomanagement	54
4.1.	Einführung.....	54
4.2.	Grundsätze der Vermögensverwaltung	55
4.3.	Stiftungsmanagement – ökonomische und juristische Vorgaben.....	58
4.3.1.	Rahmenbedingungen nach dem Stiftungsgesetz	59
4.3.2.	Rahmenbedingungen nach dem Steuergesetz.....	69
4.3.3.	Satzungsbedingte Rahmenbedingungen.....	74
4.3.1.	Resultierende ökonomische Rahmenbedingungen	75
4.4.	Die Vermögensverwaltung von Stiftungen.....	78
4.4.1.	Das klassische Zielsystem	78
4.4.2.	Perspektivenwechsel hin zu einem zweckbezogenem Zielsystem.....	82
4.5.	Zusammenfassung.....	85
5.	Die Instrumente des Mission Investing.....	87
5.1.	Einführung.....	87
5.2.	Negative und positive Screening-Techniken.....	89
5.2.1.	Motivation und Ausarbeitungsprozess	89
5.2.2.	Negative Screens: Funktionsweise und Folgen	91
5.2.3.	Positive Screens	94
5.2.4.	Screens – Folgen und Herausforderungen.....	98
5.2.5.	Die finanzielle Performance gescreenter Portfolios	116
5.3.	Aktives Aktionärstum und Shareholder Engagement.....	129
5.3.1.	Definition, Einordnung und Funktionsweise.....	129
5.3.2.	Eine historische Einordnung.....	133
5.3.3.	Die Situation in Deutschland	135
5.3.4.	Shareholder Engagement – Definition und Motivation	137

5.3.5.	Engagement – populäre Praktiken im Überblick	138
5.3.6.	Engagement – Folgen und Herausforderungen.....	143
5.4.	Impact Investment im deutschen Stiftungssektor.....	147
5.4.1.	Eine terminologische Einordnung	147
5.4.2.	Impact Investing – Motivation und Szenarien	150
5.4.3.	Ansätze und Prozesse des Impact Investing	153
5.4.4.	Impact Investing für deutsche Stiftungen.....	155
5.5.	Zusammenfassung.....	162
6.	Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren	166
6.1.	Einführung.....	166
6.2.	Die Mission: Stifterwille und Werte	168
6.3.	Die Zielsetzung: Bindende Vorgaben und ordnungsgemäße Ermessensausübung 170	
6.3.1.	Zur Definition eines Zielsystems.....	170
6.3.2.	Kreation von Themenfeldern	172
6.3.3.	Anlageziele des MI-Engagements	173
6.4.	Wahl der zweckbezogenen Investitionsstrategie	177
6.4.1.	Einführung.....	177
6.4.2.	Schritte zur strategischen Vermögensaufteilung.....	177
6.4.3.	Das Kontinuum der Anlagemöglichkeiten	180
6.4.4.	Erstellung einer vereinigten Investmentstrategie	187
6.4.5.	Festlegung der Zuständigkeiten	190
6.4.6.	Identifizierung von Kooperationsgebieten und -Partnern	193
6.5.	Zusammenfassung.....	195
7.	Potentielle Probleme und Risiken des Mission Investing	196
7.1.	Einführung.....	196
7.2.	Kommunikation der Ergebnisse.....	196
7.3.	Einhaltung der treuhänderischen Fürsorgepflicht	198
7.4.	Die MI-Infrastruktur in Deutschland	202

7.5.	Impact-Messung als Hindernis	205
7.5.1.	Wirkung in Zeiten von sozialen Renditen.....	205
7.5.2.	Methoden der Wirkungsmessung	206
7.5.3.	Probleme der Wirkungsmessung.....	209
7.6.	Zusammenfassung.....	212
8.	Schlussbetrachtung.....	213
8.1.	Zusammenfassung.....	213
8.2.	Implikationen für die Praxis	216
8.3.	Kritische Würdigung	218
8.4.	Ausblick.....	220
Anhang	XI
	Anhang 1: Ein Überblick über verbreitete Screens	XI
	Anhang 2: SRI-Studien im Überblick.....	XII
	Anhang 3: Deutsche Zusammenfassung	XI
	Anhang 4: Englische Zusammenfassung	XI
Literaturverzeichnis	XIV

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Die Terminologie des Stiftungsvermögens	21
Abb. 2: Eine Einordnung von MI-Definitionen in den USA und Deutschland (D)	27
Abb. 3: Die traditionelle Teilung der Aufgaben.....	31
Abb. 4: Das Gleichgewicht zwischen finanzieller Rendite und Zweckverwirklichung.....	32
Abb. 5a und b: Vom „magische Dreieck“ zum „magischen Viereck“.....	58
Abb. 6: Einflussgrößen auf das Stiftungsvermögen	77
Abb. 7a und b: Die Wandlung des magischen Dreiecks der Stiftungsvermögensanlage.....	80
Abb. 8: Die „magischen Pyramide“ einer wirkungsorientierten Geldanlage.....	83
Abb. 9: Stiftungen: Vom „Magischen Dreieck“ zum „Magischen Viereck“	84
Abb. 10: Die Investmentansätze des Mission Investing	89
Abb. 11: Die unterschiedlichen Screening-Ansätze	90
Abb. 12: Das Wachstum von negativem Screening in Deutschland.....	92
Abb. 13: Auswirkungen des negativen Screening-Prozesses auf das Anlageuniversum	93
Abb. 14: Der Prozess des Positiven Screenings.....	95
Abb. 15: Auswirkungen der Diversifikation auf das Portfoliorisiko.....	100
Abb. 16: Risiko und Ertrag nach dem CAPM	103
Abb. 17: Das Rendite-Risiko-Profil eines Portefolios mit mehreren Titeln	104
Abb. 18: Segmentierung des Marktes durch SRI	105
Abb. 19: Die Verschiebung der Effizienzlinie	117
Abb. 20: Das Verhältnis von Screening-Intensität zur Performance.....	126
Abb. 21: Der Einfluss von SRI auf die finanzielle Performance.....	128
Abb. 22: Engagement: der aktive Ansatz der nachhaltigen Geldanlage.....	129
Abb. 23: Das Entscheidungsmodell des kritischen Aktionärs.....	131
Abb. 24: Die Nutzung von Engagement-Praktiken in Europa.....	133
Abb. 25: Tagesordnungspunkte, die häufig auf Widerstand stoßen.....	141
Abb. 26: Möglichkeiten des Impact Investments für Stiftungen	148
Abb. 27: Das Nominalwachstum eines konventionellen und PRI-Portfolios im Vergleich....	151
Abb. 28: Gewinnabhängige vs. erfolgsabhängige Finanzierungsinstrumente	155
Abb. 29: Aktuelle Impact-Investing-Optionen für Deutsche Stiftungen	160
Abb. 30: Strategien als hierarchisches Konstrukt.....	167
Abb. 31: Top-down-Ansatz bei der Asset Allokation	179
Abb. 32: Eine grobe Einteilung des Spektrums an Anlagemöglichkeiten	180
Abb. 33: Die Vermischung von traditionellen und philanthropischen Anlagezielen.....	181
Abb. 34: Die Teilung des MI-Anlagespektrums der Stiftung.....	182

Abb. 35: Das Anlagespektrum einer Stiftung	183
Abb. 36: Die MI-Instrumente im Anlagespektrum.....	184
Abb. 37: Das Kontinuum an Asset-Klassen nach der F.B. Heron Foundation	185
Abb. 38: Die Assetklassen F.B. Heron Foundation und	186
Abb. 39: Mehrwertmaximierung durch die „vereinigte Rendite“	188
Abb. 40: Die Wirkungskette der IOOI-Methode.....	207

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Übersicht der Landesstiftungsgesetze	63
Tabelle 2: Positive und negative Screening-Beispiele.....	XII
Tabelle 3: Liste der untersuchten SRI-Studien	XVI

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AEAO	Anwendungserlass zur Abgabenordnung
AGTAF	Alcohol, Gambling, Tobacco, Armaments & Firearms, Adult Entertainment
AktG	Aktiengesetz
Anm.	Anmerkung
AO	Abgabenordnung
Art.	Artikel
AUM	Assets under Management
Az.	Aktenzeichen
BayStG	Bayerisches Stiftungsgesetz
BDVS	Bundesverband Deutscher Stiftungen
BGB	Bundesgesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BremStiftG	Bremisches Stiftungsgesetz
CSR	Corporate Social Responsibility
DStR	Deutsches Steuerrecht
Dt.	Deutsch
e.V.	Eingetragener Verein
Ebd.	ebenda
engl.	englisch
ErbSTG	Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuergesetz
et al.	und andere
f.	folgende
ff.	fortfolgende
Fn.	Fußnote
FUM	Funds under Management
GenG	Genossenschaftsgesetz
GewStG	Gewerbsteuergesetz
gGmbH	Gemeinnützige GmbH
gUG	Gemeinnützige Unternehmergesellschaft
HamStiftG	Hamburgisches Stiftungsgesetz
HessStiftG	Hessisches Stiftungsgesetz
HGB	Handelsgesetzbuch

Hrsg.	Herausgeber
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LStiftG	Landesstiftungsgesetze
MI	Mission Investing
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarde
NPO	Nonprofit-Organisation
Nr.	Nummer
NStiftG	Niedersächsisches Stiftungsgesetz
Rn.	Randnummer
Rz.	Randziffer
S.	Satz (bei Paragraphen), sonst Seite
SaarStiftG	Saarländisches Stiftungsgesetz
SächsStiftG	Sächsische Stiftungsgesetz
SRI	Socially Responsible Investing
SROI	Social Return on Investment
StGB	Strafgesetzbuch
StiftG	Stiftungsgesetz
StiftGBaWü	Stiftungsgesetz für Baden-Württemberg
StiftGBbg	Stiftungsgesetz für das Land Brandenburg
StiftGBln	Berliner Stiftungsgesetz
StiftgGSW	Stiftungsgesetz für Schleswig-Holstein
StiftGM-V	Stiftungsgesetz des Landes Mecklenburg-Vorpommern
StiftGNRW	Stiftungsgesetz für das Land Nordrhein-Westfalen
StiftGRP	Landesstiftungsgesetz (für Rheinland Pfalz)
StiftGSA	Stiftungsgesetz für Sachsen-Anhalt
Tab.	Tabelle
ThürStiftG	Thüringisches Stiftungsgesetz
Verf.	Verfasser
vgl.	vergleiche
z. B.	zum Beispiel

1. Einleitung: Der Forschungszweck – Ziele und Methodik

1.1. Einführung

Jede Investition wirkt auf ihr Umfeld – positiv oder negativ. Eine Stiftung, welche den Zweck verfolgt, den Weltfrieden zu fördern, und dabei gleichzeitig ihr Stiftungskapital in Waffengeschäfte investiert, muss sich der Frage stellen, ob die Wirkung ihrer Investitionen nicht dem Stiftungszweck zuwider läuft. Diese Skepsis gegenüber der Umsetzung der Stiftungstätigkeiten musste die Bill & Melinda Gates Foundation nach einem im Jahre 2007 veröffentlichten Bericht der *Los Angeles Times* schmerzlich erfahren. Der Artikel thematisierte, dass die Gates Stiftung ihr Geld in Unternehmen investiert hatte, deren Tätigkeiten dem Stiftungszweck zuwiderlaufen.² Seitdem steht das Thema des Mission Investing (MI) – zweckbezogenes Anlageverhalten – in der Diskussion. Bei dieser Art der Wertanlage ist die Stiftung darauf bedacht, ihr Stiftungsvermögen im Einklang mit ihrem Stiftungszweck anzulegen. Das Ziel sollte dabei die Wirkungssteigerung der Stiftung im Ganzen, das heißt, sowohl aus ihren Förder- als auch aus ihren Anlage-Aktivitäten, sein.³

Eine häufige Prämisse lautet, dass MI sich auf jede Form der Anlage bezieht, bei welcher die soziale Rendite im Vordergrund steht. Zudem scheint die Meinung weitverbreitet zu sein, dass, wenn eine Investition zur Erfüllung des Stiftungszwecks beiträgt, dies zwangsläufig Einschnitte bei der Rendite bedeutet. Die vorliegende Arbeit führt dieses Argument weiter aus, erläutert divergente Positionen und nimmt eine Einordnung vor. Das Aufkommen der MI-Thematik geht einher mit einer steigenden öffentlichen Wahrnehmung in Bezug auf das Thema „Impact Investing“. Bei dieser Art der Anlage ist zusätzlich zu den Renditeerwartungen von Investitionen deren Sozial- sowie Umweltwirkungspotenzial für die Investoren von Belang.⁴

Diese beiden relativ jungen Konzepte des MI und des Impact Investing haben eines gemeinsam: Beide sind bemüht, die in der Finanzwelt vorherrschende Dichotomie zwischen gewinnbringenden Investitionen auf der einen und Gemeinnützigkeit auf der anderen Seite nicht nur in Frage zu stellen, sondern auch zu brechen. Einer der ersten, der diese scharfe

¹ Porter und Kramer (1999), S. 122.

² Vgl. Piller et al. (2007), S. 1f.

³ Vgl. Weber (2011), S. 76.

⁴ Im Englischen hat sich der Begriff „Impact“ in diesem Kontext etabliert, um die sozialen und ökologischen Auswirkungen sowie den Einfluss von Investitionen besser beschreiben zu können. Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 8.

Abtrennung beschrieb und ihr einen Namen gab, war Jed Emerson.⁵ Er schuf den Begriff des „Blended Values“ – des vermengten oder vermischten Wertes – um die Kombination von renditeausgerichteten Investitionen und Philanthropie besser beschreiben zu können.⁶ Das Hauptziel einer jeden Stiftung, die die Wirkung auf ihr Umfeld zu maximieren gedenkt, sollte, nach Ansicht der Befürworter von Emersons Konzept, diese Verknüpfung sein. Nichtsdestotrotz sehen viele die Aufgabe der Vermögensverwalter von Stiftungen ausschließlich darin, sich auf die Maximierung der Rendite zu konzentrieren, um damit schlussendlich Fördergelder auszahlen zu können. Wie Monica Harrington, eine der führenden Strateginnen der Gates Foundation, erklärt: „Vermögensverwalter haben nur ein Ziel: Rendite“.⁷ Kritiker dieser renditeausgerichteten Philosophie monieren, dass Stiftungen mehr leisten sollten als beispielsweise ein Private Equity Fond, der seine Einkünfte für karitative Zwecke ausgibt. Stiftungen haben demnach eine moralische Verpflichtung, die Konsequenzen ihrer Investitionstätigkeiten zu erörtern. Diesen und weiteren Fragen nach der Sinn- und Rechtmäßigkeit der satzungszweckorientierten Geldanlage wird sich diese Arbeit widmen.

Bisher haben zur Herangehens- und konkreten Umsetzungsweise von MI vor allem US-amerikanische Stiftungen Handbücher herausgegeben.⁸ Diese Handbücher liefern vorrangig praktische Hinweise und Erfahrungsberichte und sollen durch diese theoretische Arbeit für den deutschen Stiftungsmarkt aufgearbeitet werden. Dem abstrakten Bestreben von deutschen Stiftungen nach mehr gesellschaftlicher Wirkung, welche nicht nur durch die Ausschüttung von Mitteln generiert wird, versucht dieses Manuskript somit eine wissenschaftliche Basis zu liefern.

1.2. Aktuelle Relevanz der Thematik

Heutige Stiftungen entwickelten sich aus Vermögensmassen, die seit Jahrhunderten fromme und seit geraumer Zeit auch gemeinnützige Zwecke zu verfolgen versuchen.⁹ Der Begriff Stiftung wird als Überbegriff für eine Vielzahl von Rechtsformen, wie beispielsweise die Stiftungs-GmbH, der Stiftungsverein oder die rechtsfähigen Stiftungen des bürgerlichen Rechts, verstanden.¹⁰ Diese Arbeit wird sich jedoch auf die rechtsfähige, öffentliche Stiftung des bürgerlichen Rechts konzentrieren. Als diese Art von Stiftungen wurden rechtsfähige Organisationen definiert, die mit ihrem Vermögen einen in ihrer Satzung festgelegten Zweck

⁵ Emerson ist einer der führenden amerikanischen Köpfe zu diesem Thema und zurzeit unter anderem Senior Fellow am Centrum für Soziale Investitionen und Innovationen der Universität Heidelberg.

⁶ Vgl. Emerson (2003a), S. 35ff.

⁷ Piller et al. (2007), S. 1.

⁸ Siehe u.a.: Cooch et al. (2007), Godeke und Bauer (2008) und Swack et al. (2007).

⁹ Vgl. Pues und Scheerbarth (2008), S. 1.

¹⁰ Vgl. BVDS (2013e), S. 1.

verfolgen.¹¹ Diese klassische Art der Stiftung verfügt über ein Vermögen, welches auf eine Art und Weise angelegt ist, dass die generierten Erträge dazu benutzt werden können, den Stiftungszweck zu verfolgen. Aufgrund der Tatsache, dass das Stiftungsvermögen zu den unentbehrlichen Grundlagen einer jeden Stiftung zählt, werden an die Verwaltung dieses Vermögens besondere gesetzliche Ansprüche gestellt.¹²

Innerhalb dieser, vom Gesetzgeber definierten rechtlichen Rahmenbedingungen herrschte bis zuletzt eine traditionelle Logik bei der Verwaltung des Stiftungsvermögens vor: Stiftungen, die eine rein renditeausgerichtete Anlagestrategie verfolgen und daher größere Erträge aus ihrer Vermögensverwaltung erzielen, können ihren Stiftungszweck erfolgreicher verfolgen.¹³ Denn die erfolgreiche Anlage des Vermögens ermöglicht es einer Stiftung dementsprechend, mehr Erträge an ihre Destinatäre auszuzahlen. Diese Folgerichtigkeit wurde in den letzten Jahren jedoch durch verschiedene globale Ereignisse erschüttert und hat deutliche Spuren in den Anlagestrategien von Stiftungen hinterlassen.¹⁴ Die letzte Krise an den weltweiten Finanzmärkten und ihre Folgen sind für die Zukunft des deutschen Stiftungssektors von nicht unerheblicher Relevanz. Die politischen Folgen der Finanzkrise blieben zwar lange Zeit unklar, schafften es aber schlussendlich, sich weltweit Gehör zu verschaffen. Die Proteste gegen die ungezügelte Dominanz der internationalen Kapitalmärkte und ihrer Eliten verschafften den Ruf nach einer nicht-unternehmerischen Weltanschauung eine nie dagewesene Bühne. Mehr denn je sehen sich nun Unternehmer in der Pflicht, die Verbesserung von ökologischen und sozialen Leistungen nicht mehr nur als Teil einer Marketingkampagne zu betrachten. Diese sozial oder ökologisch motivierten Aktivitäten werden somit zum essentiellen Bestandteil von unternehmerischen Strategien. Sie können dabei helfen, die Produktivität des Unternehmens zu steigern, und erleichtern das Anwerben und Halten von hochkarätigen Mitarbeitern, wodurch der Unternehmenswert gesteigert werden kann.¹⁵

Mit diesem sich wandelnden unternehmerischen Selbstverständnis geht die Verbreitung von ethischen motivierten Wertanlagen einher.¹⁶ Das Anlagevolumen von nachhaltigen Investitionsstrategien in der DACH-Region wuchs binnen einem Jahrzehnt auf mehr als das

¹¹ Vgl. BayObLG, Beschluss v. 25.10.1972, NJW 1973, 249.

¹² Vgl. Wigand (2009), S. 2.

¹³ Monica Harrington, eine der führenden Strategen der Bill und Melinda Gates Stiftung, beschrieb die Arbeit von Stiftungsmitarbeitern folgendermaßen: „Investment Manager haben nur ein Ziel: Rendite“. Vgl. Piller et al. (2007), S. 1.

¹⁴ Vgl. Jaretzke und Redbrake (2009), S. 7.

¹⁵ Vgl. Emerson (2003a), S. 35f.

¹⁶ Als ethisch motivierte Geldanlage werden Investments bezeichnet, die neben den drei klassisch konkurrierenden Zielen der Vermögensverwaltung – der finanziellen Rendite, der Sicherheit und der Liquidität – ebenfalls die ökologischen und sozialen Wertevorstellungen des Investors in Betracht ziehen. Zudem ist eine gesteigerte Akzeptanz des Konzepts des Sozialunternehmens zu beobachten. Vgl. Eurosif (2012), S. 8.

15-fache des ursprünglichen Wertes an.¹⁷ Dieser Trend geht nicht spurlos an Stiftungen vorüber. Seit der Finanzkrise im Jahr 2007 haben vor allem US-amerikanische Stiftungen den Anteil an nachhaltigen Wertanlagen in ihren Portfolios ausgebaut.¹⁸ Auch wenn diese Entwicklung bei Stiftungen jenseits des Atlantiks stattfand, sind diese Werte doch von Relevanz für den deutschen Stiftungsmarkt. Denn bekanntermaßen besitzt der US-amerikanische Stiftungsmarkt aufgrund seiner reinen Größe und Innovationsfreudigkeit und nicht zuletzt des daraus resultierenden Einflusses eine gewisse Vorreiterrolle im weltweiten Stiftungsgefüge.¹⁹

Im Zuge der Finanzkrise sind zudem die Zinsen in Europa auf ein für Stiftungen gefährliches Niveau gefallen. Zweifellos hat sich in den Jahren 2012 bis 2015 das ein oder andere Stiftungsvermögen mit der Hausse an den Börsen erholen können. Jedoch wurden in den Anfängen der Krise vermehrt die Aktienanteile innerhalb der Stiftungsportfolios reduziert und durch risikoärmere, festverzinsliche Positionen ersetzt. Die gestiegenen Kurse der weltweiten Kapitalmärkte konnten das deutsche Stiftungsvermögen daher nicht mehr in dem Maße beeinflussen, wie es zu Beginn der Krise der Fall war.²⁰ Diese Neuausrichtung brachte also einen gravierenden Nachteil mit sich: Die gewohnten Renditen, wie sie vor der Krise erwirtschaftet wurden, können mit den aktuellen Festgeldpositionen nur in den seltensten Fällen erreicht werden. Das Einbrechen der Erträge ist als direkte Folge dieses Strategiewechsels zu sehen.²¹ Diese reduzierten Erträge sind jedoch nur begrenzt in der Lage, gleichzeitig dem Gebot der zeitnahen Mittelverwendung²² und dem Bestandserhaltungsgebot nachzukommen.²³ Es zeichnet sich somit ein düsteres Bild innerhalb der deutschen Stiftungsszene ab. Stiftungen müssen mit einer neuen Ertragssituation zurechtkommen, laufen mit dieser aber Gefahr, durch die Nichteinhaltung des „Gebots der Vermögenserhaltung“ ihren gemeinnützigen Status und damit alle ihre Steuervorteile zu verlieren.²⁴

¹⁷ DACH steht für Deutschland, Österreich, Schweiz. Vgl. FNG (2015), S. 6.

¹⁸ Verschiedenste in den USA durchgeführte Umfragen unter Stiftungen bestätigen diesen Trend. Vgl. US SIF (2014), S. 4.

¹⁹ Strachwitz beschreibt, welchen Einfluss die amerikanischen „foundations“ schon in der Nachkriegszeit auf „die deutsche Stiftungslandschaft“ hatten. Vgl. Strachwitz (2007), S. 114ff. und Adloff (2004), S. 269.

²⁰ Vgl. Sievers (2009), S. 1.

²¹ Vgl. Sievers (2009), S. 2.

²² Unter diesem Gebot versteht man die Pflicht zur satzungsgemäßen Verwendung der Stiftungserträge bis spätestens zwei Jahre nach deren Zufluss. Siehe dazu: § 55 Abs. 1 Nr. 5 AO.

²³ Wie in den Landesstiftungsgesetzen gefordert. Vgl. Tabelle 1: Übersicht der Landesstiftungsgesetze, S. 62.

²⁴ Vgl. Reiche (2012), S. 2f.

Diese Sorge, um den realen Kapitalerhalt sowie um reduzierte Erträge, ist eine der wichtigsten Triebkräfte der deutschen MI-Bewegung.²⁵ Denn wenn Stiftungen anstelle von rein finanziellen Anlagen ihr Geld direkt einsetzen um „Gutes zu tun“, besteht die Möglichkeit, trotz gemäßigter Kapitalerträge sozialen Mehrwert schaffen zu können. Dabei spielt vor allem der Hebel, den diese Anlagestrategie besitzt, indem nicht nur die erwirtschafteten und ausgeschütteten Stiftungserträge, sondern auch das Stiftungsvermögen direkt zur Zweckverwirklichung eingesetzt wird, eine nicht zu unterschätzende Rolle.²⁶ Hieraus resultiert die aktuelle Relevanz der nachhaltigen und insbesondere der zweckbezogenen Geldanlage für Stiftungen. Der Bedarf an einer sich mit dieser Thematik befassenden theoretischen Grundlagenarbeit ist demgemäß gegeben.²⁷

1.3. Zielsetzung und Vorgehensweise

Ziel dieser Dissertation ist es, eine theoretisch-konzeptionelle Grundlagenarbeit zum Konzept des MI zu verfassen. Es gilt zu erläutern, inwieweit eine solche Anlagestrategie in der heutigen deutschen Stiftungslandschaft vor dem Hintergrund der bestehenden rechtlichen, moralischen sowie gesellschaftlichen Hürden von Relevanz ist.

Im Vergleich zur traditionellen Vermögensverwaltung einer Stiftung wirft das MI neue und unerforschte Fragestellungen auf, die es zu beurteilen geht. Diese Abhandlung ist durch die Erkenntnis motiviert, dass die deutsche Stiftungsgemeinde noch erhebliche Zweifel am Sinn sowie an der Wirtschaftlich- und Rechtmäßigkeit von MI hat.²⁸ Daher wird diese Arbeit versuchen, offene Fragen wie die nach der Rendite von MI-Produkten zu beantworten. Mit einer wissenschaftlichen Herangehensweise an diese ökonomische Fragestellung sowie an relevante rechtliche und moralische Problemstellungen erhofft sich diese Untersuchung eine theoretische Basis zu schaffen, auf der eine verbesserte Akzeptanz von MI im deutschen Stiftungssektor aufbauen kann.

Die Intransparenz des deutschen Stiftungsmarktes hat dazu geführt, dass keine Primärerhebung in diesem Promotionsvorhaben durchgeführt werden konnte. Der empirische Forschungsgegenstand mit all seinen Vor- und Nachteilen entfällt für diese Arbeit somit. Vielmehr wird sich meine Arbeit auf das Verstehen und Erklären von bereits vorhandener Literatur und theoretischer Überlegungen stützen und diese, durch eine deduktive Vorgehensweise, zusammenführend auf die Problematik des MI in Deutschland

²⁵ Vgl. Auler und Haerder (2010), S. 1.

²⁶ Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 11.

²⁷ Dabei ist jedoch anzumerken, dass Mission Investing nicht als eigene Anlageklasse, sondern als Thematik gesehen werden soll, die sich in den verschiedenen Anlageklassen wie Darlehen oder Aktien wiederfindet. Vgl. Cooch et al. (2007), S. 11f.

²⁸ Vgl. Then et al. (2012), S. 38ff.

anwenden. Diese Dissertation wird somit dem Trend hin zur statistisch-empirischen Betriebswirtschaftslehre nicht folgen, sondern sieht ihre Aufgabe vielmehr darin, sich der Thematik konzeptionell und somit mit einem verhaltensändernden Anspruch – innerhalb und außerhalb der deutschen Stiftungsszene – zu nähern.²⁹ Der Aufbau der Arbeit orientiert sich hierbei an der chronologischen Reihenfolge jener Prozesse, die Stiftungen bei der Ausübung ihrer Vermögensverwaltung normalerweise durchlaufen.

Als Ausgangspunkt des Forschungsvorhabens dient Kapitel 2, welches versucht, einige Begrifflichkeiten und Hintergründe zu erläutern. Denn die Konzepte, derer sich MI bedient, haben nicht selten mit ökonomischen und rechtlichen Kontroversen zu kämpfen. Eine Erläuterung von grundlegenden Theorien aus diesen wissenschaftlichen Bereichen ist daher von Nöten. Darüber hinaus ist es das Ziel dieses Kapitels aufzuzeigen, weshalb einige der Konzepte der Nachhaltigen Geldanlage nicht immer eindeutig darzulegen und teilweise schwierig voneinander abzugrenzen sind. Durch eine begriffliche Diskussion und mithilfe grafischer Darstellungen wird versucht, diese Konzepte klarer zu differenzieren und demgemäß eine solide gedankliche Basis für das Forschungsvorhaben zu schaffen.

Die Erarbeitung jener Faktoren, die bewirken, dass eine Stiftung das MI-Engagement beginnt, steht im Vordergrund von Kapitel 3. Denn bei der Implementierung einer Mission-Investing-Strategie spielen diverse Triebkräfte eine Rolle, die von rein menschlichen Gesichtspunkten über die Verlockungen der nachhaltigen Geldanlage bis hin zu den gesellschaftlichen Ansprüchen an Stiftungen reichen. Dieses Kapitel nimmt eine Einteilung dieser Triebkräfte in stiftungsinterne und -externe Faktoren vor und skizziert diese Faktoren ausführlich.

Im Mittelpunkt von Kapitel 4 steht die klassische Vermögensverwaltung. Es wird dargelegt, wie sich diese von der nachhaltigen Vermögensverwaltung unterscheidet und welche Besonderheiten für die nachhaltige Vermögensverwaltung von Stiftungen sich daraus ergeben. Des Weiteren wird auf die besonderen Anforderungen an das Stiftungsvermögen, die sich aus den stiftungsrechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen ableiten, eingegangen. Das Kapitel schließt mit einer Betrachtung des Zielsystems der klassischen sowie der stiftungsbezogenen Vermögensanlage.

Ziel von Kapitel 5 ist es, die Leser mit den gängigen MI-Instrumenten und deren Besonderheiten vertraut zu machen. MI-Instrumente und -Maßnahmen variieren im Detail verständlicherweise von Stiftung zu Stiftung und werden u.a. von Faktoren wie der Portfolio-Zusammensetzung und der von einer Stiftung verfolgten MI-Strategie beeinflusst. Dennoch

²⁹ Vgl. Küting et al. (2013), S. 2097f.

wird versucht werden, einen Abriss der gängigen MI-Instrumente zu geben. Diese Instrumente werden in diesem Kapitel dargestellt, erklärt und ihr praktischer Nutzen wird kritisch hinterfragt.

Das hierarchische Konstrukt des klassischen Strategieverständnisses wird in Kapitel 6 als Grundstein für den Aufbau einer MI-Strategie genutzt. Die methodische Abarbeitung der strategischen Teilprozesse und die Anwendung dieses Strategieverständnisses auf die Organisationsform einer Stiftung bildet somit die grundlegende Struktur dieses Kapitels. Ziel ist hierbei die theoretische Heranführung des Lesers an die relevanten Einzelentscheidungen, die für die erfolgreiche Umsetzung einer MI-Strategie gefällt werden müssen.

Es gibt mehrere Gründe, weshalb Stiftungen zögern, SRI und Impact Investing konkret anzuwenden. Einige dieser Probleme können schon allein durch ein besseres Verständnis der Konzepte behoben werden, andere bedürfen einer grundlegenden Erläuterung. Während einige dieser Gründe schon im Zusammenhang mit den dafür relevanten MI-Instrumenten in Kapitel 5 erläutert wurden, befasst sich Kapitel 7 mit jenen Problemen, die MI in seiner Gesamtheit betreffen. Ziel dieses Kapitels ist die kritische Betrachtung der Hindernisse, die die Verbreitung von MI unter den deutschen Stiftungen verhindern. Denn nur durch die gezielte Identifikation der möglichen Probleme von MI können zunächst ein Verständnis und im weiteren Verlauf auch Lösungen für diese Problematiken entwickelt werden.

2. Theoretisches Hintergrundwissen

2.1. Einführung

Diese Arbeit bemüht sich, eine Brücke zwischen zwei Welten zu schlagen. Auf der einen Seite steht die deutsche Stiftungslandschaft und auf der anderen Seite die Welt, in der die ethischen Geldanlage zu Hause ist. Bevor daher tiefer in die MI-Thematik vorgedrungen werden kann, bedarf es einerseits der Klarstellung einiger Begrifflichkeiten aus dem Stiftungswesen und andererseits der Erörterung von finanzwirtschaftlichen und juristischen Konzepten. Das vorliegende Kapitel adressiert diesen Bedarf und erläutert zunächst jene Grundlagen, die zwar in deutschen Gesetzestexten festgeschrieben sind, aber dennoch immer wieder höchst unterschiedlich ausgelegt werden. Diese eigentlich nicht anfechtbaren Begriffsdefinitionen werden im weiteren Verlauf des Kapitels um terminologische Einordnungen aus der Welt der nachhaltigen Kapitalanlage ergänzt, die ebenfalls nicht immer auf Konsens bauen können.

Zur Illustration der definitorischen Problematik eignet sich exemplarisch bereits der Begriff des Stiftungsvermögens. Denn dieser Begriff wird im deutschen Recht nicht immer gleich definiert. Bereits die jeweiligen Landesstiftungsgesetze weichen in ihren Formulierungen dessen, was das Stiftungsvermögen ausmacht, voneinander ab.³⁰ In den meisten Fällen wird damit das Grundstockvermögen, welches die Stiftung möglichst ertragbringend anzulegen hat, bezeichnet. Eine solch exakte Begriffserklärung ist in der Welt der nachhaltigen Geldanlage selten anzutreffen. Beispielhaft hierfür kann insbesondere der Begriff Social Responsible Investing (SRI) angeführt werden. Auch wenn diese Art der Geldanlage gemeinhin als Investition definiert wird, welche neben den finanziellen Aspekten ethische und ökologische Gesichtspunkte in Betracht zieht, bedarf dieses Konzept doch einer genaueren Betrachtung.³¹ Hintergrund hierfür ist, dass für diese Monografie ein weiteres Verständnis von SRI im Hinblick auf die Beziehung zu MI essentiell ist, das deshalb in diesem Kapitel beleuchtet werden wird. Ziel des Kapitels ist es, aufzuzeigen, weshalb einige Begriffe in diesem Gebiet nicht immer eindeutig zu definieren und teilweise schwierig voneinander abzugrenzen sind.

³⁰ Vgl. Fritz (2009), S. 26.

³¹ Vgl. Eurosif (2014), S. 8.

2.2. Grundlagen des Stiftungswesens

2.2.1. Die Stiftung und ihr Zweck

„Unter Stiftung versteht man einerseits den Vorgang der Widmung einer Vermögensmasse für einen vom Stifter festgelegten Zweck (...) andererseits die aus diesem Vorgang hervorgegangene Einrichtung, die die Aufgabe hat, den vom Stifter festgelegten Zweck mit Hilfe des dazu gewidmeten Vermögens dauernd zu fördern.“³² Richter und von Campenhausen liefern mit dieser Beschreibung eine allgemeingültige Definition von Stiftungen und offenbaren zusätzlich die Relevanz, die der Begriff der Zweckverwirklichung im Deutschen Stiftungswesen hat. Nach dem Deutschen Stiftungsrecht hat jede Stiftung in ihrer Satzung einen zu verfolgenden Zweck anzugeben.³³ Dieser Zweck dient dazu, den Willen des Stifters auf ewig festzuhalten.³⁴ Mit der Gründung einer Stiftung verleiht der Stifter seiner Idee eine nicht revidierbare rechtliche abgesicherte Hülle. Die Wahl des Zwecks steht dem Stifter frei, solange dieser nicht bestehende Gesetze verletzt oder dem Allgemeinwohl schadet.³⁵ Der Zweck sollte zusätzlich so verständlich wie möglich ausformuliert sein, damit es für den Fall, dass der Stifter nicht mehr aktiv am Tagesgeschäft der Stiftung mitwirken kann, nicht zu Fehlinterpretationen auf Seiten der Stiftungsorgane kommt.³⁶

Ein in der Stiftungssatzung festgelegter Zweck kann nachträglich nur schwer wieder geändert werden und garantiert somit, dass der Stifterwille zeitlos ist. Die auf die Ewigkeit errichtete Stiftung bekommt durch den Stifterwillen ihren notwendigen Charakter und erfährt hierdurch vor allem jene Legitimation, die für die Rechtsform Stiftung essentiell ist.³⁷ Nur wenn beispielsweise beständige Vermögens- und Ertragsverluste dazu führen, dass eine „wesentliche Änderung der Verhältnisse“ eintritt und die Zweckerfüllung somit nicht mehr sichergestellt werden kann, können Stiftungen eine Satzungs- beziehungsweise Zweckänderung beantragen.³⁸ Der Stiftungszweck zielt üblicherweise darauf ab, die Erträge der Stiftung zu steuern, und legt nur in den seltensten Fällen fest, wie die Stiftung ihr Geld zu verwalten hat.³⁹ Dies hat zur Folge, dass die Stiftungsorgane von Seiten des Stiftungszwecks keine Schmälerung des Anlageuniversums fürchten müssen, solange das Stiftungsvermögen

³² Richter und Von Campenhausen (2014) § 1 Rn. 1.

³³ § 81 Abs. 1 Nr. 3 BGB.

³⁴ Abgesehen von der Verbrauchsstiftung, die den Stiftungszweck innerhalb eines in der Satzung festgelegten Zeitrahmens erfüllen soll. Vgl. u.a. Fritz (2009), S. 177.

³⁵ § 80 Abs. 2 BGB.

³⁶ Vgl. Justizverwaltungsamt Hamburg (2013), § 3 Abs. 2.

³⁷ Vgl. Jakob und Orelli (2014), S. 79.

³⁸ Vgl. Hof (2014), § 6 Rn. 211.

³⁹ Ausgenommen davon sind Stiftungen, deren Stiftungskapital in Unternehmen, Immobilien oder Ländereien gebunden ist. Die Rede ist aber von Stiftungen, die über frei verfügbares Kapital verfügen.

„ertragbringend“ angelegt ist und „ungeschmälert“ in seinem Bestand erhalten bleibt.⁴⁰ Ob und inwieweit MI diesen Anforderungen in der Satzung gerecht werden kann, wird im Laufe dieser wissenschaftlichen Einzeldarstellung weiter zu untersuchen sein.

2.2.2. Terminologie des Stiftungsvermögens

Die Vermögensmasse spielt zur Verwirklichung des Zwecks einer Stiftung eine entscheidende Rolle. Das Stiftungsvermögen ermöglicht es einer Stiftung – unter anderem durch dessen erfolgreiche Anlage – ihrem Stiftungszweck gerecht zu werden. Solange dabei das Vermögen erhalten bleibt und durch zusätzliche Rendite Erträge ausgeschüttet werden können, kann eine Stiftung ihrem Stiftungszweck gerecht werden.⁴¹ Als Stiftungsvermögen wird generell nicht nur das Vermögen im Grundstock der Stiftung verstanden. Zusätzlich zum Grundstock fallen die Rücklagen der Stiftung sowie die Erträge unter das Stiftungsvermögen (siehe Abb. 1).⁴²

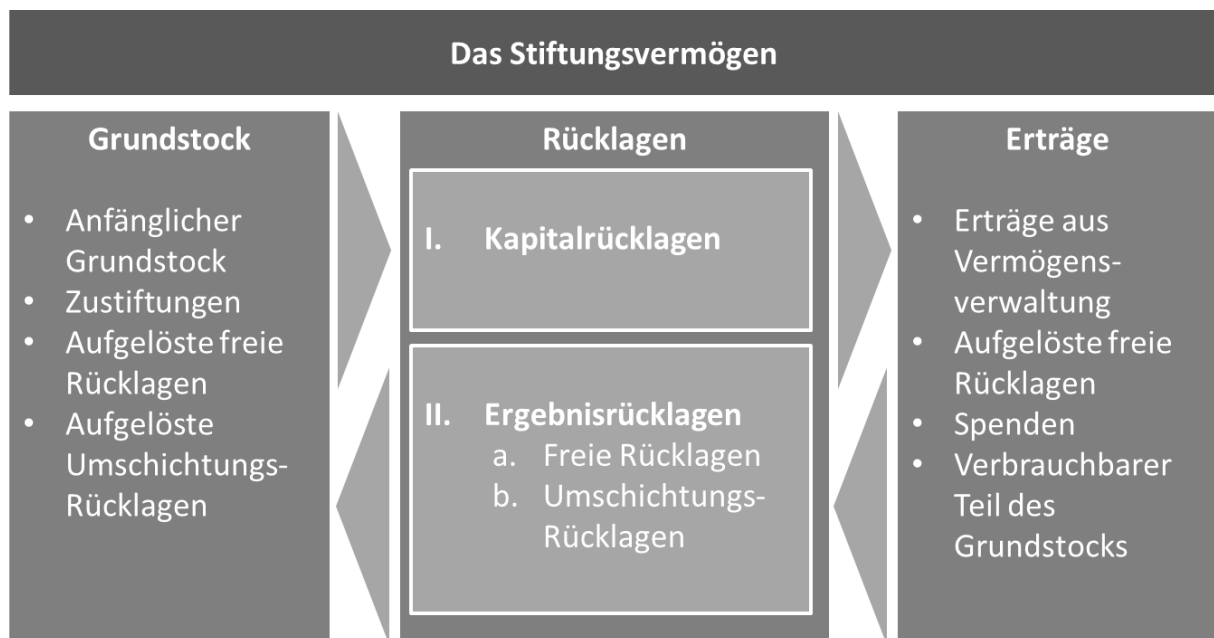


Abb. 1: Die Terminologie des Stiftungsvermögens

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Fritz (2008), S. 11.

Im Grundstock sind ursprünglich alle Vermögenswerte, die der Stiftung bei ihrer Gründung überschrieben wurden, enthalten.⁴³ Dieser Grundstock ist das Vermögen, welches nach Möglichkeit ungeschmälert zu erhalten ist. Darüber hinaus kann dieses Anfangsvermögen

⁴⁰ In § 4 Abs. 2 einer Stiftungssatzung finden diese beiden Wörter meistens Verwendung um sicherzustellen, dass das Vermögen sicher und ertragreich angelegt ist.

⁴¹ Der Realzins berücksichtigt im Gegensatz zum Nominalzins bereits die Inflationsrate. Er liefert ein klareres Bild davon, ob das Vermögen ungeschmälert zu erhalten ist: Realzins = Nominalzins - Inflationsrate.

⁴² Vgl. u.a. Hof (2014), § 9 Rn. 4 und Fritz (2009), S. 33.

⁴³ Art. 6 Abs. 2 BayStG.

über die Jahre Veränderung erfahren. So kann eine Stiftung ihr Grundstockvermögen beispielsweise durch Zustiftungen vergrößern. Zustiftungen sind Schenkungen an Stiftungen, die darauf abzielen, mit dem eingesetzten Kapital denselben Zweck wie diese zu verfolgen. Sie werden, anders als Spenden, dem Grundstock zugeführt und daraufhin als Teil des anfänglichen Vermögensbestands behandelt.⁴⁴ Zusätzlich zu Zustiftungen können aufgelöste freie Rücklagen und aufgelöste Umschichtungsrücklagen den Grundstock mit weiterem Kapital versorgen.⁴⁵

Diese gebildeten Rücklagen stellen die zweite Säule des Stiftungsvermögens dar. Gemäß der deutschen Abgabenordnung (AO) besteht für gemeinnützige Stiftungen die Möglichkeit, eine sogenannte „freie Rücklage“ zu bilden.⁴⁶ Bei Stiftungen kann zwischen einer Kapitalrücklage – der beispielsweise Zustiftungen, die nicht in den Grundstock hineinfließen, zugerechnet werden – und der bedeutenderen ErgebnISRücklage, die sich ausschließlich aus dem generierten Gewinn der Vermögensverwaltung formiert, unterschieden werden.⁴⁷ Die ErgebnISRücklage kann u.a. zwei Formen – die freie Rücklage sowie die Umschichtungsrücklage – annehmen⁴⁸. Eine freie Rücklage wird traditionell dann gebildet, wenn das Grundstockvermögen von einem inflationsbedingtem Wertverlust gefährdet ist.⁴⁹ Sie besteht aus einer Anhäufung von Mitteln ohne zeitweilige Anwendungsabsicht. Die Stellung der freien Rücklage wurde durch das Gesetz zur Stärkung des Ehrenamtes im Jahre 2013 nochmals untermauert.⁵⁰ Das Gesetz sieht unter anderem vor, den zeitlichen Rahmen, der den Stiftungen zur Auflösung der Rücklage zur Verfügung steht, auf zwei Jahre zu vergrößern. Die Umschichtungsrücklage dient dazu, Kursverlusten von im Stiftungsportfolio vorhandenen Wertpapieren Rechnung zu tragen⁵¹ und eventuelle Umschichtungserlöse davor zu bewahren, in der Jahresrechnung dem verwendungspflichtigen Mittelvortrag zugerechnet zu werden.⁵²

Die letzte Säule des Stiftungsvermögens bilden die Erträge. Erträge ergeben sich aus der aktiven Nutzung des Grundstocks, der dadurch unter anderem Zinsen, Dividenden und

⁴⁴ Vgl. Hof (2009), § 9 Rn. 13–14.

⁴⁵ Die Umschichtung des Stiftungsvermögens beschreibt den Austausch von vorhandenen (unprofitablen) Vermögenswerten durch ertragreiche Vermögenswerte innerhalb der Stiftung. Vgl. Seifart und von Campenhausen (2009), § 6 Rn. 173.

⁴⁶ § 62 Abs.1. Nr.3 AO. Details hierzu in Kapitel 4.3.1.

⁴⁷ Vgl. Seifart und von Campenhausen (2009), § 37 Rn. 240ff.

⁴⁸ Vgl. Werner und Saenger (2008), S. 271.

⁴⁹ Wigand et al. (2011), § 5 Rn. 26.

⁵⁰ Dieses Gesetz wurde am 21.03.2013 verabschiedet. Es soll dazu beitragen, mehr Rechtssicherheit zu schaffen, Bürokratie abzubauen und die Finanzplanung von gemeinnützigen Organisationen flexibler zu gestalten. Vgl. BGBl I 2013/15.

⁵¹ Vgl. Seifart und von Campenhausen (2009), § 37 Rn. 184.

⁵² Vgl. Strachwitz und Mercker (2005), S. 572.

Mieten abwirft.⁵³ Dieser Pool an verfügbaren Stiftungsmitteln ist zur Zweckverwirklichung der Stiftung gedacht und dabei an das Gebot der zeitnahen Mittelverwendung gebunden.⁵⁴ Unter diesem Gebot versteht man die Pflicht zur satzungsgemäßen Verwendung der Stiftungserträge bis spätestens zwei Jahre nach deren Zufluss.⁵⁵ Spenden an die Stiftung fließen direkt diesen Erträgen zu und kommen, im Gegensatz zu Zustiftungen, nicht mit dem Grundstock der Stiftung in Berührung.⁵⁶ Die klare Trennlinie, die eigentlich zwischen dem Grundstock und den Erträgen einer Stiftung verläuft, wird jedoch durch die Möglichkeit, Geld über Rücklagen dem jeweils anderen Vermögensstock zuführend zu können, aufgeweicht. Darüber hinaus stellen einige MI-Methoden, auf die in Kapitel 5 nochmals genauer eingegangen wird, diese Trennung in Frage. Grundsätzlich wird in dieser Monografie unter Stiftungsvermögen, aus Gründen der Einfachheit, nur das Grundstockvermögen der Stiftung verstanden. Falls dies nicht der Fall sein sollte, wird hierauf explizit verwiesen.

2.3. Grundlagen aus nachhaltigen Geldanlage

2.3.1. Social Responsible Investing im historischen Kontext und heute

Die diversen Richtungen der ethisch motivierten Geldanlage haben dazu geführt, dass SRI heute nicht als ein generell akzeptierter Standard angesehen werden kann.⁵⁷ Die Frage, in welchem Bereich MI im Vergleich zu anderen Formen der sozial-ökologischen Investments einzuordnen ist, offenbart die schiere Fülle an Definitionen und Anlageklassen, die in dieser Sphäre benutzt werden. Deshalb wird dieser Abschnitt versuchen, nachdem zunächst kurz auf die Geschichte von SRI sowie auf die nähere Beschreibung von MI eingegangen wird, diese Fülle an Begriffen in Beziehung zueinander zu setzen.

Als konzeptioneller Ansatz existiert SRI schon so lange, wie moralisch motivierte wirtschaftliche Entscheidungen getroffen werden.⁵⁸ Seit jeher begrüßten es die islamische, jüdische sowie die christliche Religion, wenn wirtschaftliche Entscheidungen im Einklang mit den jeweiligen Wertevorstellungen getroffen wurden. Der erste Hinweis auf Investmenttätigkeiten, die explizit nicht-finanzielle Kriterien bei der Anlageentscheidung miteinbezogen, ist bei den Quäkern zu finden. Diese US-amerikanische religiöse

⁵³ Vgl. Hof (2014), § 9 Rn. 9–12.

⁵⁴ Vgl. Fritz (2009), S. 32f.

⁵⁵ § 55 Abs. 1 Nr. 5 AO.

⁵⁶ Vgl. Schlüter (2005), Abb. 1: Darstellung der Vermögensströme innerhalb einer Stiftung.

⁵⁷ Als ethisch motivierte Geldanlage werden Investments bezeichnet, die neben den drei klassisch konkurrierenden Zielen der Vermögensverwaltung – der finanziellen Rendite, der Sicherheit und der Liquidität – die ökologischen und sozialen Wertevorstellungen des Investors in Betracht ziehen. Vgl. FNG (2014), S. 1.

⁵⁸ Bei dem Versuch, den Begriff des Social Responsible Investing ins Deutsche zu übertragen, wird diesem am ehesten der Begriff der nachhaltigen Geldanlage gerecht. Eine direkte Übersetzung würde aber Sozial-Verantwortliche-Investments lauten.

Gemeinschaft verzichtete im 17. Jahrhundert auf Investitionen, die in einen direkten Zusammenhang mit der Sklaverei gebracht werden konnten.⁵⁹ Die Quäker benutzten demnach ihre religiösen Grundprinzipien als wirtschaftlichen Leitfadens.

Der Aufstieg des heutigen SRI wird dessen ungeachtet meistens mit den 20er Jahren des letzten Jahrhunderts in Verbindung gebracht. Zur Zeit der Prohibition ermutigten einige Kirchen die Bevölkerung dazu, Investitionen in Unternehmen, die ihr Geld durch Glückspiel, Tabak und Alkohol verdienten, zu unterlassen.⁶⁰ Diese Bewegung mündete schließlich im Jahre 1928 in der Aufsetzung des ersten sozial motivierten Anlagefonds: dem US Pioneer Fund.⁶¹ Die Fülle der heute verfügbaren ökologisch oder sozial motivierten Investmentfilter – im weiteren Verlauf auch als Screens bezeichnet – entwickelte sich im Laufe des 20. Jahrhunderts. Ausgelöst durch die unterschiedlichsten historischen Ereignisse, bahnten sich im weiteren Verlauf des 20. Jahrhunderts verschiedenste Thematiken schrittweise ihren Weg in das Bewusstsein der ethisch motivierten Investoren und veränderten somit fortwährend deren Anlageverhalten.⁶²

In den 1960er Jahren ließen der Vietnamkrieg und die durch ihn begründete amerikanische Bürgerrechtsbewegung Anleger – in den USA und Europa – erstmals darüber nachdenken, welche Folgen ein nicht-kritisches Anlageverhalten für die Menschenrechte haben kann.⁶³ Diese Bewegung erhielt durch eine weitere Entwicklung maßgebliche Impulse: Seit dem Frühjahr 1977 begannen US-amerikanische Aktivistengruppen studentischen Ursprungs Druck auf jene Konzerne auszuüben, die im von der Apartheid regierten Südafrika aktiv waren. Mit Hilfe von weit über die Grenzen der Universitätsgelände hinausreichenden Protestformen wie Sitzblockaden und Petitionen bewirkte diese Bewegung ein Umdenken bei weiten Teilen der US-amerikanischen Bevölkerung⁶⁴ und half schlussendlich dabei, Druck auf das Apartheid-Regime auszuüben.⁶⁵ Indem sich diese Investoren dafür entschieden, dass es unter den gegenwärtigen gesellschaftlichen Bedingungen inakzeptable wäre, in Südafrika Geschäfte zu machen, beflügelte diese Debatte die Entwicklung von

⁵⁹ Vgl. Eurosif (2012), S. 8.

⁶⁰ Vgl. Redins (2006), S. 1.

⁶¹ Vgl. Pioneer Investments (2013), S. 1.

⁶² Im Verlauf dieser Monographie wird als Anleger oder Investor gemeinhin der ethisch motivierte institutionelle Anleger verstanden. Handelt es sich um einen rein monetär motivierten Anleger wird dies extra deklariert.

⁶³ Vgl. Eurosif (2012), S. 9. und Redins (2006), S. 1.

⁶⁴ Vgl. Patten (1990), S. 3.

⁶⁵ Eine unternehmerische Antwort auf den damals vorherrschenden öffentlichen Druck war die Ratifizierung der Sullivan-Prinzipien. Dieser, von einem General-Motors-Vorstandsmitglied ins Leben gerufene, Verhaltenskodex hatte zum Ziel, die in den südafrikanischen Betrieben vorhandene Rassentrennung aufzuheben. Dem Vorbild von GM folgten bald andere ökonomische Schwergewichte, was zu einer Welle der Desinvestition in Südafrika führte. Ob und inwieweit diese Bewegung dabei half, das Apartheid-Regime zu Fall zu bringen, ist jedoch umstritten. Vgl. Patten (1990) und Silverstein (2012).

sozial-motivierten Screens. Anders als zuvor waren aber diesmal insbesondere säkulare Kräfte von dieser Idee überzeugt und schufen mit der Ratifizierung der Sullivan-Prinzipien⁶⁵ eine Grundlage für heutige Corporate-Social-Responsibility-Aktivitäten (CSR).⁶⁶ Mit Blick auf die Entstehung von Umwelt-Screens waren die Katastrophen in Tschernobyl, in Bhopal und die Exxon-Valdez-Ölpest maßgebliche Gründe dafür, dass Firmen von ihren Anteilseignern dazu angehalten wurden, ihre Unternehmungen auf deren Umweltverträglichkeit zu prüfen. Als eine Praxis, die auf Werten und moralischen Prinzipien aufbaut, entwickelte sich durch diese Ereignisse das negative Screening als grundlegende Strategie des SRI heraus.⁶⁷

Heutzutage kommen nicht mehr nur diese negativen Screens zum Einsatz. Dem ethisch motivierten Anleger steht gegenwärtig eine Vielzahl von spezialisierten und standardisierten Produkten zur Auswahl, um seine Interessen – im Hinblick ökologische, soziale und Corporate-Governance-Gesichtspunkte (ESG) – wahrzunehmen.⁶⁸ Diese Breite an SRI-Ansätzen, die in Deutschland meist mit dem Begriff der Nachhaltigen Geldanlage gleichgesetzt werden, lassen sich in zwei Kategorien einteilen:

- Bei der aktiven SRI-Kapitalanlage nutzt der Investor die ihm zur Verfügung stehenden Aktionärsrechte, um eine Verbesserung der nachhaltigkeitsbezogenen Leistungen des Unternehmens herbeizuführen. Dieses Instrument der nachhaltigen Geldanlage – dem sich Kapitel 5.3 widmet – wird in Deutschland meist unter den Begriff des aktiven Aktionärstums oder Engagements geführt.⁶⁹
- Übt ein Anleger seine Stimmrechte nicht aus, sondern begrenzt seine Aktivitäten auf den Erwerb und Verkauf von Investments, kann hingegen von einer passiven SRI-Strategie gesprochen werden. Dieser, im angelsächsischen Sprachraum als Screening bezeichnete, Ansatz wird im deutschen mit dem Begriff kriteriengeleitetes investieren oder Investment Filter betitelt.⁷⁰ Mit dem Ziel, nachhaltige Branchen verstärkt in das Anlageuniversum miteinzubeziehen oder nicht erwünschte Branchen auszuschließen, werden hierbei positive oder negative Anlagekriterien herangezogen. Diese Kriterien – die in Abschnitt 5.2 näher erläutert werden – können in ihren spezifischen Ausprägungen einzeln oder gemeinsam Anwendung finden,

⁶⁶ Corporate Social Responsibility (CSR) beschreibt freiwillige unternehmerische Tätigkeiten, die einen Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung unseres Planeten leisten sollen. Dieses Handeln geht meist über die rein gesetzlichen Anforderungen hinaus. Beispiel: das Unterschreiben der Sullivan-Prinzipien. Zu CSR und den Sullivan-Prinzipien siehe u.a.: Patten (1990), S. 3.

⁶⁷ Vgl. US Social Investment Forum (2007), S. 4.

⁶⁸ Die Verbindung zwischen SRI und den ökologischen, sozialen und Corporate-Governance-Faktoren, kurz ESG (environmental, social and corporate-governance), besteht darin, dass diese Faktoren bei der Bewertung von Investitionsmöglichkeiten herangezogen werden. So wird zum Beispiel ein Umwelt-Screen dazu führen, dass Anlagen speziell auf ihre ökologische Mehrwertgenerierung geprüft werden.

⁶⁹ Vgl. Schäfer und Lindenmayer (2007), S. 1083.

⁷⁰ Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 18.

wodurch sich die Vielzahl an vorhandenen Screening-Techniken erklären lässt.⁷¹ Bei der Auslegung der Kriterien spielen die jeweilige Anlage-Historie, -Kultur und -Motivation des Investors eine nicht unwesentliche Rolle. Grundverschiedene Auffassungen haben in den letzten Jahren zu einer Vielzahl von Bezeichnungen geführt, die Investitionen unter dem Gesichtspunkt „ethisch“, „sozial“, „grün“, „nachhaltig“ und „sauber“ beschreiben sollen.⁷² Wie auch immer diese Strategien beschrieben werden, sie alle teilen die gleiche Grundidee: die Geldanlage soll in einer solchen Weise gefiltert werden, dass sie entweder potentielle Investitionen ein- oder ausschließt.

In seiner heutigen Form bietet SRI den Investoren ein reiches Spektrum an Anlagemöglichkeiten. Ob ein Investor seiner Geldanlage mehr Sinn zu geben hofft, die nachhaltigkeitsbezogenen Leistungen einer Firma optimieren will oder einfach nur Geld mit der steigenden Nachfrage nach „grünen“ Investments gewinnen will; SRI versucht dieser Vielzahl von Vorstellungen und Wünschen der Anleger gerecht zu werden. Die zunehmende Aufmerksamkeit, die SRI von Seiten der konventionellen Investoren sowie der Politik geschenkt wird, kann indes als positives Signal dafür gesehen werden, dass dieser Markt viel Potenzial in sich birgt.

2.3.2. Die Wechselbeziehung von SRI und Mission Investing

2.3.2.1. Ursprung und Definition von Mission Investing

Der Begriff des Mission Investing (MI) wird erstmals 2002, in einem Artikel von Stephen Viederman, dem ehemaligen Präsidenten der in den USA ansässigen Jessie Smith Noyes Foundation, erwähnt.⁷³ Viederman prangert darin die Kurzsichtigkeit der Stiftungstreuhand an und beschreibt die verschiedenen Möglichkeiten, die Stiftungen nicht nur zur Anlage ihres Kapitals, sondern als Instrumente des Wandels zur Verfügung stehen.⁷⁴

Als MI werden jene Investitionen einer Stiftung bezeichnet, die zwei Grundideen verfolgen: Erstens sollen sie den Stiftungszweck unterstützen. Zweitens sollten sie den angelegten Betrag mindestens erhalten oder eine finanzielle Rendite erwirtschaften.⁷⁵ Dabei ist zu beachten, dass die Mittel für MI nicht grundsätzlich nur aus den Kapitalstock der Stiftung kommen müssen, sondern auch aus nichtausgeschütteten Erträgen finanziert werden

⁷¹ Vgl. Schäfer und Schröder (2008), S. 113.

⁷² Vgl. Eurosif (2012), S. 8.

⁷³ Vgl. Viederman (2002), S. 2.

⁷⁴ Ein „Stiftungstreuhand kann eine natürliche oder juristische Person sein, der im Rahmen der Errichtung einer unselbständigen Stiftung das Stiftungsvermögen zur Verwaltung übertragen wird.“ Sellien und Sellien (2013), S. 1605.

⁷⁵ Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 16.

können. Wenn dies zutrifft, ist die Rückzahlung dieses Betrages nicht unbedingt vonnöten, um den Erfolg von MI zu gewährleisten.⁷⁶

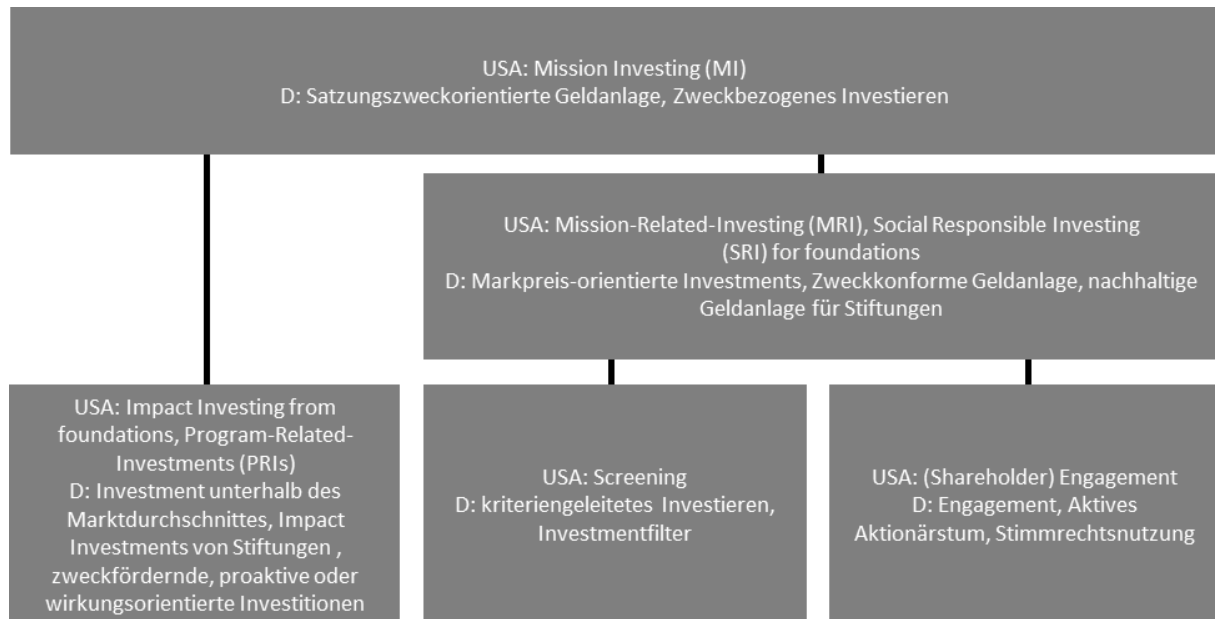


Abb. 2: Eine Einordnung von MI-Definitionen in den USA und Deutschland (D)

Quelle: Eigene Darstellung

MI kann zwei unterschiedliche Formen annehmen, um dem Stiftungszweck gerecht zu werden:

1. Marktpreis-orientierte Investments sind Anlagen, die versuchen eine marktübliche Rendite zu erwirtschaften. Sie orientieren sich an der Performance gewöhnlicher Vermögensanlagen, die keine Rücksicht auf soziale und ökologische Faktoren nehmen.⁷⁷ Diese als zweckkonforme Geldanlage bezeichnete Form des MI wird gemeinhin auch mit der Nachhaltigen Geldanlage, die sich bei der erzielten Rendite in der Regel mit rein monetär orientierten Investmentvehikeln vergleicht, gleichgesetzt (siehe Abb. 2). Das Konzept der Marktpreis-orientierte Investments bedient sich zweier Ansätze, die Stiftungen zur Umsetzung dieser Idee heranziehen können: Zum einen kann eine Stiftung mit sozialen und ökologischen Kriterien überprüfen, ob ihr Grundstockvermögen so angelegt ist, dass es den Stiftungszweck nicht untergräbt. Eine Stiftung für den Umweltschutz würde beispielsweise aufgrund eines negativen Filters ihre Investition in einen Mineralölkonzern herunterfahren oder sogar beenden, da der Verdacht naheläge,

⁷⁶ Zur Ökonomie von PRIs siehe Trillium Asset Management (2007), S. 9. Wenn die Rückzahlung nicht möglich ist, könnte die Gemeinnützigkeit und somit die Steuervergünstigung einer Stiftung gefährdet sein. Dieser Aspekt des MI wird in Kapitel 5.2.5.2 dieser Arbeit näher behandelt.

⁷⁷ Gewöhnlich wird mit dem neudeutschen Wort Performance der prozentuale Wertezuwachs einer Anlage bezeichnet.

dass diese Investition dem Zweck der Stiftung nicht dienlich sein kann.⁷⁸ Neben der Anwendung von negativen Filtern besteht ebenfalls die Option, das Anlageuniversum durch positive Filter zu beeinflussen. Mit der Nutzung eines solchen positiven Filters sorgt die Stiftung für den Umweltschutz dafür, dass der Anteil an Wind- und Solarenergieunternehmen innerhalb ihres Portfolios erhöht wird. Neben dem Screening besteht für Stiftungen die Möglichkeit, verstärkt von ihren Aktionärsrechten Gebrauch zu machen (siehe unterste Ebene in Abb. 2). Ziel dieser Aktivitäten ist, das Verhalten von Unternehmen dahingehend zu beeinflussen, dass diese ihre Geschäftspraktiken sozialer und ökologischer gestalten. Stiftungen verhindern hierdurch, wie beim Screening, das der Stiftungszweck konterkariert wird. Darüber hinaus versucht diese als Engagement bezeichnete Praxis jedoch, aktiv an einer Verbesserung der Geschäftspraktiken von Unternehmen mitzuwirken.⁷⁹ Der angestrebte Mehrwert liegt bei dieser Praxis daher – wie in Kapitel 5.3 erläutern werden wird – theoretisch über dem Mehrwert, der für das Screening intendiert wird.

2. Das Pendant zu diesen Marktpreis-orientierten Investments bilden Vermögensanlagen, die nicht selten eine Renditeerwartung aufweisen, die unterhalb des Marktdurchschnittes liegt.

Stiftungen verwenden diese, wenn sie Ihre Ziele nicht allein durch Marktpreis-orientierte Wertanlagen erreicht sehen.⁸⁰ Dieses Konzept stellt in der amerikanischen Stiftungsliteratur, neben dem Screening und dem Engagement, den dritten Ansatz von MI dar.⁸¹ Hierbei werden zumeist Bezeichnungen wie „proactive mission investing“, „impact Investments“ oder die immer wieder auftauchende Bezeichnung der „program-related Investments“ (PRIs) verwendet.⁸² Gleichmaßen greift die deutschsprachige MI-Literatur auf Begriffe wie Impact Investments (II), proaktive Investments oder auch zweckfördernde Anlagen zurück, um diese Investments in Unternehmungen, die den Stiftungszweck unterstützen, zu beschreiben (Abb. 2).⁸³ Anders als bei den Marktpreis-orientierte Investments werden hierbei zumeist Unternehmen, die den Stiftungszweck nicht nur indirekt durch die Einhaltung sozialer und ökologischer Standards gerecht werden, sondern deren Unternehmensleitbild die Lösung eines sozialen Problems ist, unterstützt. Die im amerikanischen Stiftungskontext gebräuchliche Bezeichnung der „PRIs“ wird verwendet, wenn eine amerikanische Stiftung Impact Investments der

⁷⁸ Vgl. Viederman (2002), S. 2f.

⁷⁹ Vgl. Emerson (2003b), S. 42.

⁸⁰ Vgl. Cooch et al. (2007), S. 7f.

⁸¹ Vgl. Cooch et al. (2007), S. 3.

⁸² Vgl. Kramer und Cooch (2007), S. 45.

⁸³ Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 17 und Fritz (2012), S. 24.

gesetzlich vorgeschriebenen Ausschüttungsquote zurechnen kann.⁸⁴ Aufgrund der Tatsache, dass PRIs allerdings die Mehrzahl der getätigten Impact Investments von Stiftungen ausmachen, werden diese Begriffe in der amerikanischen Literatur meist synonym verwendet.⁸⁵ Wie im Folgenden zu sehen sein wird, scheint die Verwendung des Begriffs PRI im deutschen Stiftungskontext jedoch nicht zielführend zu sein, weshalb dieser Begriff hierzulande nicht verwendet wird.⁸⁶

Anders als Spenden erlauben Impact Investments, dass das eingesetzte Kapital an die Stiftung zurückfließt.⁸⁷ Traditionell wird ein Euro an Spendengeld von den Destinatären unwiederbringlich verbraucht. Dagegen führt ein Darlehen an ein Sozialunternehmen dazu, dass der eingesetzte Euro an den Investor (*i.e.* die Stiftung) zurückfließt und wiederverwendet werden kann.⁸⁸ Der Euro entfaltet seine Wirkung auf diese Weise nicht nur einmal und wird buchstäblich „recycelt“. Impact Investments können jedoch nicht nur als Darlehen, sondern auch als Kapitalbeteiligungen oder Garantien strukturiert werden und demgemäß auf die Bedürfnisse des Empfängers zugeschnitten werden. Diese Flexibilität führt dazu, dass Impact Investments mitunter eine effizientere Nutzung der Stiftungsmittel darstellen können, als es mit Spenden allein möglich wäre.⁸⁹

In der Studie des Bundesverbands Deutscher Stiftungen (BVDS) aus dem Jahre 2012 stützen sich Weber und Schneeweiß in ihrer Definition von MI größtenteils auf die im Jahre 2007 von Cooch und Kramer geprägte Verwendung des Begriffs.⁹⁰ Die Studie des BVDS versteht Mission Investing (MI) demgemäß als Oberbegriff, unter dem Mission-Related-Investing (MRI) auf der einen Seite und Impact Investments beziehungsweise PRIs auf der anderen Seite zusammenfasst sind (siehe Abb. 2).⁹¹ Cooch und Kramer betonen, dass sie sich bewusst gegen die Verwendung des Begriffs Mission-Related-Investing als Oberbegriff positionieren. Diese Entscheidung beruht auf der Annahme, dass MRI von einigen amerikanischen Marktteilnehmern nur als spezielle marktpreisorientierte Form von MI

⁸⁴ Das amerikanische Steuergesetz verlangt von Stiftungen, dass diese jährlich fünf Prozent des Wertes ihres Grundstockvermögens für die wohlthätige Mittelverwendung oder administrative Zwecke aufwenden. Eine Stiftung mit einem Vermögenswert von 1 Millionen Dollar im Jahr 2009 muss demnach bis zum Ende 2010 50.000 Dollar an qualifizierten Ausschüttungen tätigen, um dem Gebot für das Jahr 2009 Rechnung zu tragen. Diesen Ausschüttungen können auch program related investments zugerechnet werden. Siehe dazu: IRS (2014b), 7.27.16.1 und 7.27.16.10 Abs.19.

⁸⁵ Vgl. Abschnitt 5.4. Ein im Jahr 2014 erschienene Publikation des BVDS unterteilt die Instrumente des MI in zweckkonforme und zweckfördernde. Vgl. BVDS (2014b), S. 6.

⁸⁶ Mehr hierzu in Kapitel 5.4.1.

⁸⁷ Vgl. Ford Foundation (1991), S. 56.

⁸⁸ Als Sozialunternehmen werden Vorhaben bezeichnet, die mit einem unternehmerischen Ansatz ein soziales oder ökologisches Problem lösen wollen. Vgl. Achleitner et al. (2007), S. 6.

⁸⁹ Vgl. The Rockefeller Foundation (2013), S. 1.

⁹⁰ Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 16f.

⁹¹ Ebd., S. 15.

verstanden wird.⁹² Die vorliegende Arbeit wird sich dieser Definition von MI als Oberbegriff für das gesamte MI Anlageuniversum – inklusive MRI und abgesehen von reinen Spenden – dahingehend anschließen.⁹³ Der Begriff MRI wird dagegen nur Verwendung finden, wenn explizit von marktpreisorientierten Investments die Rede ist.

2.3.2.2. MI, II und SRI: Einordnung im nachhaltigen Anlageuniversum

MI stellt demnach ähnlich wie SRI einen Sammelbegriff für unterschiedliche Investmentkonzepte dar.⁹⁴ Der Anleger geht dabei jedoch einen Schritt weiter als beim oben erläuterten ursprünglichen SRI. Er benutzt nicht nur ESG-Faktoren bei der Analyse potentieller Investments, sondern stellt sich zusätzlich dazu die Frage, ob denn das jeweilige Investment der Stiftung dabei hilft, ihren Stiftungszweck zu erfüllen. MI bietet sich daher als geeigneter Mittelweg – zwischen dem Streben nach finanzieller Rendite sowie dem Versuch, dem Stiftungszweck gerecht zu werden – an. Denn Stiftungen in Deutschland verfolgen traditionell zwei Aufgaben:

- Die Vermögensverwaltung einer Stiftung beschäftigt sich mit der ungeschmälernten Erhaltung des Grundstocks der Stiftung und zielt daher lediglich auf eine finanzielle Rendite ab.
- Der Programmbereich ist dafür zuständig, die Erträge aus der Vermögensverwaltung den gemeinnützigen Destinatären durch Ausschüttungen zukommen zu lassen. Dieser Bereich strebt daher einen möglichst hohen Grad der Zweckverwirklichung und gesellschaftlichen Mehrwertgenerierung an.

⁹² Vgl. Cooch et al. (2007), S. 10. Hierbei verweisen die Autoren auf Mission Investments, die z. B. nur eine marktübliche Rendite erwirtschaften oder ausnahmslos aus Erträgen finanziert werden.

⁹³ Einerseits beruht diese Entscheidung auf der schlüssigen Argumentation Cooch und Kramers, andererseits besteht ein Ziel dieser Monografie darin, eine verständlichere Basis für die Thematik zu schaffen. Mit der Verwendung eines weniger geläufigen Begriffs wäre dieser Absicht jedoch nicht geholfen.

⁹⁴ Vgl. Fritz (2012), S. 6.

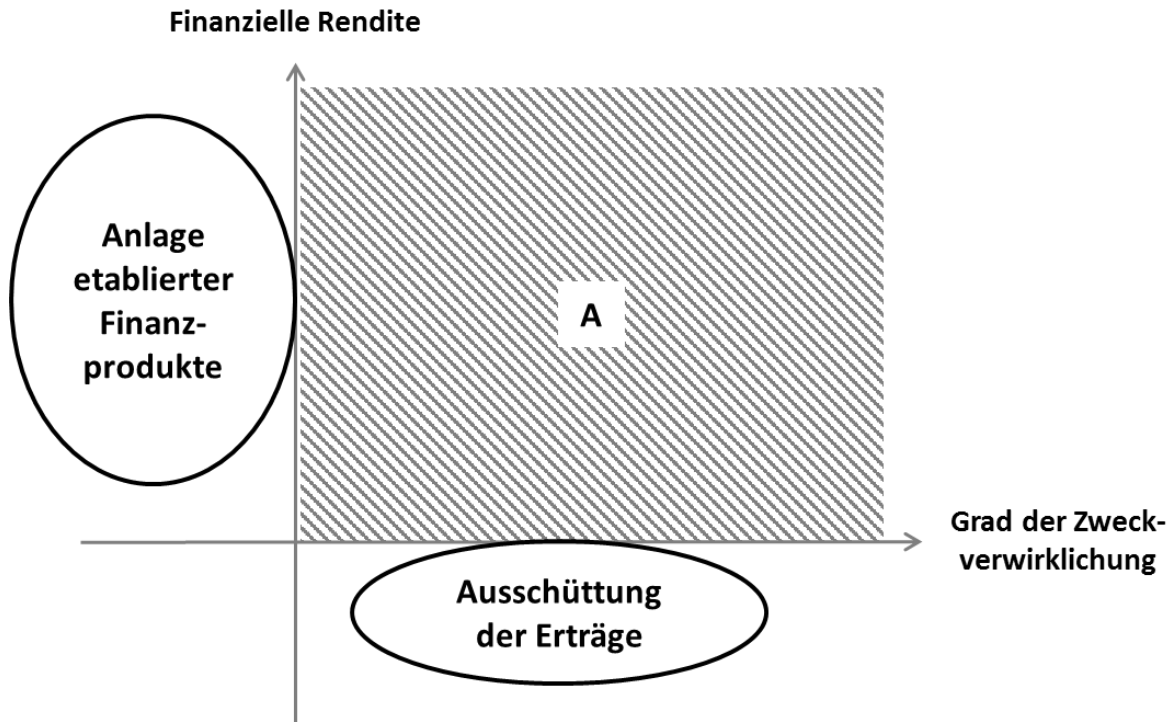


Abb. 3: Die traditionelle Teilung der Aufgaben

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Nissan und Bolton (2008), S. 11.

Diese traditionelle Teilung in eine Vermögensverwaltung und einen Programmbereich wird in Abb. 3 – zusammen mit dem jeweiligen Zielerreichungsgrad – aufgezeigt. Die Anlagesphäre zeigt entlang der y-Achse, inwiefern die Renditeerwartungen der Stiftung durch die diesbezügliche Strategie verfolgt werden kann. Die x-Achse zeigt dagegen auf, inwieweit das jeweilige Anlageinstrument in der Lage ist, den Stiftungszweck zu verfolgen. Diese Darstellung offenbart das Potenzial von MI, indem sie aufdeckt, dass keiner der beiden traditionellen Aufgabenbereiche in der Lage ist, beiden Anforderungen gerecht zu werden und den schattierten Bereich „A“ der Abbildung zu erreichen. Dieses bestehende Spektrum an Anlagemöglichkeiten wird nun durch das Hinzukommen der bereits erwähnten MI-Konzepte erweitert.

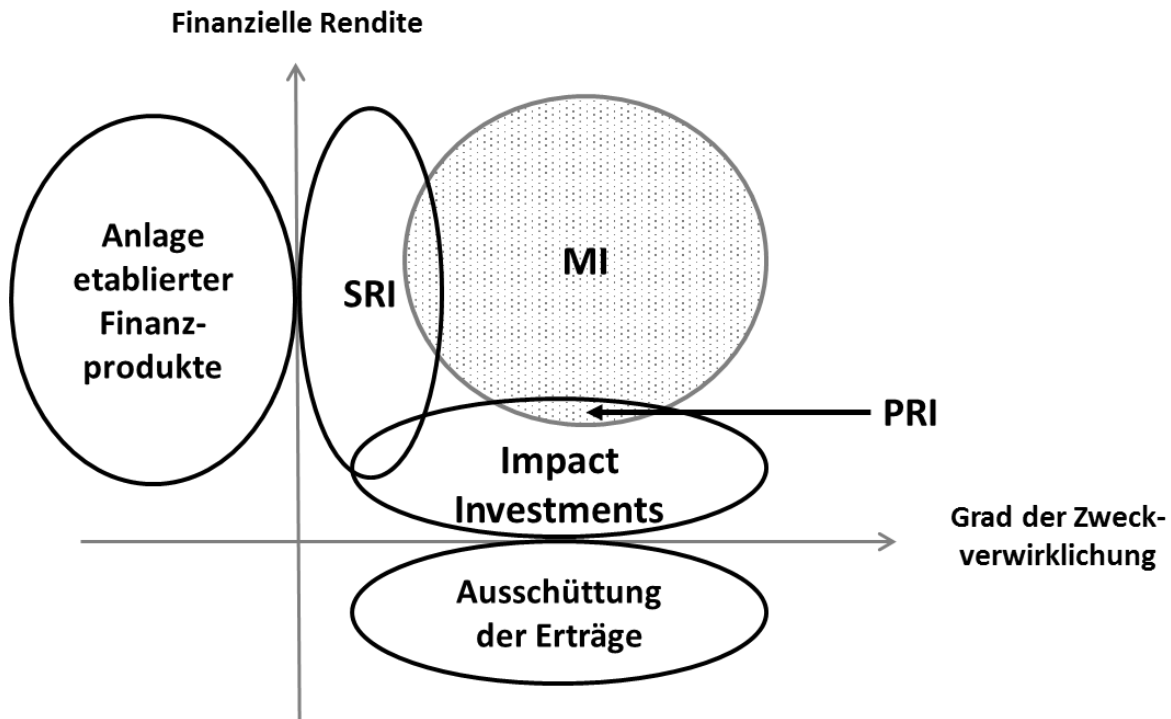


Abb. 4: Das Gleichgewicht zwischen finanzieller Rendite und Zweckverwirklichung

Quelle: Adaptierte Darstellung von Nissan und Bolton (2008), S. 11.

Die Grenzen, die zwischen diesen neuen Instrumenten bestehen, sind unscharf. Dies führt dazu, dass die gezeigten Konzepte in der grafischen Darstellung teilweise überlappen. Denn das MI-Anlageuniversum baut auf den schon etablierten Instrumenten wie SRI und Impact Investing auf. Ein Beispiel hierfür ist eine Stiftung, die mit einer Anwendung von ESG-basierten Screens sich zuallererst im SRI-Bereich des in Abb. 4 gezeigten Anlageuniversums bewegt. Durch den gezielten Einsatz von zweckausgerichteten Positiv- und Negativ-Screens wird weiterführend ein zweckkonformes Portfolio zusammengestellt, welches direkt auf die Unterstützung des Stiftungszwecks abzielt. Durch die Kombination dieser Screens mit gezielten Impact-Investment-Aktivitäten kann die Stiftung schließlich in den schematisch dargestellten MI-Bereich vorzustößen. Mit Hinblick auf die Tatsache, dass PRIs offiziell nur in der US-amerikanischen Stiftungslandschaft zu finden sind, ist Abb. 4 insofern mit Vorsicht zu genießen, als dass die als PRI bezeichnete Überlappung von MI und Impact Investments in Deutschland als Impact Investments von Stiftungen zu definieren ist.

2.4. Zusammenfassung

Nach einer kurzen Erörterung des Begriffs des Stiftungszwecks wurde in diesem Kapitel zunächst der Begriff des Stiftungsvermögens definiert. Diese Bezeichnung fasst alle Vermögenswerte einer Stiftung zusammen. Darunter fallen das Grundstockvermögen, welches in dieser Arbeit meist synonym mit dem Vermögen einer Stiftung verwendet wird,

die Rücklagen sowie die Erträge der Stiftung. Das theoretische Hintergrundwissen wurde darüber hinaus durch eine Beleuchtung von Konzepten rund um die Thematik der nachhaltigen Geldanlage ergänzt.

Die Vielzahl an Ansätzen innerhalb der Sphäre der Nachhaltigen Geldanlage wird gemeinhin in passive und aktive Strategien unterteilt. Die aktive Strategie beschreibt all jene Aktivitäten, die mit der Wahrnehmung der Aktionärsrechte in Verbindung gebracht werden. Das Ziel dieses Dialogs zwischen den Aktionären und dem operativ tätigen Management ist, die sozialen und ökologischen Leistungen innerhalb des Unternehmens zu steigern. Daneben beschreibt die passive Strategie jene Aktivitäten, die sich auf den sozial und ökologisch motivierten Erwerb und Verkauf von Unternehmensanteilen beschränken. Die Idee des MI baut, neben diesen beiden in den Bereich der Nachhaltigen Geldanlage fallenden Konzepten, auf eine dritte Strategie. Dieser, meist als Impact Investment bezeichnete, Ansatz findet Verwendung, um Investments in Unternehmungen, die direkt den Stiftungszweck unterstützen, zu beschreiben.

Die Einordnung dieser MI-Ansätze sowie der nachhaltigen Geldanlage wurde, durch grafische Darstellung unterstützt, vorgenommen. Die traditionelle Dichotomie der Stiftungsarbeit, bei der versucht wird, den Stiftungszweck nur durch die Ausschüttung der erwirtschafteten Stiftungsmitteln zu erreichen, wird durch diese Ansätze in Frage gestellt. Denn MI versucht, die klassischen Grenzen der Stiftungsarbeit zu überwinden, indem die bestehenden Beschränkungen aufgeweicht und überschritten werden. Hierdurch öffnet sich für Stiftungen eine neue Bandbreite an Anlageinstrumenten, die, in Kombination angewandt, eine zweckbezogene Vermögensverwaltung ermöglichen.

3. Impulsgeber des Wandels – Identifikation und Relevanz

3.1. Einführung

Der Hochfrequenzhandel reagiert innerhalb von Millisekunden auf die Marktanomalien von Wertpapieren.⁹⁵ Laut einem Bericht des Europäischen Parlaments (2010), macht diese Art des elektronischen Wertpapierhandels schon 70 Prozent des gehandelten Aktienvolumens in den USA aus und erreicht in Europa einen Wert jenseits der 35-Prozent-Marke.⁹⁶ Der Händler auf dem Börsenpaket agiert nicht selten mit einem Investmenthorizont, der einen Tag nicht überschreitet. Das Management eines Unternehmens, das eigentlich einer langfristigen Unternehmensstrategie folgen soll, handelt sich, bildlich gesehen, lediglich von Quartalsbericht zu Quartalsbericht.⁹⁷

Diese Beispiele stehen exemplarisch für all jene Kräfte, die in zunehmender Weise bewirken, dass unser wirtschaftliches Handeln immer kurzfristiger ausgelegt ist. Denn Unternehmen stehen vermehrt unter Zugzwang, sich diesen schnelllebigen Dogmen der Kapitalmärkte unterzuordnen.⁹⁸ Betriebe, die nicht bereit sind, sich diesem stetigen Wandel anzupassen, drohen von der Bildfläche zu verschwinden. Stiftungen sind von diesem kurzfristigen Druck zwar insofern ausgenommen, als sie für ihr Bestehen lediglich dafür zu sorgen haben, den Bestand des Stiftungsvermögens ungeschmälert und auf Dauer zu erhalten.⁹⁹ Während einige wirtschaftliche Phänomene wie der Hochfrequenzhandel Stiftungen nur indirekt betreffen,¹⁰⁰ offenbaren andere, wie die aktuelle Niedrigzinsphase, jedoch beispielhaft, dass sich selbst Stiftungen aktuellen wirtschaftlichen Entwicklungen nicht entziehen können.¹⁰¹

Stiftungen sind somit nicht resistent gegen externe Einflüsse. Seien diese Einflüsse, wie eben beispielhaft erläutert, wirtschaftlicher oder anderer Natur. Damit Stiftungen aber nicht zum Spielball externer Einflüsse werden, sind sie in den letzten Jahren von einigen Parteien dazu angehalten worden, sich auf ihre einstige Innovationsfreude zu besinnen.¹⁰² Laut diesen Stimmen sollten Stiftungen durch eine proaktive, antizipative und innovationsfreudige

⁹⁵ Als Hochfrequenz-Handel (im Englischen high-frequency trading (HFT)) wird ein elektronisch ausgeübter Handel mit Börsenwerten (Aktien, Anleihen, etc.) bezeichnet. Dieser Handel zeichnet sich gewöhnlich durch stark verminderte Haltefristen und einen hohen Umsatz aus. Vgl. Deutsche Börse (2013).

⁹⁶ Vgl. Swinburne (2010), S. 13.

⁹⁷ Vgl. Braunberger (2011), S. 1.

⁹⁸ Vgl. Hoffmann (2011), S. 1f.

⁹⁹ Siehe hierzu Kapitel 4.3.1.

¹⁰⁰ Der Hochfrequenz-Handel beeinflusst Stiftungen indirekt über die Auswirkungen, die dieser auf die globalen Aktienmärkte hat (z. B. Liquidität des Marktes). Vgl. Contratto (2014), S. 147.

¹⁰¹ Vgl. Reiche (2012), S. 1.

¹⁰² Vgl. Adloff (2004), S. 272.

Haltung versuchen, denn Wandel und damit die wirtschaftliche Entwicklungen eines Landes aktiv mitzugestalten.¹⁰³

Inwieweit es die Aufgabe einer Stiftung ist, zum gesellschaftlichen Wandel beizutragen, ist nur eine der Fragestellungen, die in diesem Kapitel erläutert werden. Denn es werden weitere Problematiken aufgeführt, die alle etwas gemeinsam haben: Sie alle beschreiben Motivationen, die schlussendlich zu einem Kulturwandel innerhalb einer Stiftung und damit zur Hinwendung zu MI führen können. Der Anstoß zu diesem Wandel kann stiftungsintern oder -extern motiviert sein und kann – wie jeglicher organisatorische Wandel – eine Vielzahl von Gründen haben.¹⁰⁴ Bei der Implementierung einer Mission-Investing-Strategie spielen diverse Triebkräfte eine Rolle, die von rein menschlichen Gesichtspunkten über die Verlockungen der nachhaltigen Geldanlage bis hin zu den gesellschaftlichen Ansprüchen an Stiftungen reichen. Dieses Kapitel wird versuchen, all jene Kräfte zu identifizieren, die bewirken, dass eine Stiftung das Engagement in MI zu wagen beginnt. Somit werden einige Vorteile von MI in diesem Kapitel direkt angesprochen. Die Hürden und Nachteile, die ein solch organisatorischer Wandel mit sich bringt, werden in einem späteren Kapitel aufgezeigt. Die fachlich geführte Diskussion über die Nachteile von MI wird in dieser Abhandlung somit zunächst aufgeschoben. Dieses Kapitel sieht seine Aufgabe vielmehr darin, zunächst die eigentlichen Ursprünge der Vorteile von MI zu erläutern.

3.2. Erklärungsansätze für Stiftungs-internen Wandel

3.2.1. Die Rolle der Stifteridentität

Ein Stifter wird gemeinhin danach streben, seine Identität und sein Werteverständnis in der von ihm ins Leben gerufenen Stiftung zu verankern. Dieses Werteverständnis leitet sich von der persönlichen wie auch der geschäftlichen Geschichte des Stifters ab. Ein Stifter, der sein Vermögen durch kaufmännische Aktivitäten erlangt hat, wird vermutlich unternehmerisch motivierten Stiftungsaktivitäten als philanthropischem Modell nicht allzu ablehnend gegenüberstehen. Zumal diese Modelle Prinzipien folgen, die der Stifter analog aus der Privatwirtschaft kennt.¹⁰⁵ Werte wie wirtschaftliche Autonomie und Verantwortung sind es, die diese Stifter an MI und speziell an Impact Investments reizen können.¹⁰⁶ Die Stifteridentität kann somit bereits ein Engagement in MI begrüßen. Das bloße Bewusstsein dieser Tatsache kann sich daher bereits positiv auf den gesamten MI-

¹⁰³ Vgl. BVDS (2013d), S. 230.

¹⁰⁴ Godeke und Bauer (2008), S. 26.

¹⁰⁵ Die Prinzipien des ökonomischen Denkens wurden von dem einflussreichen US-amerikanischen Makroökonom N. Gregory Mankiw definiert. Mankiw beschreibt mit seinen 10 Prinzipien, wie ein Mensch ökonomisch rationale Entscheidungen trifft. Vgl. Mankiw und Taylor (2007), S. 4ff.

¹⁰⁶ Vgl. Timmer (2005), S. 34ff.

Implementierungsprozess auswirken.¹⁰⁷ Denn wird sich der Stifter seiner Verbundenheit zu bestimmten MI-Produkten bewusst und artikuliert diese Präferenz in einem entsprechenden Rahmen, erspart dies den Stiftungsgremien im besten Falle einen langwierigen Erörterungsprozess.¹⁰⁸

Die Philanthropie hat in Deutschland nicht jenen gesellschaftlichen Stellenwert, den sie in den puritanisch geprägten USA innehat. Denn speziell Stiftungen und damit verbundene Tätigkeiten gehören in den gehobenen Kreisen der US-amerikanischen Gesellschaft zum guten Ton und werden dementsprechend breit kommuniziert.¹⁰⁹ In Deutschland tritt dieser Reiz nach gesteigertem gesellschaftlichem Ansehen jedoch laut einer Studie der Bertelsmann Stiftung in den Hintergrund. Stifter tendieren dazu, anonym zu bleiben.¹¹⁰ Trotz dieser Tatsache und vor allem vor dem Hintergrund möglicher Reputationsrisiken sehen jedoch selbst Stifter in Deutschland die Notwendigkeit von MI und damit der Vermeidung von Investitionen, die dem Zweck der Stiftung diametral entgegenstehen.¹¹¹ Folgt die Stiftung dieser Bewegung nicht, besteht laut Schäfer und Schröder (2009) die Gefahr, dass die Glaubwürdigkeit der Stiftungsgremien nicht nur im Hinblick auf die Vermögensverwaltung, sondern auch in Bezug auf die gesamten Aktivitäten der Stiftungen leidet.¹¹² Die Autoren führen diesen Kausalzusammenhang auf die Tatsache zurück, dass, wenn über die Anlagestrategie einer Stiftung negativ berichtet wird, diese mediale Berichterstattung auch einen Reputationsverlust für jene Aktivitäten der Stiftung bedeuten kann, die sich nicht mit der Vermögensverwaltung beschäftigen. Ist die Stiftung eine Unternehmensträgerstiftung, bei der die Stiftung als juristische Person direkt unter sich ein Unternehmen betreibt,¹¹³ kann dieser Imageverlust der Stiftung theoretisch das Unternehmen selbst treffen. Aus dem Imageverlust der Stiftung könnten in diesem Fall messbare negative Konsequenzen für die profitausgerichtete Gesellschaft resultieren.¹¹⁴

3.2.2. Über das Bestreben, Bindungen aufzubauen

Was die Beziehung von Stiftungen zu ihren Destinatären angeht, streben Stifter danach, langjährige und vertiefende Beziehungen zu ihren Förderpreisbeziehern, Stipendiaten oder unterstützten Gemeinden aufzubauen.¹¹⁵ Denn eine solche langjährige Zusammenarbeit kann nicht nur die Effektivität der Fördergeldempfänger verbessern, sondern auch dazu

¹⁰⁷ Vgl. Godeke und Bauer (2008), S. 28.

¹⁰⁸ Hierbei kommen u.a. vom Stifter formulierte Anlagerichtlinien in Betracht.

¹⁰⁹ Vgl. Graw (2010).

¹¹⁰ Vgl. Timmer (2005), S. 34ff.

¹¹¹ Vgl. Knoepfel (2012), S. 2.

¹¹² Vgl. Schäfer und Schröder (2009), S. 16.

¹¹³ Vgl. Strachwitz und Mercker (2005), S. 313.

¹¹⁴ Vgl. Knoepfel (2012), S. 2.

¹¹⁵ Vgl. Godeke und Bauer (2008), S. 27.

führen, dass Stiftungen größtmöglichen Nutzen aus den ausgeschütteten Erträgen ziehen. Stiftungen fungieren in diesem Fall nicht nur als Geldgeber, sondern werden zu voll engagierten Partnern, die den Förderpreisbeziehern mit Beratung, Managementunterstützung und Zugang zu einem professionellen Netzwerk zur Seite stehen. Hierdurch wird die Effektivität der Fördergeldempfänger erhöht und somit der Nutzen der an diese Destinatäre getätigten Spenden verbessert.¹¹⁶ Zwar wird unter dem Stichwort „Projektitis“¹¹⁷ die kurzfristige und innovative Förderlogik von Stiftungen immer wieder betont, doch erfahren die Advokaten einer auf Langfristigkeit ausgerichteten Förderlogik durch die in Deutschland ebenfalls immer populäreren Elemente der Venture Philanthropy zunehmend Unterstützung. Venture Philanthropy beschreibt Ansätze, die sozial ausgerichtete Organisationen nicht nur mithilfe von Finanzkapital, sondern auch mithilfe von geistigem und Sozialkapital langfristig unterstützen wollen.¹¹⁸ Zwar unterscheidet sich Venture Philanthropy vom klassischen Metier von Stiftungen, doch sind es vor allem jene Ansätze, die eine Professionalisierung, eine Kapazitätserweiterung und eine Wirkungsmaximierung des dritten Sektors anstreben, die dieses Konzept für den Deutschen Stiftungssektor attraktiv machen.

MI kann dieses Streben nach erhöhter Wirkung unterstützen, indem es durch die Benutzung von Impact Investments aus einer einseitigen Beziehung eine wechselseitige macht. Die Adressaten von Impact Investments haben, im Gegensatz zu herkömmlichen Stiftungspreisempfängern, nicht nur die Pflicht, über die Verwendung des ihnen zugeflossenen Geldes zu informieren. Sie sind vielmehr, je nach Strukturierung des Impact Investments, der Stiftung Geld, zum Beispiel in Form eines zurückzuzahlenden Darlehens, schuldig. Diese Tatsache stellt das Selbstverständnis des Empfängers, sei es nun ein gemeinnütziger Verein oder eine Nichtregierungsorganisation, auf eine völlig neue Ebene. Sie empfangen nicht mehr nur Spenden und verbrauchen diese, sondern treten stattdessen in eine ökonomische Beziehung mit der Stiftung.¹¹⁹ Dieser Umstand gestattet es Stiftungen, in eine engere Zusammenarbeit mit den geförderten Projekten treten zu können und so schlussendlich die Produktivität des gesamten sozialen Sektors zu verbessern. Diese Logik rührt daher, dass Geldgeber, im Vergleich zu Spendern, ihre Projekte genauer überprüfen müssen, um das Risiko ihrer Investition abwägen zu können. Soziale Projekte, die Kennzahlen sowie soziale Zielvorgaben konkret definieren müssen, verbessern laut Frank

¹¹⁶ Vgl. Porter und Kramer (1999), S. 124f.

¹¹⁷ Vgl. Die Stiftung (2014), S. 4.

¹¹⁸ Vgl. Hoelscher et al. (2010), S. 137f.

¹¹⁹ Vgl. Godeke und Bauer (2008), S. 27.

Mattern, dem ehemaligen Deutschland-Chef von McKinsey, hierdurch die Transparenz und schlussendlich die Produktivität des gesamten dritten Sektors.¹²⁰

3.2.3. Die Next Generation des Stiftungssektors

Um traditionelle Strukturen aufzubrechen oder gar in Bewegung zu setzen, bedarf es nicht selten der Hilfe eines Impulses. Dieser Impuls kann in Stiftungen die relativ simple Form einer Person annehmen, die das Thema MI auf die Tagesordnung der Stiftungsratssitzungen setzt. Imbert und Knoepfel (2011) finden in ihrer Studie Hinweise darauf, dass es vor allem die jungen Stiftungsmitarbeiter und Gremienmitglieder sind, die diesen entscheidenden Impuls hin zu einer SRI oder Impact-Investing-Strategie geben. Die Autoren begründen diese Ergebnisse damit, dass dieser neue Generation von Stiftungsmitarbeitern der Zugang zu diesen neuen Ansätzen leichter fällt. Denn die in den letzten Jahren in die Arbeitswelt strömende Millennium-Generation steht, einer Umfrage der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Deloitte zufolge, neuen innovativen Ideen zu gesellschaftlichen Mehrwertgenerierungen sehr viel offener gegenüber als es ältere Mitarbeiter tun.¹²¹ Im besten Falle bringen diese Mitarbeiter sogar schon Erfahrung aus der SRI-Sphäre mit und verstehen daher nicht nur die Logik hinter MI, sondern sind auch gewillt, mit diesen neuen Investment-Methoden zu experimentieren.¹²² Innerhalb von gemeinnützigen Stiftungen, die von einzelnen Familien geleitet werden, kann es zusätzlich zu einem Generationendiskurs kommen, wenn die nächste Generation versucht, neue philanthropische Instrumente innerhalb der Stiftung zu verankern.¹²³ Das Bewusstsein für die Wirkung, die diese jungen Mitarbeiter und neue, von der Familie eingesetzte Gremienmitglieder auf die Stiftungsarbeit haben können, sollte in diesem Sinne nicht unterschätzt werden.

3.2.4. Vom Moralischen Imperativ der Stiftungsarbeit

Entgegen der weitverbreiteten öffentlichen Meinung werden Stiftung nicht in erster Linie gegründet, weil sich der Stifter und seine Familie Eigennutz erhoffen. Gewiss kann bei der Gründung einer Familienstiftung solch ein Gedanke im Vordergrund stehen, doch aufgrund der Tatsache, dass diese Stiftungen nur zwischen drei und fünf Prozent der deutschen Stiftungen ausmachen, ist diese Motivation zur Gründung einer Stiftung die Ausnahme.¹²⁴ Die meisten Stifter streben vielmehr danach, ein konkretes soziales oder ökologisches Problem zu lösen, und wollen gegenüber ihren Mitmenschen durch die Förderung bestimmten Einrichtungen Verantwortung übernehmen. Das wichtigste Motiv deutscher

¹²⁰ Vgl. Interview mit Frank Mattern, der über Social Investing und dessen Vorteile im Vergleich zum Spenden redet. Vgl. Hage (2009).

¹²¹ Vgl. Deloitte (2015), S. 25.

¹²² Vgl. Imbert und Knoepfel (2011), S. 36.

¹²³ Ebd., S. 36f.

¹²⁴ Vgl. Du Roi Droege (2006), S. 1.

Stifter ist jedoch die Hoffnung, mit ihrer Tat etwas bewegen zu können.¹²⁵ Der moralische Auftrag, der Imperativ einer Stiftung, ist in Deutschland demnach in der Weise verankert, dass der Stifter beabsichtigt, etwas an die Gesellschaft zurückzugeben. Diese moralische Wertvorstellung betrifft alle Handlungen einer Stiftung, sei es nun deren Fördertätigkeit oder die Vermögensverwaltung. Kant beschreibt dieses Verständnis – dass jegliche Handlung eine moralische Handlung sein muss – als kategorischen bzw. moralischen Imperativ:

„Handle so, dass die Maxime deines Willens jederzeit zugleich als Prinzip einer allgemeinen Gesetzgebung gelten könne.“¹²⁶

Die Anwendung dieser Universalisierungsformel bietet Stiftungen die Möglichkeit, einen moralischen Wirkungsrahmen für ihre Arbeit zu definieren. Dieser Rahmen soll sicherstellen, dass die gesamte Stiftungsarbeit – einschließlich der Vermögensverwaltung – einer ethisch vertretbaren Maxime unterworfen ist.¹²⁷ Eine solche Sichtweise entlarvt jedoch jene Stiftungen, die bisher ihre Vermögensverwaltung ausgelagert hatten, ohne ihren externen Verwaltern ethische Richtlinien mit auf den Weg zu geben. Somit liefert Kants Werteverständnis ein moralisches Fundament für die Arbeit innerhalb der Stiftungswelt. Dabei ist jedoch zu beachten, dass Kant keinen utilitaristischen Ansatz¹²⁸ zu der Erklärung von Moral und Ethik vertrat. Die ethische Grundlage für MI kann in diesem Sinne nicht allein darin bestehen, dass die deutsche Allgemeinheit diese Praktiken befürworten würde, sie bezieht sich vielmehr auf die Fähigkeit und den Auftrag von Stiftungen, kollektiven Mehrwert zu schaffen.¹²⁹

Kants moralischer Imperativ bietet somit für sich genommen keine zureichende Begründung der Motivation für MI. Wie oben bereits erwähnt, ist die Hauptmotivation für Stifter, gesellschaftlichen Mehrwert schaffen zu wollen. Stiftungen erzeugen aber laut Porter und Kramer (1999) nur Mehrwert für die Gesellschaft, wenn ihre Aktivitäten über das bloße Verteilen von Stiftungspreisen hinausgehen. Abgesehen von operativ tätigen Stiftungen, erzielen Stiftungen Wirkung, indem sie Einrichtungen unterstützen, die mit den monetären Zuwendungen sozialen Mehrwert schaffen. Diese Spenden könnten aber genauso gut von anderen privaten oder staatlichen Akteuren stammen. Nach dieser Logik fordern die Autoren,

¹²⁵ In einer Studie der Bertelsmann Stiftung sowie des BVDS werden u.a. die Motive, die hinter Stiftungsgründungen stehen, erforscht. Vgl. Timmer (2005).

¹²⁶ Kant (1788), AA V, 30.

¹²⁷ Wie diese Maxime die Benutzung von Ethik-Filtern beeinflusst, wird in Abschnitt 5.2.4.4 erläutert.

¹²⁸ Der Utilitarismus ist eine Form der Ethik, die in ihrem Kern danach strebt, das Gemeinwohl zu maximieren, indem sie die Rechte der Einzelnen diesem Streben nach Gemeinwohl unterordnet. So würden Utilitarier, frei nach Jeremy Bentham, z. B. die Folter von einzelnen Terroristen befürworten, solange damit größeres Unheil abgewendet werden kann und somit das Gemeinwohl, beispielsweise durch die Vereitelung eines großen Anschlages, vergrößert wird. Vgl. u.a.: Sandel (2010).

¹²⁹ Vgl. dazu die Erläuterungen zum Utilitarismus von: Sandel (2010).

dass Stiftungen über die reine Verteilung von Spenden hinaus Mehrwert schaffen sollten. Denn nur so können sich Stiftungen sicher sein, dass sie ein nicht zu ersetzendes Glied in der Zivilgesellschaft darstellen.¹³⁰

Nach dieser Logik schaffen Stiftungen nur Mehrwert, wenn sie neben der Vergabe von Fördergeldern weitere Aktivitäten anstreben: Sie wählen die effektivsten Stiftungspreisträger aus; sie signalisieren durch ihre Fördergelder, wo andere Spender ihre philanthropischen Ziele effektiv verwirklichen können; ferner können sie den Preisträgern dabei helfen, ihre eigenen Leistungen zu optimieren und somit die Preisgelder effizienter zu nutzen.¹³¹ Die letzte und wichtigste Methode, Wert zu schaffen, sehen die Autoren darin, dass Stiftungen durch die Finanzierung und Durchführung von Forschung und Pilotprojekten dabei helfen, neue, effektive Wege zur Bewältigung sozialer Probleme zu finden.¹³² Porter und Kramer (1999) sehen den Stiftungsauftrag somit eindeutig dahin gehend, dass Stiftungen dazu beitragen, die Effektivität des gesamten dritten Sektors zu verbessern, indem sie neue, unbekannte Wege einschlagen. Die Verantwortung, die innerhalb dieses Sektors auf Stiftungen lastet, kann somit als eine moralische Verpflichtung bezeichnet werden.¹³³

Die Ideen des australischen Philosophen Peter Singer helfen zu erklären, wieso diese moralische Verpflichtung von Stiftungen nicht vor deren Vermögensverwaltung halt macht. Singer argumentiert, dass wir, wenn es in unserer Macht steht, etwas Schlechtes zu verhindern, ohne dabei etwas von ähnlicher moralischer Bedeutung aufgeben zu müssen, verpflichtet sind, dies zu tun.¹³⁴ Dieses sehr generelle Argument aus dem Jahre 1972 erweitert Singer in seinem aktuellsten Buch mit dem Titel „The Life You Can Save“, das im Jahr 2009 erschien. Darin argumentiert der Autor, dass jeder Mensch entsprechend seiner Möglichkeiten eine eindeutige moralische Verpflichtung hat, seinen weniger bemittelten Mitmenschen zu helfen.¹³⁵ Dagegen wird manch einer zwar argumentieren, dass die Verpflichtung, Gutes zu tun und dabei eventuell auf finanzielle Rendite zu verzichten, sicherlich bewundernswert, jedoch moralisch nicht erforderlich ist. Dieses Argument mag allein auf Einzelpersonen zutreffen. Stiftungen sind aber als Vermittler und Wahrer der Ethik in der Pflicht und haben in diesem Sinne eine moralische Verantwortung für die Förderung „des Guten“.¹³⁶

¹³⁰ Vgl. Porter und Kramer (1999), S. 123.

¹³¹ Ebd., S. 123f.

¹³² Vgl. Godeke und Bauer (2008), S. 27.

¹³³ Vgl. Porter und Kramer (1999), 123f.

¹³⁴ Vgl. Singer (1972), S. 231.

¹³⁵ Vgl. Singer (2009). Dieses Buch inspirierte beispielsweise Dustin Moskovitz, einen der Mitgründer von Facebook, dazu eine gemeinnützige Stiftung zu gründen. Vgl. Cha (2014).

¹³⁶ Vgl. Sandberg (2008), S. 284.

Neben diesem moralischen Argument ist auch ein gesellschaftliches Argument dafür anzuführen, dass die Vermögensverwaltung der Stiftung einer kollektiven Norm untergeordnet werden sollte. Denn Stiftungen investieren nicht zur persönlichen Bereicherung einzelner, sondern im Auftrag der Allgemeinheit zum Nutzen aller.¹³⁷ Es stimmt zwar, dass Stiftungen meist durch die Großzügigkeit von Privatpersonen entstehen, aber im Vergleich zu Privatpersonen sind Stiftungen, die gemeinnützige, mildtätige oder kirchliche Zwecke verfolgen, steuerbegünstigt.¹³⁸ Die Fördergelder dieser Stiftungen gehören demnach der Allgemeinheit.¹³⁹ Die Advokaten von MI legen aus diesem Grund die Schlussfolgerung nahe, dass der moralische Anspruch einer Stiftung nicht nur deren Fördergeldvergabe betrifft, sondern sich auch auf deren Vermögensverwaltung erstreckt.¹⁴⁰ Denn wenn 5 Prozent des Stiftungsvermögens in Form von Erträgen versuchen, eine Idee voranzutreiben, während die restlichen 95 Prozent ein ganz anderes Ziel verfolgen, so kann diese Praxis nicht als zielführend betrachtet werden.¹⁴¹ Ansonsten bestände theoretisch die Gefahr, dass die Vermögensverwaltung der Stiftung den durch die Fördergelder erzeugten gesellschaftlichen Mehrwert aufhebt oder im schlimmsten Fall sogar mehr Schaden als Nutzen bringt.¹⁴² Hierdurch würde die gemeinschaftliche Daseinsberechtigung, die Stiftungen durch ihre ideelle Arbeit erlagen, gefährdet.

Es geht den Befürwortern von MI an dieser Stelle jedoch nicht darum, die Vermögensverwaltung zur Zweckerfüllung zu instrumentalisieren, sondern um das Ziel, die Vermögensverwaltung nicht völlig frei von moralischen Wertvorstellungen rein kapitalistisch zu strukturieren.¹⁴³ Stiftungen sollten, nach Kramer und Cooch (2007), vielmehr ihre Macht als Investoren und ihre Stellung in der Zivilgesellschaft zu nutzen wissen, um damit die Anreize der konventionellen Kapitalmärkte zu verändern¹⁴⁴ und damit ihren Beitrag zur Entwicklung eines nachhaltigeren Wirtschaftssystems zu leisten.¹⁴⁵ Ausgehend von dieser gesamtheitlichen Sichtweise lässt sich festhalten, dass theoretisch nur die Fördermittel einer Stiftung einer gesellschaftlichen Mehrwertgenerierung verpflichtet sind. Durch die moralische Verantwortung von Stiftungen mutet es jedoch schlüssig an, diese Sichtweise in der Praxis ebenfalls auf das Stiftungsvermögen zu übertragen.

¹³⁷ Vgl. Kamal (2009), S. 2.

¹³⁸ Vgl. BVDS (2015), S. 1.

¹³⁹ Vgl. Porter und Kramer (1999), S. 122.

¹⁴⁰ Vgl. Godeke und Bauer (2008) und Sandberg (2008).

¹⁴¹ Vgl. Emerson (2003b), S. 45.

¹⁴² Vgl. Kamal (2009), S. 16.

¹⁴³ Vgl. Wittmann und Jungheim (2010), S. 67.

¹⁴⁴ Vgl. Kramer und Cooch (2007), S. 1.

¹⁴⁵ Vgl. Knoepfel (2012), S. 2f.

3.2.5. Die Stiftung – zwischen Tradition und Innovation

Stiftungen stehen seit jeher zwischen zwei Fronten: Einerseits wird von ihnen eine die Zeit überdauernde, traditionelle Haltung verlangt, die allem Zeitgeschehen trotzt, um auf diese Art und Weise den Stifterwillen auf ewig verfolgen zu können. Andererseits wird von ihnen gefordert, dass sie sozialem Wandel nicht nur folgen, sondern diesen selbst aktiv mitzugestalten.

Der geschichtliche Verlauf des Stiftungswesens hat gezeigt, dass Stiftungen schon immer als probates Mittel zur Wahrung von Kontinuität und gesellschaftlicher Konstanz betrachtet worden sind.¹⁴⁶ Die Intention hinter der Gründung einer Stiftung beruht darauf, den Willen der folgenden Generationen dem Willen des Stifters unterzuordnen. Eine Stiftung stellt den Willen eines Verstorbenen insofern über den Willen einer lebenden Person.¹⁴⁷ Somit stellt die Stiftung gesellschaftstheoretisch gesehen eine Einrichtung dar, die sich gegen den Wandel positioniert. Das Selbstverständnis mit dem sich Stiftungen diesem Thema annähern, variiert jedoch: Laut einer Publikation des BVDS sehen sich Stiftungen in Deutschland als Innovationstreiber. Entgegen ihrer traditionellen Rolle scheinen Stiftungen zunehmend ein Bewusstsein dafür zu entwickeln, dass sie sich am gesellschaftlichen Wandel zu beteiligen haben.¹⁴⁸ Dieser Einschätzung schließt sich Strachwitz (2007) nicht an. Er argumentiert, dass die wenigsten deutschen Stiftungen für sich den Anspruch erheben, Katalysatoren des gesellschaftlichen Wandels zu sein.¹⁴⁹ Somit ist das Selbstbild der deutschen Stiftung nur dahingehen geklärt, dass „nachhaltige Stiftungsarbeit in einem ausgewogenen Verhältnis von Innovation und Kontinuität stattfindet“.¹⁵⁰

Die Sicht auf die Ursprünge des Stiftungswesens offenbart jedoch einen weiteren Aspekt: die zweiseitige etymologische Bedeutung des Wortes „Stiften“. Einerseits beschreibt es den Akt der Gründung einer Institution, die auf Beständigkeit abzielt. Andererseits geht die zweite Bedeutung des Wortes „Stiften“ auf das Anstiften zurück, das dazu animieren soll, bzw. „den Anstoß geben, dass etwas geschieht“.¹⁵¹ Die Worte „gründen“ und „animieren“ stehen aber in einem Widerspruch zueinander und spiegeln insofern die paradoxe Situation wider, in der sich Stiftungen befinden.

Es kann angezweifelt werden, dass Stiftungen wirklich zum gesellschaftlichen Wandel beitragen. Denn die Tatsache, dass dieser Beitrag sehr schwer messbar ist, lässt eine

¹⁴⁶ Vgl. Andres et al. (2008), S. 38.

¹⁴⁷ Vgl. Münkler (2006), S. 27f.

¹⁴⁸ Vgl. BVDS (2013d), S. 30.

¹⁴⁹ Vgl. Strachwitz (2007), S. 126.

¹⁵⁰ BVDS (2013d), S. 230.

¹⁵¹ Pfeifer (1989), Die Etymologische Bedeutung des Wortes Stiften.

eindeutige Antwort auf diese Frage nicht zu.¹⁵² Es gilt allerdings als sicher, dass Stiftungen ihre Mittel häufig dazu verwenden, vom Staat unterfinanzierte Zwecke zu unterstützen. Stiftungen wirken auf Gebieten, die von der Politik in einer nachlässigen Art und Weise behandelt werden.¹⁵³ Dies hat dazu geführt, dass sich die amerikanischen Pendanten zu deutschen Stiftungen selbst bereits als „Themenanwälte“ für Probleme, die von der Politik nicht wahrgenommen werden, verstehen.¹⁵⁴ Von solch einem Selbstverständnis sind deutsche Stiftungen bis dato weit entfernt. Eines trifft aber heute schon zu: Stiftungen fördern dort, wo Hilfe benötigt wird. Somit unterstützen sie von Stillstand bedrohte Bereiche und begünstigen auf diese Art und Weise den wissenschaftlichen, sozialen und moralischen Fortschritt eines Landes.¹⁵⁵ Die Art der Verteilung der Stiftungserträge kann daher als Indiz dafür interpretiert werden, dass Stiftungen einen Beitrag zu gesellschaftlichen Innovationskraft eines Landes leisten. Wie weit diese Innovationskraft geht, ist laut einer Studie des Maecenata Instituts von der Stiftungssatzung abhängig. Denn solange der Stiftungszweck relativ breit formuliert wurde, solange ist es den Stiftungsorganen möglich, den Stifterwillen auf eine liberale, flexible und bedarfsorientierte Weise zu interpretieren und damit innovationsfreudig zu handeln.¹⁵⁶

Zusammenfassend besteht die zentrale Aufgabe einer Stiftung in der Theorie darin, die Zivilgesellschaft zu stärken, indem sie diese festigt und weiterentwickelt.¹⁵⁷ Die Realität in Deutschland sieht indes weitgehend anders aus: „von einem innovativen Stiftungssektor“ lässt sich laut Adloff (2004) „mit Sicherheit nicht sprechen“.¹⁵⁸ Somit ist festzustellen, dass das Selbstverständnis deutscher Stiftungen dem tatsächlichen Potenzial um Welten hinterherhinkt.¹⁵⁹ Der Hinweis auf die traditionell innovationsfreudige Rolle von Stiftungen kann insofern als Triebkraft von MI angesehen werden, als dass diese Rückbesinnung einer regelrechten Handlungsaufforderung zu mehr Innovationsfreude gleichkommt.

3.3. Erklärungsansätze für extern motivierte Triebkräfte des Wandel

3.3.1. Die Stiftung im Kontext der Finanzkrise

Neben den bereits erläuterten Faktoren, die von innen auf die Entscheidungsfindung einer Stiftung Einfluss nehmen, gibt es auch Triebkräfte, die von außen auf eine Stiftung einwirken und somit den Entscheidungsprozess hin zu einer MI-Strategie beeinflussen können.

¹⁵² Zur Wirkungsmessung der Stiftungsaktivitäten siehe Abschnitt 7.5.1.

¹⁵³ Vgl. Kocka (2004), S. 1.

¹⁵⁴ Vgl. Anheier (2010), S. 2.

¹⁵⁵ Vgl. Münkler (2006), S. 42f.

¹⁵⁶ Vgl. Andres et al. (2008), S. 19ff.

¹⁵⁷ Vgl. BVDS (2013d), S. 12.

¹⁵⁸ Adloff (2004), S. 281.

¹⁵⁹ Vgl. Anheier (2010), S. 2.

Wie bereits angeführt, sind die Finanzkrise und die daraus hervorgegangene Krise des Euroraums nicht spurlos an der deutschen Stiftungslandschaft vorübergegangen.¹⁶⁰ Rund ein Drittel der deutschen Stiftungen verbuchte während der Finanzkrise Vermögensverluste oder Vermögenseinbußen. Von diesen Stiftungen verloren über die Hälfte jedoch nur zwischen 1 und 10 Prozent ihres Stiftungsvermögens.¹⁶¹ Die Verluste halten sich somit in Grenzen und offenbaren ein nicht ganz so negatives Bild des deutschen Stiftungssektors. Diese Illusion wird aber dadurch gestört, dass die Umlaufrenditen festverzinslicher Wertpapiere seit Jahren kontinuierlich sinken.¹⁶² Dies hat zur Folge, dass Stiftungen auslaufende festverzinsliche Anlagen durch neue, schlechter verzinsten Positionen ersetzen müssen, wenn sie den Anteil von festverzinslichen Anlagen in ihrem Portfolio beibehalten wollen. Aus dieser Tatsache leitet sich die aktuelle Problematik, die den gesamten Stiftungssektor erfasst hat, ab: Durch die aktuell niedrigen Zinssätze sehen Stiftungen ihre Fähigkeit zur Ausschüttung von zukünftigen Erträgen und damit die Verfolgung ihres Stiftungszwecks in Gefahr.¹⁶³ Die Mehrheit der Führungskräfte im deutschen Stiftungssektor sieht folglich neue, innovative Lösungen als Ausweg aus der misslichen Lage an.¹⁶⁴

3.3.2. Der Wandel hin zu einem neuen Wirtschaftsmodell

„Unter dem Eindruck der europaweiten Wirtschafts- und Verschuldungskrise plädieren acht von zehn Deutschen für eine neue Wirtschaftsordnung.“ Diese Erkenntnis einer von der Bertelsmann Stiftung durchgeführten Studie bringt die Sehnsucht der Bevölkerung nach einem wirtschaftlichen Umdenken zum Ausdruck. Fortschritt um jeden Preis ist, laut dieser Studie, nicht mehr die vorherrschende Maxime, sondern wird zunehmend durch ein Prinzip ersetzt, welches den Schutz der Umwelt und die soziale Gerechtigkeit verstärkt in den Vordergrund rückt.¹⁶⁵ Der folgende Abschnitt wird zunächst jedoch auf die noch heute vorherrschenden, historisch gewachsenen ökonomischen Modelle eingehen, um in danach deren evolutionäre Haltung zu Wachstum und Ressourcenverbrauch zu erläutern. Hierdurch soll ein Verständnis für das sich derzeit wandelnde gesellschaftliche Denken, das Stiftungen als Teil dieser Zivilgesellschaft in nicht unerheblichem Maße tangiert, geschaffen werden.

Diese Ergebnisse sind angesichts der Tatsache, dass die mediale Berichterstattung über die Zerstörung unseres natürlichen Lebensraumes einen immer breiteren Raum einnimmt, nicht

¹⁶⁰ Vgl. Abschnitt 1.2.

¹⁶¹ Vgl. Jaretzke und Redbrake (2009), S. 12.

¹⁶² Vgl. Deutsche Bundesbank (2013), S. 1.

¹⁶³ Zur aktuellen finanziellen Lage von Deutschen Stiftungen siehe: Bischoff et al. (2015), S. 4f.

¹⁶⁴ Vgl. Jaretzke und Redbrake (2009), S. 9. Bei der Befragung über die Auswirkungen der Krise wurde dieser Aspekt als einer der Häufigsten genannt.

¹⁶⁵ Bertelsmann Stiftung (2012), S. 7f.

überraschend.¹⁶⁶ Menschliches Handeln hat einen direkten Einfluss auf das Ökosystem der Erde. Ein in der renommierten Fachzeitschrift *Nature* veröffentlichtes Konzept beschreibt neun für das Ökosystem Erde elementare Dimensionen, die nur zu einem gewissen Grenzwert belastet werden dürfen.¹⁶⁷ Der Umstand, dass drei dieser sogenannten „Belastungsgrenzen“ schon heute ausgereizt worden sind,¹⁶⁸ kommt verstärkt bei den Bürgerinnen und Bürgern an.¹⁶⁹

Die Wirtschaft hält jedoch weiter an einem ökonomischen Modell fest, das in der Theorie immer mehr Wachstum benötigt, um erfolgreich zu sein. Schon im Zeitalter der klassischen Ökonomen, welches von der Mitte des 18. bis in das späte 19. Jahrhundert reichte, lenkten einflussreiche Wirtschaftswissenschaftler wie Adam Smith, David Ricardo und Robert Malthus immer wieder die Aufmerksamkeit auf ein Problem: das Wirtschaftswachstum.¹⁷⁰ So war Wirtschaftswachstum ein fester Bestandteil von Adam Smiths Buch „*Der Wohlstand der Nationen*“. Für Smith sind sehr kleine Märkte nicht in der Lage, vom *Prinzip der Arbeitsteilung* Gebrauch zu machen. Denn in solchen Märkten ergeben sich keine Anreize für Individuen, sich ganz einer Profession zu widmen, da sie keine Person haben, mit der sie die Waren, die sie selbst produzieren, tauschen könnten.¹⁷¹ Es ist demnach eine gewisse Größe des Marktes vonnöten damit das *Prinzip der Arbeitsteilung* greift.¹⁷² Die Arbeitsteilung führt in diesen Märkten zu einer erhöhten Produktionskapazität und somit zu erhöhten Absätzen, welche dann wiederum die Möglichkeit für weitere Arbeitsteilung und weiteres Wachstum bildeten.¹⁷³

Andauernd weiterwachsende Märkte mit einem zunehmenden Ressourcenverbrauch waren für Smith, der mit diesem Werk die klassische Ökonomie begründete, eine Grundvoraussetzung für steigenden Wohlstand. Im Vergleich zu Adam Smith, der primär daran interessiert war, die Ursachen von Wohlstand zu untersuchen, beschäftigte sich David Ricardo in seinem wahrscheinlich berühmtesten Text „Über die Grundsätze der politischen Ökonomie und der Besteuerung“ mit den Gesetzmäßigkeiten, die die Verteilung dieses

¹⁶⁶ Vgl. Bartelheimer (2004), S. 27f.

¹⁶⁷ Vgl. Rockström et al. (2009).

¹⁶⁸ Dt.: Planetarische Grenzen, Belastungsgrenzen des Planeten. Abgeleitet vom Englischen Originalbegriff „Planetary Boundaries“.

¹⁶⁹ In weiten Teilen wurde dieses Modell als Grundlage für die heutige internationale Klimapolitik und insbesondere deren Ziele herangezogen. Vgl. Rockström et al. (2009), S. 472ff.

¹⁷⁰ Als Wirtschaftswachstum wird allgemein die Steigerung des Bruttoinlandsproduktes (BIP) und somit die Zunahme der monetären Summe der in einer Volkswirtschaft produzierten Waren und geleisteten Dienstleistungen, von einer gewissen Periode zur nächsten verstanden. Vgl. Woll (2008), S. 802.

¹⁷¹ Vgl. Smith (1863), Book I Chap. III S. 8.

¹⁷² Ebd., Book IV Cap. IX S. 308.

¹⁷³ Arbeitsteilung vergrößert das Ausmaß des Marktes (engl. „the extent of the market“) immer weiter. Vgl. Smith (1863), Book I Chap. III S. 8.

Wohlstands ausmachen.¹⁷⁴ Ricardo sieht das Wachstum von Kapital durch zwei Faktoren bestimmt: Einerseits, kann Wachstum durch den verstärkten Einsatz von produktiven Arbeitskräften erzielt werden. Andererseits, kann, ohne die Zahl der Arbeitskräfte zu erhöhen, Wachstum generiert werden, wenn die Produktivität der bereits vorhandenen Arbeitskräfte gesteigert werden kann.¹⁷⁵ Daneben setzt sich Robert Malthus' Bevölkerungstheorie, die im Jahre 1798 erstmals publiziert wurde und zu den Standardwerken der klassischen Ökonomie zählt, mit Wachstum auseinander. Malthus beschreibt in seinem Werk den Zusammenhang zwischen der Bevölkerungszunahme eines Staates und dem mit dieser einhergehenden Bedarf nach einer erhöhten Nahrungsmittelproduktion. Malthus akzeptiert zwar, dass Arbeitsteilung, das Anhäufen von Vermögen sowie die fortwährende Erfindung neuer Maschinen notwendige Voraussetzungen für Wirtschaftswachstum sind. Diese Faktoren sind jedoch im Vergleich zur Bevölkerungsentwicklung sekundär. Die Malthusische Bevölkerungstheorie besagt somit – in Bezug auf Wachstum –, dass dieses nur erzielt werden kann, wenn die Lebensmittelproduktion mit einer vergleichbaren Rate zunimmt wie die Bevölkerung.¹⁷⁶ Die erwähnten klassischen Ökonomen sind sich somit einig, dass Wirtschaftswachstum, als Prozess, der Wohlstand generiert, erstrebenswert ist, ihre Ideen wie dieses Wachstum zustande kommen soll, differieren jedoch.

Dessen ungeachtet ist anzumerken, dass zwar alle drei dieser Ökonomen Wachstum anstreben, jedoch keiner von ihnen Wachstum um jeden Preis propagiert. Denn diese Advokaten des Wachstums waren sich der limitierenden Bedingungen ihrer Modelle bewusst. Sie glaubten, dass auf lange Sicht das Bevölkerungswachstum die Löhne drücken würde, die Ressourcen knapper würden und die Vorteile der Arbeitsteilung an ihre Grenzen stießen.¹⁷⁷ Dieses dunkle Bild einer an ihre Grenzen stoßenden Wirtschaft sah der Ökonom John Stuart Mill, ebenfalls ein Vertreter der klassischen Ökonomie, anders. Mill stimmte seinen Vorgängern zwar in dem Aspekt zu, dass das Ende des Wachstums zu einer stationären Wirtschaft führen würde, er war aber der Ansicht, dass eine Wirtschaft in einem stationären Zustand „eine sehr deutliche Verbesserung zum derzeitigen Zustand wäre“.¹⁷⁸ Mills stationärer Staat ist ein hochentwickelter und Kultur-affiner Staat, in dem der Wohlstand einigermaßen gleichmäßig verteilt ist.¹⁷⁹ Durch moderne Augen gesehen, scheint Mills Vision eines stationären Staates verklärt und utopisch. Und tatsächlich liefert Mills Beschreibung

¹⁷⁴ Laut Ricardo ist die Bestimmung dieser Gesetze das primäre Problem der Politischen Ökonomie. Vgl. Ricardo (1817), Preface, S. 5.

¹⁷⁵ Ebd., Chap. XX, S. 278.

¹⁷⁶ Vgl. Malthus (1798), Chap. 1 & 2.

¹⁷⁷ Vgl. Howarth (2013), S. 1.

¹⁷⁸ Frei übersetzt nach: „The stationary state ... would be a very considerable improvement on our present condition.“ Mill (1848), Book IV, Chap. VI, § 2, S. 336.

¹⁷⁹ Ebd., Book IV, Chap. VI, § 2, S. 339.

eine Vision, die versucht, das Mögliche mit ästhetischen und moralischen Idealen zu verknüpfen.¹⁸⁰ Mit dieser utopischen Sicht Mills endete die Ära der klassischen Ökonomen.

Wenn heutzutage auf die Werke dieser klassischen Ökonomen eingegangen wird, wird der Aspekt, dass diese Vordenker ihrer Zeit eine kritische Haltung zu endlosem Wachstum hatten, allzu gern negiert. Vielmehr wird die Tatsache betont, dass die Veröffentlichung ihrer Theorien sich zeitlich mit den Anfängen der industriellen Revolution deckte. Zur damaligen Zeit schien die Rechnung der Ökonomen demnach aufzugehen: Die ökologischen Nachteile ihrer Modelle wurden durch deren wirtschaftliche Vorteile mehr als ausgeglichen. Heutzutage, mit mehr als siebenmal so vielen Erdbewohnern,¹⁸¹ scheint das Festhalten an diesen ökonomischen Modellen zumindest insofern fragwürdig, da diese in einem an sich geschlossenen System (*i.e.* die Erde) auf endloses Wachstum setzen.¹⁸²

In den 60er und 70er Jahren des letzten Jahrhunderts setzte, angestoßen durch die Publikation „The Grenzen des Wachstums“ des Club of Rome, eine kritische Diskussion über Wachstum ein.¹⁸³ Seit 1980 wurde diese Kritik am Wachstum nach und nach durch eine Ansicht verdrängt, die darauf setzte, das Wachstum der Wirtschaft von der Zerstörung der Umwelt abzukoppeln. Besonders die Brundtland-Kommission beschrieb in ihrem Bericht „Unsere gemeinsame Zukunft“ aus dem Jahre 1987 diese „Abkopplung“ als wichtige Strategie, um nachhaltiges Wachstum zu ermöglichen.¹⁸⁴ Diese Anschauung wurde in den letzten Jahren mehr und mehr kritisch betrachtet und anstelle dieser wurde wieder die Idee des stationären Staates ohne Wirtschaftswachstum aufgegriffen.¹⁸⁵ Insbesondere der Ökonom Herman Daly bestreitet, dass Wachstum nötig ist, um einen auf einer kapitalistischen Wirtschaft aufbauenden Staat stabil zu halten.¹⁸⁶ Daly leitet diese Logik davon ab, dass die Wirtschaft ein Subsystem der Erde, die ein stationäres System darstellt, ist. Das Subsystem (*i.e.* die Wirtschaft) kann die Grenzen, die von dem gesamten System (*i.e.* die Erde) vorgegeben werden, nicht sprengen und muss demzufolge an einem gewissen Punkt ebenfalls einen stationären Zustand annehmen.¹⁸⁷

Auch wenn das Streben nach einem stationären Staat nie im Gedankengut der Allgemeinheit verankert werden wird, liefern uns die Ansichten der Ökonomen zumindest Ansatzpunkte für

¹⁸⁰ Vgl. Howarth (2013), S. 1.

¹⁸¹ Smiths Model hat seinen Ursprung in einer Zeit, in der nicht einmal 1 Milliarden Menschen die Welt bevölkerten. Vgl. UN DESA (2011), Figure 1.

¹⁸² Vgl. Kleissner (2013): Dinner Speech des Gründers der KL Felicitas Foundation.

¹⁸³ Vgl. Meadows et al. (1972).

¹⁸⁴ Vgl. Brundtland et al. (1987), Part II 4. I.

¹⁸⁵ Vgl. Xue (2010), S. 3.

¹⁸⁶ Herman Daly ist emeritierter Professor der School of Public Policy der University of Maryland und war u.a. von 1988 bis 1994 bei der Weltbank als Senior Economist im Environment Department tätig. Vgl. University of Maryland (2013).

¹⁸⁷ Vgl. Daly (1974), S. 17 & Daly (2008), S. 1.

eine nachhaltigere Wirtschaftspolitik. Diese Ansatzpunkte scheinen immer dringender vonnöten zu sein. Denn die Menschheit besitzt nicht mehr den Luxus, ein weiteres Jahrhundert damit verbringen zu können, auf endloses Wachstum zu setzen und dabei auf Kosten der Natur Vermögen anzuhäufen.¹⁸⁸ Laut einem Bericht der New Economic Foundation, einer unabhängigen britischen Denkfabrik,¹⁸⁹ ist es für die globale Wirtschaft nicht mehr möglich zu wachsen, ohne dabei die Ökosysteme des Planeten Erde in Mitleidenschaft zu ziehen.¹⁹⁰ In diesem Bericht zogen die Autoren die gängigsten Modelle für den Klimawandel heran und verglichen diese mit Modellen, die den zukünftigen Energieverbrauch der gesamten Weltwirtschaft berechnen. Mit diesen Datensätzen überprüften sie, ob das Wirtschaftswachstum beibehalten werden kann, während die Menschheit versucht, den Anstieg der globalen Durchschnittstemperatur unterhalb von 2 °C des vorindustriellen Niveaus zu halten. Der Bericht folgert, dass die Weltwirtschaft, wenn sie mit 3 Prozent jährlich wächst, ihre Kohlenstoff-Intensität bis 2050 um 95 % des 2002 erreichten Niveaus reduzieren müsste,¹⁹¹ um die ökologischen Einflüsse auf das Wachstum der Weltwirtschaft – die real und unmittelbar eintreten würden – zu minimieren.¹⁹²

Kritiker des stationären Staates monieren jedoch, dass ohne Wachstum der in der westlichen Welt gepflegte Lebensstandard nicht gehalten werden kann.¹⁹³ An dieser Stelle muss den Kritikern jedoch entgegengehalten werden, dass die Korrelation zwischen steigendem Einkommen und einer verbesserten Lebenserwartung in einkommensstarken Ländern marginal ausfällt.¹⁹⁴ Wachstum ist demnach für solche entwickelten Nationen nicht mehr der treibende Faktor für eine höhere Lebenserwartung beziehungsweise einen höheren Lebensstandard. Ein Kulturwandel weg vom Wirtschaftswachstum könnte demnach theoretisch ohne den Verlust von Lebensqualität vonstattengehen.

Einiges deutet darauf hin, dass u.a. die aktuelle Finanzkrise diesen Kulturwandel weg von den skizzierten, in die Jahre gekommenen Wirtschaftsmodellen in Gang gesetzt hat. Jahrelang galt die neoklassische Maxime, dass beispielsweise ein Unternehmen, welches durch seine Produktion das Wasser eines nahegelegenen Flusses verunreinigt, durch die Internalisierung dieser sozialen und ökologischen Kosten einen Einschnitt im Marktwert

¹⁸⁸ Vgl. Olsen und Tasch (2004), S. 4.

¹⁸⁹ Dieser Think-Tank ist u.a. für die Entwicklung des Happy-Planet-Indexes, welcher ein Maß für die ökologische Effizienz der Erzeugung von Zufriedenheit zu bilden versucht, verantwortlich. Vgl. nef (2012).

¹⁹⁰ Vgl. Simms et al. (2010), S. 118f.

¹⁹¹ Vgl. BBC (2010), S. 1.

¹⁹² Vgl. Simms et al. (2010), S. 121.

¹⁹³ Vgl. Easterlin (2000), S. 22f.

¹⁹⁴ Schon John Stuart Mill beschrieb in *Principles of Political Economy*, dass eine Person in einem reichen Land weniger persönlichen Nutzen aus mehr Wohlstand ziehen wird als eine Person in einem Land, welches sich noch entwickeln muss. Vgl. Mill (1848), Book IV, Chap. VI, p. 127 & Simms et al. (2010), S. 121f.

hinnehmen muss. Denn zur Internalisierung eines solchen externen Effekts wäre das Unternehmen dazu gezwungen, ökonomisch irrationale Entscheidungen zu treffen.¹⁹⁵ Diese neoklassische Ansicht wurde erst durch Studien, welche aufzeigten, dass die Internalisierung von negativen externen Effekten zu einer Maximierung des Stakeholder Values führen kann, in Frage gestellt.¹⁹⁶ Umwelt- und sozialwirksame Investitionen führen somit nicht geradewegs zu schlechten Konzernergebnissen. Diese Art von Investition kann vielmehr dazu führen, dass Unternehmen Ergebnisse erzielen, die sich mit jenen der klassisch ausgerichteten Firmen messen können.¹⁹⁷ Diese Erkenntnisse gehen mit einem Kulturwandel innerhalb der Gesellschaft, hin zu einem moralisch vertretbaren Lebensstil, einher.¹⁹⁸ Inwieweit dieser Kulturwandel aber die Grundfesten der profitausgerichteten Wirtschaft zu erschüttern vermag, bleibt abzuwarten. Eines jedoch scheint sicher: dieser sich anbahnende Kulturwandel wird vor der Philanthropie nicht haltmachen.¹⁹⁹

Neben diesen ökologischen Bedenken nehmen ebenso die Forderungen nach einem sozialer ausgerichteten Wirtschaftsmodell zu. Die ungleiche Verteilung der Vermögen in Deutschland wird zwar gemeinhin anerkannt; es gelten aber strenge Normen, wenn es zur subjektiven Bewertung der ungleichen Verteilung von Lebens- und Bildungschancen geht. Der medial beschworene Konflikt zwischen Arm und Reich baut, laut einer Untersuchung des Instituts für Gesellschafts- und Politikanalyse der Universität Frankfurt, auf einer profunden Basis auf. Laut dieser Studie nehmen rund vier Fünftel der Bürger den Gegensatz zwischen Arm und Reich als sich vertiefenden Konflikt wahr.²⁰⁰ Die Untersuchung beruht auf Forschungsergebnissen, die aus der Zeit vor der Finanzkrise stammen, und es ist zu erwarten, dass die gefühlte Ungerechtigkeit – befeuert durch Debatten über Manager- und Banker-Gehälter – innerhalb der deutschen Gesellschaft nicht abgenommen hat. Die Eindämmung dieses sich entfaltenden Konflikts ist Aufgabe aller aktiven Teilnehmer einer funktionierenden Zivilgesellschaft. Stiftungen sind von dieser Pflicht nicht ausgenommen.

Von den in diesem Abschnitt erwähnten wirtschaftlichen und ökologischen Entwicklungen lässt sich, rein hypothetisch, die Tendenz zu einem gesellschaftlichen Kulturwandel ableiten. Die Umgestaltung einer Zivilgesellschaft und von dieser abhängenden Wirtschaft ist die Aufgabe aller Akteur eines funktionierenden gesellschaftlichen Systems.²⁰¹ Stiftungen, die als Teil dieses Systems verstanden werden wollen, müssen sich ebenfalls dieser Notwendigkeit zum Wandel stellen. Mit Ausnahme von Unternehmerträgerstiftungen nutzen

¹⁹⁵ Vgl. Schäfer und Stederoth (2002), S. 103f.

¹⁹⁶ Vgl. Cornell und Shapiro (1987), S. 5ff.

¹⁹⁷ Vgl. Pava und Krausz (1996), S. 348.

¹⁹⁸ Vgl. Sprinkart und Gottwald (2013), S. 8f.

¹⁹⁹ Vgl. Olsen und Tasch (2004), S. 4.

²⁰⁰ Vgl. Glatzer et al. (2008), S. 74f. Studie zur gesellschaftlichen Haltung zu Reichtum.

²⁰¹ Vgl. Miller (2012), S. 4f.

Stiftungen aber traditionell nur im begrenzten Maße Einflussmöglichkeiten, die über die reine Fördertätigkeit hinausgehen.²⁰² Das Einflusspotenzial des Stiftungsvermögens bleibt nicht selten ungenutzt und wird teilweise sogar in Unternehmungen investiert, die jeglicher ethischer Grundlage zuwiderlaufen. Wendet sich eine Stiftung jedoch MI zu, kann sie theoretisch den an dieser Stelle beschriebenen Wandel hin zu einem gesellschaftsorientierten Wirtschaftsmodell unterstützen.

3.3.3. Unsichere öffentliche Finanzierung

Als direkte Folge der Finanz- und Eurokrise kann das zurückgehende Engagement des Staates im gemeinnützigen Sektor Europas gesehen werden. Der von der EU verordnete Sparkurs zwingt viele europäische Staaten dazu, ihre Unterstützung von gemeinnützigen Einrichtungen zurückzufahren.²⁰³ Anders als US-amerikanische Nichtregierungsorganisationen (NROs) sowie nicht profitorientierte Organisationen (NPOs), hängen soziale Einrichtungen in Deutschland zu einem großen Anteil von staatlichen Zuschüssen ab.²⁰⁴ Fallen diese vermehrt weg, muss nach alternativen Finanzierungsquellen gesucht werden.²⁰⁵ Somit ergibt sich das Dilemma, in dem sich deutsche Stiftungen derzeit befinden: Nicht nur haben sie mit zurückgehenden Erträgen zu kämpfen, sie werden auch von Seiten der sozialen Einrichtungen, die zunehmend mehr finanzieller Unterstützung bedürfen, einer Belastungsprobe unterzogen.²⁰⁶

Ein Faktum sollte nicht aus den Augen verloren werden: „Eine Reduktion der staatlichen Finanzierung von gesellschaftlichen Aufgaben wäre sicher nicht von Stiftungen kompensierbar.“²⁰⁷ Adloff (2004) sieht somit die Aufgaben von Stiftungen nicht darin, einen Ersatz für die leeren Staatskassen zu leisten. Dies wäre angesichts der Kosten des Deutschen Sozialsystems sowie der im Vergleich dazu geradezu marginal erscheinenden Erträgen, die Stiftungen zur Verfügung stehen, eine vernunftwidrige Vorstellung.²⁰⁸ Es wird allerdings die Forderung nach einer Professionalisierung des sozialen Sektors formuliert. Es gilt, neue Geschäftsmodelle zu entwickeln, um auf diese Weise die zu erwartenden sinkenden staatlichen Zuschüsse ausgleichen zu können.²⁰⁹ Eine verbesserte, auf einer

²⁰² Die theoretischen und wirklichen Einflussmöglichkeiten von MI werden in Kapitel 5 näher beleuchtet.

²⁰³ In Deutschland sank die Sozialquote (Anteil der Sozialausgaben am BIP) von 26,6 % (2000) leicht auf 25,2 % (2010). Vgl. Simsa et al. (2013), S. 513.

²⁰⁴ Soziale Organisationen in Deutschland beziehen rund 65 % ihrer Einnahmen vom Staat. Vgl. u.a. Heller (2010), S. 125.

²⁰⁵ Vgl. Sacconi (2008), S. 7.

²⁰⁶ Siehe u.a. Kapitel 3.3.1.

²⁰⁷ Adloff (2004), S. 271.

²⁰⁸ Vgl. Adloff (2004), S. 271 & S. 277.

²⁰⁹ Vgl. Anheier (2009), S. 3.

professionellen und effizienten Allokationspolitik aufbauende Zuordnung von Fördergeldern scheint somit unverzichtbar.²¹⁰

Die sinkenden staatlichen Zuschüsse können somit als Chance für eine Neuausrichtung hin zu einem professionelleren Stiftungswesen gesehen werden. Wenn der sozialer Sektor beginnt, den geschaffenen sozialen Mehrwert zu messen und eine Investorenperspektive für soziale Projekte entwickelt, so ist zu erwarten, dass diese Entwicklung Einfluss darauf haben wird, wie externe Investoren den sozialen Sektor betrachten und wie sozial orientierte Projekte bewertet werden.²¹¹ Dies hätte zur Folge, dass Stiftungen mit MI dazu beitragen können, soziale und innovative Unternehmungen zu fördern, die dann für ethisch motivierte oder sogar klassische Investoren eine attraktive Anlageoption darstellen könnten.²¹²

3.3.4. SRI: Wachstumsmöglichkeiten und Synergieeffekte

Stiftungen können MI als Mittel dazu verwenden, langfristige soziale und ökologische Risiken in ihrem Portfolio zu erkennen und diese frühzeitig aus ihrem Anlageuniversum auszuschließen. Zusätzlich dazu besitzt MI das Potenzial dazu, aussichtsreiche Anlagemöglichkeiten zu identifizieren und somit frühzeitig von aufkommenden Trends – in der Welt der ethischen Geldanlage – zu profitieren. Das Wachstum nachhaltiger Fonds und Mandate machte in Deutschland allein im Jahr 2014 um die 18 Prozent aus.²¹³ Die Tatsache, dass mehr als 10 Prozent der Investoren von diesen nachhaltigen Finanzprodukten Stiftungen sind, offenbart die Relevanz, die diese Anlagestrategie bereits für Stiftungen hat.²¹⁴ Darüber hinaus würden es annähernd 80 Prozent der Deutschen Stiftungen bevorzugen, SRI als Anlageklasse verstärkt in ihrem Portfolio zu haben.²¹⁵ Jene Stiftungen, die in diesem Bereich schon Erfahrung sammeln konnten, haben außerdem vermehrt den Wunsch, dass dieses Engagement weiterhin bestehen bleibt.²¹⁶ Dieses rege Interesse kann darauf zurückgeführt werden, dass nachhaltige Geldanlage für Stiftungen aus einem sehr einfachen Grund attraktiv sind: Diese Art der Kapitalanlage erzeugt Synergieeffekte zwischen der Vermögensverwaltung und der Erfüllung des Stiftungszwecks. Solche Effekte können Stiftungen in zweierlei Hinsicht betreffen. Einerseits ermöglicht die gezielte Auswahl von Investments Stiftungen, zusätzlich zu den ausgeschütteten Erträgen ihren Stiftungszweck zu verfolgen. Wenn beispielsweise der Stiftungszweck einer Stiftung darauf

²¹⁰ Vgl. Sacconi (2008), S. 8.

²¹¹ Zur Kritik an dieser Ökonomisierung des Non-Profit-Sektors siehe: Abschnitt 5.4.4.2.

²¹² Vgl. Sprinkart und Gottwald (2013), S. 127f.

²¹³ Dieser Wert ist bereinigt um die Werte eines nicht genannten großen Marktteilnehmers. Vgl. FNG (2015), S. 27.

²¹⁴ Der Anteil der institutionellen Investoren im Bereich der nachhaltigen Geldanlage macht 75 % aus (FNG (2014), S. 24). Von diesen institutionellen Investoren stellen Stiftungen 15 % (FNG (2015), S. 31). Hieraus folgt, dass Stiftungen 11,25 % ($0,75 \cdot 0,15$) der gesamten Investorenmasse ausmachen.

²¹⁵ Vgl. BVDS (2008), S. 30.

²¹⁶ Ebd., S. 30f.

abzielt, den medizinischen Fortschritt eines Landes nachhaltig zu stärken, können Wertpapierkäufe von Unternehmen, welche medizinische Geräte entwickeln, diesen Zweck zusätzlich unterstützen. Andererseits kann die Vermeidung von bestimmten Anlagen dazu beitragen das Konfliktpotenzial zwischen Mittelwertschaftung und Mittelvergabe zu reduzieren. Nach dieser Logik würde eine Stiftung, die für die Verbreitung von erneuerbaren Energien eintritt, vermeiden, in einen Energiekonzern zu investieren, der vornehmlich auf die Energieerzeugung aus fossilen Brennstoffen setzt.²¹⁷

Zusätzlich zu diesen Synergieeffekten können Stiftungen mit dem Engagement in MI zur Professionalisierung des philanthropischen Sektors beitragen. Paul Lingenfelter, ehemaliger Vizepräsident der John D. and Catherine T. MacArthur Foundation, einer der größten US-amerikanischen Stiftungen,²¹⁸ vertritt die Meinung, dass MI und speziell Impact Investments auf dieselbe Art und Weise in der Philanthropie wirken wie es Investitionskapital in der freien Wirtschaft tut. Sie stocken die Kapazität des Sektors auf und erhöhen dessen Produktivität.²¹⁹ MI kann somit als Mittel zum Zweck angesehen werden, um die Professionalität des Stiftungssektors zu verbessern und damit dessen Kapazität in ungeahnte Höhen zu befördern. Das derzeitige Marktumfeld schafft eine Atmosphäre, die von Stiftungen erwartet, dass diese versuchen ihren, Sozialen Mehrwert pro ausgegebenen Euro zu verbessern. MI bietet Stiftungen die Möglichkeit dazu und könnte allein schon aufgrund dieser Tatsache in Betracht gezogen werden.²²⁰

3.4. Zusammenfassung

Dieses Kapitel identifiziert jene Faktoren, mit denen das steigende Interesse von Stiftungen an MI erklärt werden kann, zu identifizieren. Zunächst werden jene Einflüsse beschrieben, die innerhalb einer Stiftung dazu führen, dass diese sich mit der MI-Thematik auseinandersetzt. Hierbei sind die Rolle des Stifters und innovationsfreudiger Mitarbeiter sowie die Auswirkungen, die diese Personen auf die institutionelle Entwicklung der Stiftung haben können, nicht zu unterschätzen. Denn es sind nicht selten diese stiftungsinternen Impulsgeber, die darüber entscheiden, ob die Stiftung einen ganzheitlich wirkungsorientierten Ansatz zu verfolgen bereit ist. Neben diesen personellen Faktoren kann vor allem die langfristige Unterstützung von Projekten dazu führen, dass Stiftungen für die Konzepte des MI Anerkennung erfahren. Denn eine enge Zusammenarbeit zwischen Stiftung und Spendenempfängern führt in der Regel zu einem wirkungsmaximierenden Ansatz, der

²¹⁷ Vgl. Schröder (2010), S. 35f.

²¹⁸ Aufgrund der Tatsache, dass die Steuererklärungen US-amerikanischer Stiftungen öffentlich einsehbar sind, besitzt dieses Stiftungszentrum eine Vielzahl von nützlichen Datensätzen. Vgl. Foundation Center (2013).

²¹⁹ Lingenfelter (1988), S. 1.

²²⁰ Vgl. Bauer und Godeke (2009), S. 2.

neuen, nicht-spendenbasierten Finanzierungsoptionen offen gegenübersteht. Hierdurch kann eine Stiftung bereits wertvolle Erfahrung und Einblicke, die für zukünftige MI-Anlagen vorteilhaft sind, sammeln.

Daneben wird die Wahrnehmung, die Stiftungen von sich haben, als ein Faktor, der bei der Annäherung an MI eine Rolle spielen kann, identifiziert. Wenn sich Stiftungen als ein unter moralischer Maxime handelndes Gebilde ansehen, kann es nicht als zielführend gelten, dass nur die Fördermittel der gesellschaftlichen Mehrwertgenerierung verpflichtet sind. Demgemäß sind zur gemeinschaftlichen Daseinsberechtigung von Stiftungen ebenso die der Vermögensverwaltung obliegenden Mittel diesen ethischen Grundsätzen unterzuordnen.

Neben diesen Faktoren, die von innen auf die Entscheidungsfindung einer Stiftung Einfluss nehmen, stehen jene Triebkräfte, die von außen auf eine Stiftung einwirken und den Entscheidungsprozess hin zu einer MI-Strategie beeinflussen. In diesem Abschnitt des Kapitels wird zunächst auf die Auswirkungen der Finanzkrise und die aus dieser für Stiftungen resultierende Notwendigkeit eingegangen, Innovationskraft zu entwickeln. Des Weiteren wurde die abklingende Rolle des Staates angesprochen. Zwar können Stiftungen, rein aus Kapazitätsgründen, den Staat kaum substituieren, doch ergeben sich hieraus Möglichkeiten, die Professionalisierung der Dritten Sektors voranzutreiben. Zusammen mit dem steigenden Angebot an nachhaltigen Anlageprodukten und den hieraus resultierenden Synergieeffekten kann demnach von einer möglichen kapazitätserweiternden Wirkung innerhalb des Non-Profit-Sektors ausgegangen werden.

Darüber hinaus lassen sich in Literatur und Gesellschaft Tendenzen feststellen, die einen Kulturwandel weg von den klassischen Wirtschaftsmodellen festgestellt haben wollen. Das Streben nach Wachstum um jeden Preis wird demnach zunehmend durch ein Prinzip ersetzt, welches den Schutz der Umwelt und die soziale Gerechtigkeit verstärkt in den Vordergrund von wirtschaftlichen Entscheidungsträgern rückt. Die Suche nach ökonomischen Modellen, denen nicht die Maxime vom grenzenlosen Wachstum zugrunde liegt und die einen Stakeholder- anstatt eines Shareholder-maximierenden Ansatzes verfolgen, finden in einer zunehmend verantwortungsbewusst handelnden Gesellschaft folglich vermehrt Befürworter. Als Teil dieser Zivilgesellschaft könnten insbesondere Stiftung einen Beitrag dazu leisten, diesen beschriebenen Wandel hin zu einem gesellschaftsorientierten Wirtschaftsmodell zu unterstützen. Denn Business as usual stellt laut Miller (2012) keine Alternative mehr dar.²²¹

²²¹ Vgl. Miller (2012), S. 4.

4. Vom klassischen zum zweckbezogenen Portfoliomanagement

4.1. Einführung

Das Hauptziel von Stiftungen ist es, eine adäquate Spendenpolitik für heutige wie auch für zukünftige Destinatäre zu schaffen.²²² Um dieser langfristigen Anforderung gerecht zu werden, ist es vonnöten, eine Spendenpolitik zu betreiben, die ohne das Erodieren des Stiftungskapitals verfolgt werden kann. „Das Vermögen der Stiftung ist die materielle Grundlage ihrer Geschäftstätigkeit“ und sollte demnach nicht durch risikoreiche Investments oder eine allzu großzügige Förderpolitik aufs Spiel gesetzt werden.²²³ Hierhin liegt heutzutage die Hauptaufgabe der geschäftsführenden Personen einer Stiftung. Als Teil ihrer „treuhänderischen Pflichten“²²⁴ müssen sie eine Balance zwischen den heutigen Ausgaben, der Vermögensverwaltung und dem zukünftigen Potenzial der Stiftung finden.²²⁵ Ob diese geschäftsführenden Personen dazu angehalten sind, genug Rendite zu erwirtschaften, um den inflationsbedingten Wertverlust des Stiftungsvermögens und dem monetären Verlust durch ausgeschüttete Erträge auszugleichen, ist umstritten.²²⁶ Während einige Stiftungen den nominalen Werterhalt des Vermögens als oberstes Ziel ihrer Vermögensverwaltung ansehen, interpretieren andere die Gesetzgebung dahingehend, dass ein realer Kapitalerhalt gefordert wird.

Auf diese Weise ergibt sich die aktuelle Thematik, der sich dieses Kapitel widmen wird. Im Mittelpunkt dieses Kapitels stehen die Beleuchtung der klassischen Vermögensverwaltung, die Darstellung der Unterschiede zwischen klassischer und nachhaltiger Vermögensverwaltung und die sich daraus ergebenden Besonderheiten, die die nachhaltige Vermögensverwaltung von Stiftungen betreffen. Des Weiteren wird auf die besonderen Anforderungen an das Stiftungsvermögen eingegangen, die sich aus stiftungsrechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen ableiten. Das Kapitel schließt mit einer Betrachtung des Zielsystems der klassischen sowie der stiftungsbezogenen Vermögensanlage.

²²² Vgl. Bajoux-Besnainou und Ogunc (2006), S. 93ff.

²²³ Schröder (2010), S. 25.

²²⁴ Vgl. Abschnitt 2.3.2.1.

²²⁵ Vgl. Hahlweg (2011), S. 1.

²²⁶ Vgl. Schindler (2003), S. 6–10.

4.2. Grundsätze der Vermögensverwaltung

Wie bereits erläutert, bezieht sich der Begriff des Stiftungsvermögens in dieser Arbeit nur auf das eigentliche Grundstockvermögen der Stiftung.²²⁷ Eine Vermögensverwaltung beschäftigt sich demnach mit der laufenden Kontrolle, Anlage und Administration dieses Grundstockvermögens.²²⁸ Laut § 14 der Abgabenordnung (AO) liegt eine Vermögensverwaltung vor, „wenn Vermögen genutzt wird, zum Beispiel Kapitalvermögen verzinslich angelegt oder unbewegliches Vermögen vermietet oder verpachtet wird“.²²⁹ Dabei besteht die Grundidee der Vermögensverwaltung darin, das zur Verfügung stehende Kapital so anzulegen, dass mithilfe der zur Verfügung stehenden Anlagemöglichkeiten eine maximale Rendite bei einem minimalen Maß an Risiko und einer gewissen Liquidität erzielt wird.²³⁰ Die Relevanz dieser drei Dimensionen variiert von Anleger zu Anleger und baut auf den Präferenzen des jeweiligen Investors auf.²³¹

Die Rendite oder der Gewinn eines Investments ergibt sich dabei aus dem Verhältnis des eingesetzten Wertes zu dem final erreichten Wert.²³² Sie bezieht sich auf die reine Wertsteigerung und/oder auf die Zinsen und Dividenden, die Sicherheiten erzielen, und wird als jährlicher Prozentsatz der Investitionskosten ausgedrückt.²³³ Die Rendite von Wertanlagen fußt in der Regel auf zwei Ertragsquellen: Der Veränderung des Wertes der Anlage und den mit der Anlage erzielten Erträgen.²³⁴ Nach dieser Logik setzen traditionelle Investoren beim Kauf einer Aktie ihre Hoffnungen nicht nur auf die Dividendenrendite dieser Position, sondern auch auf einen steigenden Aktienkurs.²³⁵

Die Unterscheidung dieser Renditekomponenten ist besonders für Stiftungen von Relevanz. Denn Stiftungen verfolgen ihren Stiftungszweck in den meisten Fällen mit Spenden an soziale, mildtätige oder kirchliche Körperschaften.²³⁶ Dieser Stiftungszweck muss jedes Jahr aufs Neue erfüllt werden. Die Stiftung besitzt daher einen alljährlichen Bedarf an liquiden Mitteln, die als Spenden an die Destinatäre ausgeschüttet werden. Eine Stiftung, die beispielsweise einen Großteil ihres Vermögens in Aktien, die keine Dividende ausschütten, angelegt hat, kann diese Vermögen zwar durch gestiegene Aktienkurse vergrößern; doch wird es dieser Stiftung aufgrund der Tatsache, dass ein solches Portfolio keine laufenden

²²⁷ Vgl. Abschnitt 2.2.2.

²²⁸ Vgl. Essinger und Lowe (2000), S. 24.

²²⁹ § 14 Satz 3 AO.

²³⁰ Vgl. Benke (1999), S. 13.

²³¹ Vgl. Fritz (2008), S. 134.

²³² Vgl. Woll (2008), S. 306.

²³³ Vgl. Fritz (2009), S. 132f.

²³⁴ Ein Beispiel für solche Erträge sind Dividenden. Vgl. Myers und Brealey (2003), S. 61.

²³⁵ Vgl. Deutsches Aktieninstitut (2005).

²³⁶ Vgl. Abschnitt 2.2.2.

Erträge generiert, ohne dass Aktien veräußert werden, schwer fallen, liquide Mittel zur Ausschüttung der Spenden aufzubringen. Eine Wertsteigerung des Grundstockvermögens durch erhöhte Aktienkurse ist für Stiftungen zwar erfreulich, jedoch hilft diese „Rendite“ Stiftungen nicht, ihren Zweck zu verfolgen. Daher sind Stiftungen darum bemüht, in Ihrem Portfolio beides, ertragsreiche sowie wertsteigernde Positionen, zu halten. Ein ausgeglichenes Verhältnis dieser Anlagepositionen ist für eine erfolgreiche Vermögensverwaltung von Stiftungen essentiell.²³⁷

Das Risiko einer Anlage in messbarer Weise zu definieren, galt lange Zeit als ein schwer zu lösendes Problem. Im Jahr 1952 begründete Markowitz die Idee, dass die Varianz²³⁸ eines Portfolios als Risiko angesehen werden könnte.²³⁹ Markowitz machte mit seiner Arbeit die mathematische Portfolioanalyse populär und etablierte die Varianz als die weitverbreitetste mathematische Definition von Risiko für ein Portfolio.²⁴⁰ Das Risiko einer Anlage bezeichnet somit die Wahrscheinlichkeit, mit der die Erwartung an den Kapitalertrag (innerhalb der Varianz) von dessen Mittelwert abweicht.²⁴¹ Je größer die Varianz, umso mehr kann die tatsächliche Rendite von der erwarteten Rendite abweichen. Aus dieser Gesetzmäßigkeit ergibt sich, dass mit einer Anlage, die eine erhöhte Varianz aufweist, ein erhöhtes Risiko einhergeht.²⁴² In der Vermögensverwaltung wird zusätzlich zwischen systematischem und unsystematischem Risiko unterschieden.²⁴³ Unsystematisches Risiko ist die Art von Unsicherheit, die mit einer speziellen Firma oder Branche verbunden ist.²⁴⁴ Unsystematisches Risiko kann durch Diversifikation, eine breite Streuung des Portfolios über verschiedene Länder, Branchen und Firmen, reduziert werden.²⁴⁵ Das systematische Risiko, welches als „Marktrisiko“ bezeichnet wird, ist die inhärente Unsicherheit, die für den gesamten Markt gilt. Dieses Risiko ist undiversifizierbar.²⁴⁶ In den letzten Jahren wurde in- ausgelöst durch die Pleite der Bank Lehman Brothers – dem Emittentenrisiko ein zunehmender Stellenwert beigemessen. Dieses Risiko beschreibt die Gefahr, die von der

²³⁷ Vgl. Fritz (2009), S. 133.

²³⁸ Als Varianz wird die Schwankungsbreite einer Wertanlage bezeichnet. Der Wert den diese, ausgehend vom Mittelwert, nach oben oder unten abweicht. Vgl. Schmidt und Terberger (1997), S. 313.

²³⁹ Vgl. Markowitz (1952), S. 77ff.

²⁴⁰ Neben der Varianz bzw. deren Quadratwurzel als Risikomaß ist vor allem das Value at Risk (VaR) Model, das sich mit der Konsequenz einer außergewöhnlich ungünstigen Entwicklung einer Finanzposition beschäftigt, populär. Das Gesamtrisiko von in einem Portfolio zusammengefassten Positionen verringert sich mit dem VAR Model jedoch nicht zwangsläufig. Diese Tatsache ist in Anbetracht des später beleuchteten Risikoausgleichs (d.h. der Diversifikation) nicht vorteilhaft, weshalb in dieser Arbeit Moskowitz' Definition von Risiko präferiert wird. Vgl. u.a. Kruschwitz und Husmann (2012), S. 466.

²⁴¹ Vgl. Fritz (2009), S. 133.

²⁴² Vgl. Myers und Brealey (2003), S. 160ff.

²⁴³ Vgl. Jordan und Miller (2009), S. 380.

²⁴⁴ Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 353.

²⁴⁵ Vgl. Jordan und Miller (2009), S. 385.

²⁴⁶ Vgl. Berk et al. (2012), Part IV.

möglichen Zahlungsunfähigkeit eines Kreditinstituts ausgeht. Wenn es einem Finanzinstitut unmöglich wird, sich Geld auf dem Kapitalmarkt zu beschaffen, um den laufenden Geschäftsbetrieb zu finanzieren, so besteht akutes Zahlungsunfähigkeitsrisiko.²⁴⁷ Letzteres Risiko kann für Banken und andere Finanzinstitute, speziell in Zeiten der finanziellen Instabilität, fatale Folgen haben.²⁴⁸ Wenn beispielsweise Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten dazu führen, dass eine Bank ihren kurzfristigen Verbindlichkeiten nicht mehr nachkommen kann, kann es – wie 2007 bei der Bank Northern Rock in Großbritannien zu beobachten – zu einem massenhaften Abzug von Kundengeldern kommen.²⁴⁹

Letztendlich beschreibt das Maß an Liquidität einer Anlage, wie einfach dieser Vermögenswert veräußert werden kann.²⁵⁰ Ein Marktliquiditätsrisiko besteht, wenn eine Transaktion nicht zu einem beliebigen Zeitpunkt getätigt werden kann und eine Position somit nicht oder nur mit einem Preisabschlag veräußert werden kann.²⁵¹ Dieses Risiko haftet, im Gegensatz zum Emittentenrisiko, nicht einem gesamten Finanzinstitut, sondern einem Vermögensgegenstand²⁵² an und kann durch die Vermeidung dieser Position umgangen werden.²⁵³

Diese drei Determinanten – Rendite, Risiko und Liquidität – stehen in einer gegenseitigen Wechselbeziehung zueinander. Somit geht ein erhöhter Wert für einen dieser drei Richtwerte immer auf Kosten eines angestrebten Wertes der jeweiligen anderen zwei.²⁵⁴ Eine Anlage kann, nach dieser Logik, eine hohe Rendite nur auf Kosten eines nicht vorteilhaften Wertes für das Risiko erreichen. Dieses Spannungsfeld wird in der Vermögensverwaltung häufig mit dem sogenannten „magischen Dreieck“ veranschaulicht (siehe Abb. 5a).²⁵⁵ Das magische Dreieck versucht, die drei Anlageziele in ein Verhältnis zueinander zu setzen. Priorisiert ein Anleger ein gewisses Anlageziel, bewegt sich sein Portfolio innerhalb dieses Dreiecks hin zu der jeweiligen Anlagedimension und entfernt sich dabei von den beiden anderen.²⁵⁶

²⁴⁷ Vgl. Brunnermeier und Pedersen (2009), S. 2201.

²⁴⁸ Vgl. Strahan (2012), S. 1ff.

²⁴⁹ Vgl. Shin (2009), S. 110.

²⁵⁰ Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 31.

²⁵¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2008), S. 60.

²⁵² Der Begriff Vermögensgegenstand ist ein Terminus des Handelsbilanzrechts. Damit sind Güter gemeint, die ein Nutzungspotenzial (einen wirtschaftlichen Wert) für den Kaufmann darstellen. Vgl. Kußmaul (2006), S. 34.

²⁵³ Vgl. Völker et al. (2012), S. 2.

²⁵⁴ Vgl. Pinner (2003), S. 28.

²⁵⁵ Der Begriff „magisch“ findet Verwendung, da angesichts von Zielkonflikten kaum alle Ziele simultan zu erreichen sind.

²⁵⁶ Vgl. Fritz (2009), S. 134.

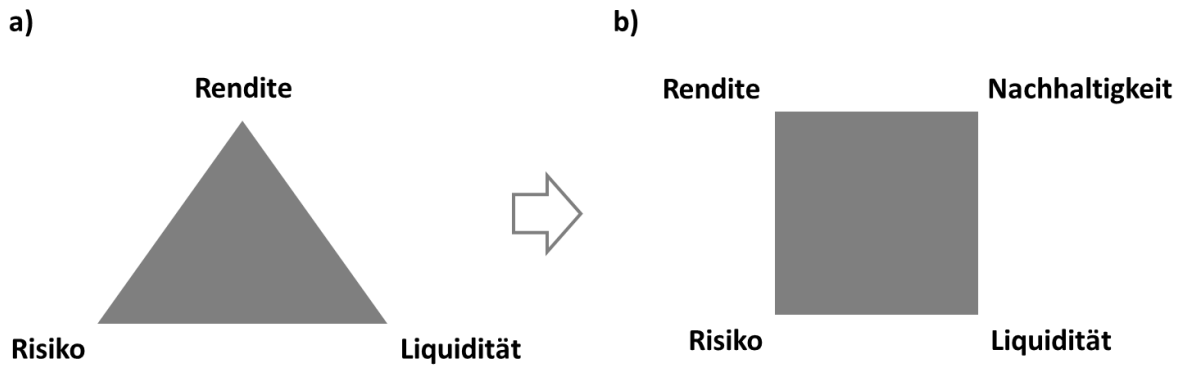


Abb. 5a und b: Vom „magische Dreieck“ zum „magischen Viereck“

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Schäfer und Schröder (2009), S. 94.

Für Anleger, die neben diesen drei Anlagezielen ferner daran interessiert sind, was mit ihrem Geld geschieht und wie es verwendet wird, verändert sich das eben vorgestellte Modell des „magischen Dreiecks“. Denn das Interesse des Anlegers an ethischen und ökologischen Investments wirkt sich auf das angewendete Zielsystem aus. Das bestehende Zielmodell aus Rendite, Risiko und Liquidität wird durch eine nachhaltige Komponente erweitert und fügt diesem eine weitere Ebene hinzu.²⁵⁷ Aus dem Dreieck entsteht somit ein Viereck (siehe Abb. 5b).²⁵⁸ Die relative Wechselbeziehung zwischen den einzelnen Aspekten bleibt hierbei jedoch erhalten und bewirkt, dass sich der Anleger nach wie vor entscheiden muss, wie er seine Zielvorstellungen zu gewichten gedenkt.²⁵⁹

4.3. Stiftungsmanagement – ökonomische und juristische Vorgaben

Nach der vorschriftsmäßigen Gründung einer Stiftung ist es die Pflicht der Stiftungsorgane, das Vermögen in bestmöglicher Weise zur Verwirklichung des Stiftungszwecks einzusetzen.²⁶⁰ Das ökonomische Ziel und Hauptbedingung der Arbeit der Stiftungsorgane ist es, durch eine erfolgreiche Vermögensverwaltung Einkommen für die Stiftung zu generieren. Dabei sind jedoch für das Überleben einer Stiftung essentielle Nebenbedingungen zu beachten. Die Erfüllung des Stiftungszwecks, der Bestand des Stiftungsvermögens und die Erhaltung des steuerbegünstigten Status, sind die zu nennenden Nebenbedingungen, die die Stiftungsorgane bei der Vermögensverwaltung zu beachten haben.²⁶¹ Somit geht die Vermögensverwaltung einer Stiftung weit über die reine Risiko-Rendite-Optimierung des zu erwirtschafteten Ertrages hinaus. Bei der Anlagepolitik einer Stiftung müssen unter anderem juristische, steuerliche und wirtschaftliche

²⁵⁷ Vgl. Von Rosen (2009), S. 83.

²⁵⁸ Vgl. u.a. Pinner (2003), S. 28 und Schäfer und Schröder (2009), S. 94.

²⁵⁹ Vgl. Bergius (2014), S. 2.

²⁶⁰ Vgl. Schäfer und Schröder (2009), S. 105.

²⁶¹ Vgl. Adam (2006), S. 7.

Anforderungen in Betracht gezogen werden.²⁶² Diese Rahmenbedingungen bewirken, dass Stiftungen in ihrer Vermögensverwaltung zwar grundsätzlich frei sind, aber sehr viel sorgfältiger als Privatanleger vorzugehen haben.²⁶³

4.3.1. Rahmenbedingungen nach dem Stiftungsgesetz

Das deutsche Recht behandelt Stiftungen als juristische Personen des privaten Rechts. Stiftungsrechtliche Bestimmungen sind daher im Bürgerlichen Gesetzbuch (BGB) festgelegt. Konkrete Weisungen zur Vermögensverwaltung von Stiftungen sind darin jedoch nicht angeführt.²⁶⁴

Es sind die jeweiligen Landesstiftungsgesetze, die sich dieser Problematik annehmen und auf Landesebene regeln, wie eine Stiftung ihr Vermögen zu erhalten und zu verwalten hat (siehe Tabelle 1). So stammt die ehemals weitverbreitete Vorstellung, dass Stiftungen ihr Vermögen „mündelsicher“ zu verwalten haben, ursprünglich aus dem Bayerischen Landesstiftungsgesetz. Obwohl diese Passage schon 1995 aus dem Gesetzestext verschwand, hält sich diese Ansicht hartnäckig und beeinflusst nach wie vor die aktuelle Anlagepolitik von Stiftungen.²⁶⁵ Die Landesstiftungsgesetze haben sich unterdessen von dieser Vorstellung verabschiedet und bevorzugen heutzutage eine „sichere und wirtschaftliche Verwaltung“²⁶⁶ des Vermögens der Stiftung.²⁶⁷ Dieses „Gebot der Vermögenserhaltung“,²⁶⁸ welches in den allermeisten Landesstiftungsgesetzen vorkommt,²⁶⁹ fordert den ungeschmälernten Bestand des Grundstockvermögens einer Stiftung.²⁷⁰ Die Auflage bezieht sich, ausgehend vom Wortlaut der Gesetzestexte, eigentlich nur auf die nominelle Erhaltung des Vermögens der Stiftung und hat dazu geführt, dass die Stiftungsaufsicht laut Schäfer und Schröder (2009) ebenfalls nur diese nominelle Erhaltung einfordert.²⁷¹ Diese Auslegung des Vermögenserhaltungsgebots greift aber zu kurz: Denn alle außer vier²⁷² Landesstiftungsgesetze fordern eine „dauerhafte und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks“.²⁷³ Aus dem Zusammenspiel dieser beiden Bestimmungen ergibt sich –

²⁶² Vgl. Fritz (2009), S. 105.

²⁶³ Vgl. Wigand et al. (2011), S. 147.

²⁶⁴ Vgl. Seidemann (2010), S. 53.

²⁶⁵ Vgl. Schindler (2003), S. 1.

²⁶⁶ Art.6 Abs.1 BayStG.

²⁶⁷ Vgl. Wigand (2009), S. 8.

²⁶⁸ Vgl. Hüttemann (1998b), S. 62.

²⁶⁹ Dieses Gebot kommt in allen Landesstiftungsgesetzen vor, außer in Brandenburg und Mecklenburg-Vorpommern. Vgl. Tabelle 1: Übersicht der Landesstiftungsgesetze.

²⁷⁰ Vgl. Fritz (2009), S. 85.

²⁷¹ Vgl. Schäfer und Schröder (2009), S. 36.

²⁷² Die Landesstiftungsgesetze von Berlin, Brandenburg, Mecklenburg-Vorpommern und Niedersachsen fordern dies nicht. Vgl. Tabelle 1: Übersicht der Landesstiftungsgesetze.

²⁷³ § 8 Abs.1 S. 2 ThürStiftG.

Vom klassischen zum zweckbezogenen Portfoliomanagement

wie im Weiteren zu zeigen ist –, wie der Begriff der Vermögenserhaltung in recht unterschiedlicher Weise aufgefasst werden kann.²⁷⁴

²⁷⁴ Vgl. Hüttemann und Schön (2007), S. 14.

Land	Vermögens- erhaltung	Vermögens- verwaltung	Ertragsverwendung	Stiftungs- verwaltung	Regelungen zur Umschichtung
Baden- Württemberg	In seinem Bestand zu erhalten. § 7 Abs.2 S. 1	Dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks. § 7 Abs.2 S. 2	-	Sparsam und wirtschaftlich zu verwalten. § 7 Abs.1 S. 1	Anzeigepflicht bei der Veräußerung und Belastung von Grundstücken § 13 Abs.1 Nr.1
Bayern	Bestand ist ungeschmälert zu erhalten. Art. 6 Abs.2	Dauernd und nachhaltig zur Erfüllung des Stiftungszwecks. Art. 6 Abs.2; Das Vermögen ist sicher und wirtschaftlich zu verwalten. Art. 6 Abs.1;	Bestimmungsgemäße Verwendung der Erträge. Art. 16 Abs.3; die Stiftungsaufsichtsbehörde überprüft dies. Art. 12 Abs.1	Stiftungsorgane zur gewissenhaften und sparsamen Verwaltung der Stiftung verpflichtet. Art. 7 S. 1	-
Berlin	Bestand ist ungeschmälert zu erhalten. § 3 S. 1	-	-	-	-
Brandenburg	-	-	-	-	-
Bremen	Bestand ist ungeschmälert zu erhalten. § 7 Abs.1	Dauerhafte und nachhaltige Verwirklichung des Stiftungszwecks soll gewährleistet sein. § 4 Abs.1	Erträge sind ausschließlich für den Stiftungszweck und zur Deckung der Verwaltungskosten zu verwenden; dies schließt die Bildung angemessener Rücklagen ein. § 7 Abs,3	Ordnungsmäßige Verwaltung gefordert. § 6 Abs.1; Verwaltungskosten sind so gering wie möglich zu halten. § 6 Abs.2	-
Hamburg	Stiftungsvermögen ist möglichst ungeschmälert zu erhalten. § 4 Abs.2 S. 3	Dauernde und nachhaltige Verwirklichung des Stiftungszwecks. § 4 Abs.1; Vermögen ist sicher und ertragbringend anzulegen. § 4 Abs.2 S. 2	Erträge sind nach Abzug der Verwaltungskosten zur Verwirklichung des Stiftungszwecks zu verwenden. § 4 Abs.3 S. 1	Hinweis darauf, dass notwendige Verwaltungskosten akzeptiert sind. § 4 Abs.3 S. 1	Umschichtungen sind im Rahmen der Vermögensverwaltung zulässig. § 4 Abs.2 S. 2
Hessen	In seinem Bestand ungeschmälert zu erhalten. § 6 Abs. 1	Die Verwirklichung des Stiftungszwecks sollte auf die Dauer nachhaltig gewährleistet sein. § 5	Nur satzungsgemäße Verwendung der Stiftungsmittel erlaubt. § 12 Abs.2 S. 2	Stiftungsorgane sind zur ordnungsmäßigen Verwaltung des Stiftungsvermögens verpflichtet. § 8	-

Vom klassischen zum zweckbezogenen Portfoliomanagement

Land	Vermögens- erhaltung	Vermögens- verwaltung	Ertragsverwendung	Stiftungs- verwaltung	Regelungen zur Umschichtung
Mecklenb urg- Vorpomm ern	-	-	-	Ordnungsgemäße Verwaltung sollte gewährleistet sein. § 8	-
Nieder- sachsen	Bestand ist ungeschmälert zu erhalten. § 6 Abs.1 S. 1	-	Erträge sind ausschließlich für den Stiftungszweck zu verwenden. Thesaurierung möglich, wenn Satzung dies zulässt und zum Ausgleich von Verlusten. § 6 Abs. 2	Stiftungsorgane sind zur ordnungsmäßigen Verwaltung verpflichtet. § 6 Abs.1; Die Verwaltungskosten sind auf ein Mindestmaß zu beschränken. § 6 Abs.4	-
Nord- rhein- Westfalen	Stiftungsvermögen ist ungeschmälert zu erhalten. § 4 Abs.2 S. 1	Die dauernde und nachhaltige Verwirklichung des Stiftungszwecks soll gewährleistet sein. § 4 Abs.1	Erträge zur Verwirklichung des Stiftungszwecks und zur Deckung der Verwaltungskosten zu verwenden. § 4 Abs.3	-	Vermögens- umschichtungen sind nach den Regeln ordentlicher Wirtschaftsfüh- rung zulässig. § 4 Abs.2 S. 2 Anzeigepflicht bei der Veräußerung oder Belastung von Grundstücken § 7 Abs.2
Rhein- land-Pfalz	Stiftungsvermögen ist möglichst ungeschmälert zu erhalten. § 7 Abs.2 S. 1	Die dauernde und nachhaltige Verwirklichung des Stiftungszwecks soll gewährleistet sein. § 7 Abs.1	Erträge zur Verwirklichung des Stiftungszwecks und zur Deckung der Verwaltungskosten zu verwenden. § 7 Abs.3 S. 1	-	Umschichtungen des Stiftungsvermö- gens sind nach den Regeln ordentlicher Wirtschaftsfüh- rung zulässig. § 7 Abs.2 S. 1
Saarland	Bestand ist ungeschmälert zu erhalten. § 6 Abs.1 S. 1	Die Organe haben für die Erfüllung des Stiftungszweckes zu sorgen. § 5 Abs.1 S. 1	Erträge sind aus- schließlich für den Stiftungszweck und zur Deckung der Verwaltungskosten sowie zur Bildung angemessener Rücklagen zu verwenden. § 6 Abs.2 S. 1	Ordnungsgemäße und wirtschaftliche Verwaltung der Stiftung gefordert. § 5 Abs.1	-

Vom klassischen zum zweckbezogenen Portfoliomanagement

Land	Vermögens- erhaltung	Vermögens- verwaltung	Ertragsverwendung	Stiftungs- verwaltung	Regelungen zur Umschichtung
Sachsen	Bestand ist wertmäßig und in seiner Ertragskraft zu erhalten. § 4 Abs.3	Dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks gefordert. § 4 Abs.1	-	Die Stiftung ist sparsam und wirtschaftlich zu verwalten. § 4 Abs.1; ordnungsmäßige Buchführung gefordert. § 4 Abs. 2	-
Sachsen-Anhalt	In seinem Bestand zu erhalten. § 7 Abs.2 S. 1	Dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks gefordert. § 7 Abs.1 S. 2	Erträge sind zur Erfüllung des Stiftungszwecks zu verwenden. § 7 Abs.3	Nach den Regeln ordentlicher Wirtschaftsführung zu verwalten. § 7 Abs.1 S. 1	-
Schleswig-Holstein	In seinem Bestand zu erhalten. § 4 Abs.2 S. 1	Dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks gefordert. § 4 Abs.1	Erträge zur Verwirklichung des Stiftungszwecks und zur Deckung der Verwaltungskosten zu verwenden. § 4 Abs.3 S. 1	Hinweis darauf, dass notwendige Verwaltungskosten akzeptiert sind. § 4 Abs.3 S. 1	Anzeigepflicht für Umschichtungen, die für den Bestand der Stiftung bedeutsam sind. § 9 Abs.1 Nr.1
Thüringen	In seinem Bestand zu erhalten. § 8 Abs.2 S. 1	Dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks gefordert. § 8 Abs.1 S. 2	Erträge zur Verwirklichung des Stiftungszwecks und zur Deckung der Verwaltungskosten zu verwenden. § 8 Abs.3 S. 1	Sparsam und nach den Regeln ordentlicher Wirtschaftsführung zu verwalten. § 8 Abs.1 S. 1	-

Tabelle 1: Übersicht der Landesstiftungsgesetze

Quelle: Eigene Darstellung. Teilweise im Wortlaut aus den aktuellen Versionen der Stiftungsgesetze, die vom Bundesverband Deutscher Stiftungen zur Verfügung gestellt werden, übernommen.²⁷⁵

Zunächst ist jedoch festzuhalten, dass, um den Bestand eines Stiftungsvermögens zu erhalten, dieses weder weggegeben, verbraucht, geschmälert oder weit unter seinem wirklichen Wert veräußert werden darf.²⁷⁶ Insoweit könnte darauf geschlossen werden, dass das Stiftungsvermögen so zu bewahren ist, wie es in seiner ursprünglichen Form in die Stiftung eingebracht wurde.²⁷⁷ Veränderungen wie beispielsweise Vermögensumschichtungen wären somit nicht realisierbar.²⁷⁸ Stiftungsorgane haben jedoch die Pflicht, das Stiftungsvermögen ordnungsgemäß zu bewirtschaften.²⁷⁹ An der vom Stifter bereitgestellten Vermögensausstattung muss, entgegen Hüttemann (1998), unter dem

²⁷⁵ Vgl. BVDS (2013a).

²⁷⁶ Vgl. Hof (2014), § 9 Rn. 70.

²⁷⁷ Dieses Vermögen wird als Substanzvermögen bezeichnet. Vgl. Döring (2010), S. 157.

²⁷⁸ Vgl. Franzius (2011), S. 80.

²⁷⁹ Siehe dazu: Tabelle 1: Stiftungsverwaltung im Bremischen Stiftungsgesetz (BremStiftG).

Vorbehalt, dass dies nicht in der Satzung ausdrücklich festgelegt ist, nicht festgehalten werden.²⁸⁰ Die Erhaltung der Vermögenssubstanz im Sinne einer Vermögensumschichtung- oder Veränderungssperre entspricht nicht der aktuellen Gesetzeslage und kann als nicht zielführend angesehen werden.²⁸¹

Im stiftungsrechtlichen Schrifttum gibt es über die Frage der Substanzerhaltung hinaus zwei vorherrschende, rivalisierende Auffassungen darüber, wie das Vermögen einer Stiftung zu erhalten ist. Er stellt sich die Frage, ob das Stiftungsvermögen als Nominalwert oder als Realwert zu erhalten ist. In der Literatur wurde diese Problematik, die von einer unzureichenden Klarstellung von Seiten des Gesetzgebers herrührt, wiederholt aufgegriffen und spaltet seither das Lager der Stiftungsexperten.²⁸² Auf der einen Seite plädiert Carstensen (2002) dafür, dass alle Möglichkeiten, die dazu beitragen können, das Stiftungsvermögen real zu erhalten, auszuschöpfen sind.²⁸³ Andererseits sieht Hof (2014) die Treuhänder als generell frei in der Vermögensverwaltung an, solange sie sich im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten bewegen.²⁸⁴

Noch vor einigen Jahren wurde bei den Stiftungsaufsichtsbehörden die Ansicht vertreten, dass der Grundsatz zur Stiftungsvermögenserhaltung als nominale Vermögenserhaltung auszulegen ist.²⁸⁵ Im Gegensatz zur reinen Substanzerhaltung wären so zwar Vermögensumschichtungen zulässig, doch fehlt die Bezugnahme zum Zweck der Vermögenserhaltung. Durch neu erlassene Stiftungsgesetze²⁸⁶ wird jedoch genau diese „dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks“ gefordert.²⁸⁷ Der einzige Grund, weshalb eine Stiftung ihr Vermögen zu erhalten hat, ist demnach die nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks. Die nominelle Erhaltung allein bewirkt hingegen, dass bei steigenden Preisen die Leistungskraft der Stiftung nach und nach abnimmt und so die langfristige Zweckerfüllung nicht gesichert zu sein scheint. Deshalb haben die Stiftungsaufsichtsbehörden ihre Anforderungen an Stiftungen insofern angepasst, als dass sie nun den realen Kapitalerhalt fordern.²⁸⁸ Daher geht die überwiegende Mehrheit der Autoren im stiftungsrechtlichen Schrifttum nicht nur von einer nominalen, sondern von einer realen Werterhaltung als Grundvoraussetzung fortwährender Stiftungsarbeit aus. Denn nur,

²⁸⁰ Vgl. Hüttemann (1998a), S. 66f., 71, 74, 75, 89.

²⁸¹ Vgl. Döring (2010), S. 157f.

²⁸² Siehe zu den unterschiedlichen Anforderungen der Landesstiftungsgesetze Tabelle 1: Vermögenserhaltung.

²⁸³ Vgl. Carstensen (2002), S. 2323.

²⁸⁴ Vgl. Hof (2014), § 9 Rn. 68.

²⁸⁵ Vgl. Schindler (2003), S. 300.

²⁸⁶ Als Beispiele sind das Hamburgische Stiftungsgesetz, welches im Jahr 2005 überarbeitet wurde, und das Bayerische Stiftungsgesetz, das im Jahr 2008 neu aufgelegt wurde, zu nennen.

²⁸⁷ Art. 6 Abs.2 BayStG.

²⁸⁸ Siehe hierzu: Kommentar von Jakob Nicolai, Leiter der Abteilung Stiftungsangelegenheiten, Justitiariat und Zivilrecht, Justizbehörde Hamburg. Vgl. BVDS (2014a), S. 32.

wenn das Wachstum des Stiftungsvermögens mindestens der Inflationsrate entspricht, kann von einer Erhaltung des Ertragswerts die Rede sein.²⁸⁹ Somit kann aus einer betriebswirtschaftlichen Sichtweise der ungeschmälerte Bestand des Stiftungsvermögens nur sichergestellt werden, wenn der inflationsbedingten Abnahme der Leistungskraft einer Stiftung gegengesteuert wird.²⁹⁰

Dem realen Vermögensverlust einer Stiftung kann in zweierlei Hinsicht entgegengewirkt werden. Einerseits kann mit einer Maßnahme der Vermögensverwaltung, welche neben dem Ziel der Ertragserwirtschaftung auch die Aufgabe hat, die Substanz einer Stiftung zu erhalten²⁹¹, dieser Entwicklung Einhalt geboten werden. Dabei wird durch die verstärkte Anlage in wertsteigernde Positionen sichergestellt, dass das Grundstockvermögen einer Stiftung einen nominellen Wertzuwachs generiert, um so der inflationsbedingten Geldentwertung entgegenzuwirken.²⁹²

Die zweite Methode, die einer Stiftung dabei helfen kann, die Kaufkraft auf einem konstant hohen Niveau zu halten, ist die Thesaurierung der erwirtschafteten Erträge.²⁹³ Als Thesaurierung wird der Vorgang bezeichnet, bei dem eine Stiftung die erwirtschafteten Erträge nicht ausschüttet, sondern sie dem Grundstockvermögen zuführt (sogenannte Admassierung).²⁹⁴ Die Idee dahinter ist, die reale Verminderung des Stiftungsvermögens durch die Zuführung von neuem Vermögen zu nivellieren. Laut den meisten Landesstiftungsgesetzen hat die Stiftung ihre Erträge aber vornehmlich dazu zu verwenden, ihrem Stiftungszweck nachzukommen.²⁹⁵ Aus dieser Perspektive kann somit von einem Admassierungsverbot gesprochen werden. Zugleich haben Stiftungen jedoch die Pflicht, das Grundstockvermögen der Stiftung möglichst ungeschmälert zu erhalten,²⁹⁶ was wiederum für ein Admassierungsgebot spricht.²⁹⁷ Ein durch diese Admassierung vergrößertes Grundstockvermögen führt dazu, dass die Vermögensverwaltung in der Lage ist, zukünftig zusätzliche Erträge zu generieren. Diese Erträge sind einzig für die verstärkte Zweckverwirklichung laut Stiftungssatzung und nicht für stiftungsferne Zwecke zu verwenden. Diese Regelung soll sicherstellen, dass eine Stiftung nicht um des Selbstzwecks willen Vermögen anspart.²⁹⁸ Die thesaurierten Erträge gehen somit nicht verloren, sondern

²⁸⁹ Vgl. Carstensen (2003), S. 538.

²⁹⁰ Vgl. Hof (2014), § 9 Rn. 70–73.

²⁹¹ Vgl. Tabelle 1: Vermögensverwaltung.

²⁹² Vgl. Carstensen (2003), S. 538f.

²⁹³ Vgl. Kapitel 2.2.2.

²⁹⁴ Vgl. Woll (2008), S. 235.

²⁹⁵ Vgl. Tabelle 1: Ertragsverwendung.

²⁹⁶ Siehe u.a. § 4 Abs. 1 StiftG NRW.

²⁹⁷ Vgl. Winnefeld (2006), S. 1774 Rn. 1453.

²⁹⁸ Vgl. Carstensen (2003), S. 539f.

stellen eine langfristige Verfolgung des Stiftungszwecks sicher. Das Admassierungsverbot gilt somit nur für das nicht-gerechtfertigte Einbehalten von Erträgen.²⁹⁹

Wie weitgehend diese Bestandserhaltung zu verstehen ist, darüber wird durchaus diskutiert. Auf der einen Seite stehen jene Autoren, die die Ansicht vertreten, dass der reale Erhalt des Stiftungsvermögens die oberste Priorität der Stiftungsorgane und insbesondere des Stiftungsvorstandes sein sollte.³⁰⁰ Für die andere Seite beinhaltet die Verpflichtung zur realen Werterhaltung zu viele Einschränkungen für die Freiheit des Stiftungsvorstandes. Diese Gruppe hält den inflationsbedingten Wertverlust zwar für ebenso schädlich für eine Stiftung, strikte Maßnahmen zur Kaufkrafterhaltung – wie beispielsweise die Thesaurierung von Erträgen – lehnt sie jedoch ab.³⁰¹

In ersterer Gruppe ist es vor allem Carstensen (2003), der die ungeschmälerete Erhaltung des Stiftungsvermögens so interpretiert, „dass am Ende einer Periode dieselbe Stiftungsleistung erbracht werden kann, wie am Anfang der Periode“.³⁰² Von dieser Vorschrift, eines ungeschmälerten Bestands auf der einen und einer dauerhaften Zweckerfüllung auf der anderen Seite, leitet Carstensen später „die Forderung nach der realen Vermögenserhaltung ab“.³⁰³ Um dieser Forderung gerecht zu werden, besteht für Stiftungen die Möglichkeit, durch inflationsresistente Anlagendeckrete das Stiftungsvermögen real zu erhalten. Darüber hinaus sollen Stiftungen durch Nicht-Ausschüttung der Erträge einen realen Wertverlust ausgleichen können, um auf diese Weise dem stiftungsrechtlichen Gebot der Vermögenserhaltung gerecht zu werden.³⁰⁴ Hierbei ist zu beachten, dass Stiftungen nicht nur inflationsbedingte Verluste, sondern auch erwirtschaftete Substanzverluste – in Form von Abschreibungen – auszugleichen haben.³⁰⁵ Diese Gruppe betrachtet die Thesaurierung der Erträge als eine Verwendung „für den Stiftungszweck“ und sieht sich somit berechtigt, diese Thesaurierung vorzunehmen.³⁰⁶

Gegen eine solche Praxis hat die zweite Gruppe von Stiftungsexperten insofern Einwände, als hiermit das Gebot der Vermögenserhaltung über jenes der nachhaltigen Erfüllung des Stiftungszwecks gestellt wird.³⁰⁷ Die Gebote sollten jedoch wenn möglich beide gleichermaßen mit Priorität behandelt und demgemäß ins Gleichgewicht gebracht werden. Wenn die Kaufkrafterhaltung eine Stiftung dazu zwingt, das Gros ihrer erwirtschafteten

²⁹⁹ Vgl. Schoberer (2008), S. 24.

³⁰⁰ Vgl. Carstensen (2003), S. 538.

³⁰¹ Vgl. u.a. Hüttemann und Schön (2007), S. 21; Schäfer und Schröder (2009), S. 36.

³⁰² Carstensen (2003), S. 538.

³⁰³ Carstensen (2005), S. 90.

³⁰⁴ Vgl. Carstensen (2003), S. 539.

³⁰⁵ Vgl. Pues und Scheerbarth (2008), S. 56f.

³⁰⁶ Vgl. u.a. Wigand et al. (2011), S. 148 und Pues und Scheerbarth (2008), S. 59f.

³⁰⁷ Vgl. Hof (2014), § 9 Rn. 73.

Erträge zu thesaurieren, kann dies die Daseinsberechtigung einer Stiftung gefährden.³⁰⁸ Wenn eine Stiftung nachhaltig schädigende Substanzverluste hinnehmen muss, wäre sie verpflichtet, diese marktbedingten Wertverluste über Jahre durch die Thesaurierung der Erträge zu kompensieren. In diesem Fall wäre eine nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks nicht mehr möglich, da alle Erträge zur Wiederherstellung des Vermögens zu nutzen wären.³⁰⁹ Dieser Vorgang würde jedoch die Aufgabe des Stiftungsvermögens, welche die Erfüllung des Stiftungszwecks ist, missachten.³¹⁰

Das Konzept der realen Kaufkrafterhaltung wird ebenfalls abgelehnt, da es die geschäftsführende Person in ihrer Freiheit, Anlageentscheidungen zu treffen, einschränken kann. Diese Gefahr besteht, wenn verstärkt in substanzorientierte Anlageinstrumente mit erhöhten Risiko investiert wird, weil nur diese Investitionen in der Lage sind, die von der Kaufkrafterhaltung geforderten Renditen zu erzielen.³¹¹ Weiter kann davon ausgegangen werden, dass nur ein angemessenes Verhältnis der Größe des Vermögens zum Umfang der Ausschüttungen sicherstellen kann, dass beide Gebote gleichermaßen Beachtung finden.³¹²

Die Verfechter der realen Kaufkrafterhaltung argumentieren zwar insofern sachlich, dass sie auf die Gefahren einer inflationsgesteuerten Wertminderung des Stiftungsvermögens hinweisen. Eine gesetzliche Pflicht zur Kaufkrafterhaltung lässt sich davon aber nur schwer ableiten.³¹³ Die Entscheidungshoheit über die Frage, inwieweit die Stiftung Verluste bei der Kaufkraft ausgleicht, verbleibt, da keine gesetzliche Verpflichtung zum Inflationsausgleich besteht,³¹⁴ bei den jeweiligen Stiftungsgremien.³¹⁵ Es scheint aber angebracht zu sein, auf einen realen Werterhalt hinzuarbeiten.³¹⁶ Angesichts dessen sind Stifter, die den realen Erhalt des Grundstockvermögens anstreben, dazu angehalten, dieses Anliegen in der Satzung der Stiftung oder in zusätzlichen Anlagerichtlinien festzuschreiben.³¹⁷

Einzelne Landesstiftungsgesetze regeln neben der bereits angesprochenen Bestandserhaltung, der Ertragsverwendung und den Aufgaben der Vermögensverwaltung, wie die Verwaltung einer Stiftung sich zu verhalten hat.³¹⁸ Stiftungsorgane sind laut einigen

³⁰⁸ Vgl. Reuter (2005), S. 650.

³⁰⁹ Carstensen vertritt die Ansicht: „jeder Vermögensverlust ist auszugleichen“. Vgl. Carstensen (2003), S. 538.

³¹⁰ Vgl. Hüttemann (1998a), S. 67.

³¹¹ Vgl. Hüttemann und Schön (2007), S. 21f.

³¹² Vgl. Reuter (2005), S. 650.

³¹³ Vgl. Hof (2014), § 9 Rn. 70–74.

³¹⁴ Vgl. Falk (2008), S. 1.

³¹⁵ Abgesehen von den gesetzlichen Regelungen zur Rücklagenbildung. Vgl. Abschnitt 4.3.2.2. und Schäfer und Schröder (2009), S. 36.

³¹⁶ In einer Umfrage des BVDS gaben drei Viertel der Stiftungen an, in der Praxis den realen Kapitalerhalt anzustreben. Vgl. Bischoff und Wiener (2013), S. 6; Schäfer und Schröder (2009), S. 21.

³¹⁷ Vgl. Falk (2008), S. 1.

³¹⁸ Vgl. Tabelle 1.

dieser Ausführungen³¹⁹ dazu angehalten, die Stiftung „sparsam und nach den Regeln ordentlicher Wirtschaftsführung zu verwalten“.³²⁰ Der Vermögensverwaltung einer Stiftung wird somit ein Leitfaden für ökonomisch-rationales und ordnungsgemäßes Handeln mitgegeben. Eine Möglichkeit, dieser Handlungsaufforderung nachzukommen, besteht in der Umschichtung des Stiftungsvermögens. Umschichtungen werden in einigen Landesstiftungsgesetzen konkret geregelt. Eine Umschichtung des Stiftungsvermögens bedeutet, dass die Stiftung vorhandene unprofitable Vermögenswerte durch ertragreiche Vermögenswerte ersetzt. Den Vermögensverwaltern von Stiftungen wird somit ein Instrument zur Verfügung gestellt, mit dessen Hilfe sie auf sich wandelnde Bedingungen auf den Kapitalmärkten reagieren können.³²¹

Es lässt sich, abgeleitet vom Gesetz der Bestandserhaltung, schlussfolgern, dass Stiftungsorgane grundsätzlich Vermögensumschichtungen vorzunehmen haben.³²² Das Umschichtungsgebot ergibt sich aus dem Grundsatz der Vermögenserhaltung, der in allen außer zwei Landestiftungsgesetzen zu finden ist. Spezielle Regelungen zur Umschichtung finden sich nur in fünf der sechzehn Landesstiftungsgesetze. Diese Regelungen fordern einerseits eine Anzeigepflicht bei Umschichtungen. Andererseits bestimmen die Stiftungsgesetze von Nordrhein-Westfalen und Rheinland-Pfalz, dass Umschichtungen des Stiftungsvermögens „nach den Regeln ordentlicher Wirtschaftsführung zulässig“ sind.³²³ Die Umschichtung sollte aufgrund eines verbesserten Rendite-Risiko-Profiles einen ökonomischen Vorteil für die Stiftung mit sich bringen. Ausschließlich dann ist eine Vermögensumschichtung zweckmäßig und folglich zulässig.³²⁴

Insgesamt gesehen, liefern die Landesstiftungsgesetze keine speziellen Anlagevorschriften und setzen der Vermögensverwaltung einer Stiftung keine genauen Zielvorgaben. Zwölf der sechzehn Landesstiftungsgesetze fordern allerdings eine nachhaltige Verfolgung des Stiftungszwecks.³²⁵ Hieraus leiten die meisten Stiftungsaufsichtsbehörden die Forderung nach einem realen Erhalt des Grundstockvermögens ab. Drei Viertel der Deutschen Stiftungen zielen mit ihrer Vermögensverwaltung ebenfalls auf einen realen Kapitalerhalt ab.³²⁶ Dabei ist zu beachten, dass diese Grundsätze zwar den Anspruch auf einen realen Kapitalzuwachs, jedoch nicht auf eine reale Kaufkrafterhaltung erheben. Die Entscheidung darüber, ob eine Stiftung einen nominalen oder realen Kapitalerhalt anstrebt, liegt demnach

³¹⁹ Vgl. Tabelle 1: Stiftungsverwaltung.

³²⁰ § 8 Abs.1 S. 1 ThürStiftG.

³²¹ Vgl. Seidemann (2010), S. 53.

³²² Vgl. Wigand (2009), S. 9.

³²³ § 7 Abs.2 S. 1 LStiftG.

³²⁴ Vgl. Fritz (2009), S. 158.

³²⁵ Vgl. Tabelle 1: Vermögensverwaltung.

³²⁶ Vgl. Bischoff und Wiener (2013), S. 6.

im grundrechtlich abgesicherten Handlungsspielraum der Stiftungsorgane.³²⁷ Ein Problem bleibt indes bestehen: Wenn es darum geht, die Sparsamkeit, Sicherheit und Wirtschaftlichkeit einer Stiftung zu definieren, bieten die Landesstiftungsgesetze eine Vielzahl von unpräzisen und divergierenden Formulierungen an. Das große Problem liegt nicht bei den unterschiedlichen Regelungen der Landesstiftungsgesetze, sondern in der Tatsache, dass gleiche Begriffe teilweise sehr unterschiedlich interpretiert werden.³²⁸

4.3.2. Rahmenbedingungen nach dem Steuergesetz

4.3.2.1. Wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb versus Vermögensverwaltung

Stiftungen, die zum Allgemeinwohl beitragen, werden in Deutschland durch eine große Anzahl an Regelungen steuerliche Erleichterungen eingeräumt.³²⁹ Das deutsche Grundgesetz sieht zwar, in seiner eigentlichen Form, in Art. 3 Abs. 1 GG grundsätzlich davon ab, eine Person oder Institution zu bevorzugen oder zu benachteiligen.³³⁰ Jedoch kann eine Ausnahme gemacht werden, sobald hierfür ein sachlicher Rechtfertigungsgrund besteht. Für Stiftungen sind hierbei insbesondere zwei Gesichtspunkte ausschlaggebend: Erstens tragen Stiftungen dazu bei, den Staat zu entlasten, indem sie dort einspringen, wo der Staat seiner sozialen Verpflichtung nicht mehr ausreichend nachkommen kann.³³¹ Zweitens übernehmen sie facettenreiche Gemeinwohlaufgaben, indem sie Vermögen mobilisieren, um soziale Verantwortung wahrzunehmen.³³² Eine Körperschaft ohne personellen Bezug (*d.h.* eine Stiftung) von den Leitlinien des Grundgesetzes freizustellen, ist nicht einfach.³³³ Von diesem Gedanken leitet sich die besondere Bedeutung ab, die der gemeinnützige Status für eine Stiftung hat.³³⁴ Des Weiteren ist dies der Grund, weshalb das deutsche Steuerrecht im Vergleich zu den Landesstiftungsgesetzen eine allzu freie Interpretation der zu beachtenden Praktiken nicht duldet und daher präziser in seinen Vorgaben ist.³³⁵ Die Erhaltung des steuerbegünstigten Status ist somit eine Nebenbedingung des Stiftungsmanagements, die für das Überleben vieler Stiftungen jedoch essentiell ist.³³⁶ Durch die Aufrechterhaltung des

³²⁷ Vgl. Fleisch (2012), S. 4.

³²⁸ Vgl. Schindler (2003), S. 9.

³²⁹ §§ 51–68 AO.

³³⁰ Art. 3 Abs. 1 Grundgesetz.

³³¹ Bellezza et al. (2003), S. 16.

³³² Vgl. Pues und Scheerbarth (2008), S. 111.

³³³ Wie Körperschaften sind Stiftungen gleichermaßen juristische Personen öffentlichen Rechts. Eine Stiftung ist im Vergleich zu Körperschaften jedoch nicht verbandsmäßig organisiert und besitzt keine juristischen Personen als Träger (sondern nur Destinatäre). Sie ist eine Organisation die sich mit der reinen Verwaltung eines Vermögens (*i.e.* des Stiftungsvermögens) auseinandersetzt. Duden (2000), S. 4

³³⁴ Der gemeinnützige Status kann einer Stiftung, nach § 61 Abs. 3 AO, rückwirkend für bis zu 10 Jahre entzogen werden. Diese Tatsache allein stellt für viele Stiftungen eine existenzbedrohende Gefahr dar.

³³⁵ Vergleich der in §§ 51–68 AO festgehaltenen Regelungen und der Landesstiftungsgesetze.

³³⁶ Diese Nebenbedingung wird u.a. in Abschnitt 4.3 beschrieben. Vgl. Hof (2009), § 9 Rn. 84f.

gemeinnützigen Status stellt die Stiftung sicher, dass sie von jeglicher Erbschafts- oder Schenkungsteuer³³⁷ sowie von der Grunderwerbsteuer befreit ist.³³⁸

Damit eine Stiftung ihren steuerbegünstigten Status beibehalten kann, ist es erforderlich, dass sich diese bei ihrer Vermögensanlage an die Rahmenbedingungen des Gemeinnützigkeitsrechts hält. Der für Stiftungen bedeutsame Teil dieser Regelungen ist in den Paragraphen 51 bis 68 der Abgabenordnung (AO) zu finden.³³⁹ Hierin ist festgelegt, ob die Vermögensverwaltung einer Stiftung als wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb eigeordnet werden kann und ob die Stiftung selbstlos Dritte fördert. An der Feststellung dieser beiden Sachlagen hängt die Entscheidung, ob eine Stiftung ihren steuerbegünstigten Status erhält.³⁴⁰

Die Diskussion über die Steuerbefreiung einer Stiftung beginnt somit bei der Frage, ob die Vermögensverwaltung der Stiftung als wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb angesehen werden kann. Gemäß § 14 der Abgabenordnung ist ein wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb „eine selbständige nachhaltige Tätigkeit, durch die Einnahmen oder andere wirtschaftliche Vorteile erzielt werden und die über den Rahmen einer Vermögensverwaltung hinausgeht. Die Absicht, Gewinn zu erzielen, ist nicht erforderlich.“³⁴¹ Wenn eine Stiftung folglich einen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb betreibt, kann sie entsprechend § 64 Abs. 1 AO „die Steuervergünstigung für die dem Geschäftsbetrieb zuzuordnenden Besteuerungsgrundlagen (Einkünfte, Umsätze, Vermögen)“ verlieren.³⁴² Diese Regelungen beziehen sich nicht auf alle Aktivitäten der Stiftungen. Sie greifen nur dann, wenn die Stiftung keinen gemeinnützigen, sondern einen eigenwirtschaftlichen Zweck verfolgt. Wenn der wirtschaftliche Geschäftsbetrieb allerdings im Vordergrund steht, verfolgt die Stiftung auf Kosten ihres gemeinnützigen einen eigenwirtschaftlichen Zweck und verliert somit ihre gesamte Steuerbegünstigung.³⁴³

Der Bundesfinanzhof (BFH) zieht in seiner Rechtsprechung einkommensteuerliche Kriterien heran, um den wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb von einer Vermögensverwaltung zu trennen.³⁴⁴ Eine Vermögensverwaltung zeichnet sich laut dem BFH dadurch aus, dass sie ihre Wirtschaftsgüter in einer Art und Weise nutzt, die einer Fruchtziehung aus zu erhaltenden Substanzwerten gleichkommt. Nutzt eine Stiftung ihre substanziellen

³³⁷ § 13 Abs. 1 Nr. 16 b ErbSTG.

³³⁸ § 3 Nr. 2 Grunderwerbsteuergesetz.

³³⁹ Für die Vermögensverwaltung von Stiftungen ist zusätzlich der Anwendungserlass zur Abgabenordnung (AEAO) relevant.

³⁴⁰ Vgl. Schröder (2010), S. 32.

³⁴¹ § 14 AO.

³⁴² § 64 Abs. 1 AO.

³⁴³ Vgl. Carstensen (2003), S. 544.

³⁴⁴ Vgl. Bundesfinanzhof (2001), Urteil vom 27.03.2001, Az.: I R 78/99, II 1. a.

Vermögenswerte durch Umschichtung dazu, finanzielle Vorteile zu erzielen, kann dagegen von einem wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb ausgegangen werden.³⁴⁵ Der wirtschaftliche Geschäftsbetrieb generiert seine Einkünfte durch eine aktive Tätigkeit, die das Vermögen gezielt zur Ertragserzielung einsetzt. Im Unterschied dazu beschäftigt sich die Vermögensverwaltung damit, passiv aus dem ihr zur Verfügung stehenden Vermögen Nutzen zu ziehen.³⁴⁶ Falls Zweifel an dieser Abgrenzung bestehen, wird das Gesamtbild, „das nach Verkehrsanschauung³⁴⁷ eine Vermögensverwaltung ausmacht und nicht einem Gewerbebetrieb eigen ist“, in Betracht gezogen.³⁴⁸

Die Beteiligung einer gemeinnützigen Körperschaft an einer steuerpflichtigen Tochtergesellschaft (z. B. GmbH, AG) muss jedoch nicht zwingend als wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb, der die steuerlichen Vorteile der Stiftung gefährden könnte, angesehen werden.³⁴⁹ Denn ein wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb kann unter bestimmten Voraussetzungen als sogenannter Zweckbetrieb eingeordnet werden.³⁵⁰ Die Voraussetzungen, die nach § 65 AO aus einem wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb einen Zweckbetrieb machen, sind gegeben, wenn:

- der wirtschaftliche Geschäftsbetrieb in seiner Gesamtrichtung dazu dient, die steuerbegünstigten satzungsmäßigen Zwecke der Körperschaft zu verwirklichen,
- die Zwecke nur durch einen solchen Geschäftsbetrieb erreicht werden können und
- der wirtschaftliche Geschäftsbetrieb zu nicht begünstigten Betrieben derselben oder ähnlicher Art nicht in größerem Umfang in Wettbewerb tritt, als es bei Erfüllung der steuerbegünstigten Zwecke unvermeidbar ist.

Eine klare Abgrenzung zwischen steuerpflichtigem wirtschaftlichem Geschäftsbetrieb und dem körperschafts- und gewerbesteuerbefreiten³⁵¹ Zweckbetrieb ist jedoch nicht immer möglich.³⁵² Zwar hat der Gesetzgeber bei einigen Einrichtungen deutlich zum Ausdruck

³⁴⁵ Vgl. Hartmann (2005), S. 477f.

³⁴⁶ Vgl. Pöllath und Richter (2009), § 43 Rn. 124.

³⁴⁷ Die Verkehrsanschauung ist die Auffassung und Anschauung des Verkehrs. Als Verkehr wird der überwiegende Teil der am Rechtsverkehr mitwirkenden Personen bezeichnet. Sellien und Sellien (2013), S. 1850.

³⁴⁸ Carstensen (2003), S. 544.

³⁴⁹ Vgl. Schauhoff (2010), § 6 Rn. 67.

³⁵⁰ § 14 AO.

³⁵¹ § 5 Abs. 1 Nr. 9 KStG; § 3 Nr. 6 S. 1 GewStG.

³⁵² Vgl. Wigand et al. (2011), § 5 Rn. 40.

gebracht, wann ein steuerfreier Zweckbetrieb vorliegt, doch decken diese Regelungen längst nicht alle Betätigungsfelder von stiftungsnahen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieben ab.³⁵³

Zusätzlich zu diesen Lücken der Gesetzestexte ändern sich die rechtlichen Rahmenbedingungen, die bei der Bewertung von wirtschaftlichen Geschäftsbetrieben zum Tragen kommen. Dieser Wandel lässt sich bereits daran erkennen, dass das häufige Kaufen und Abstoßen von Wertpapieren die Steuerbefreiung einer Stiftung nicht mehr gefährden kann.³⁵⁴ Gab diese Tätigkeit vor der Klarstellung durch ein BFH-Urteil Anlass zur Sorge, ist sie heutzutage zur gängigen Praxis einer professionellen Vermögensverwaltung geworden.³⁵⁵ Dieses BFH-Urteil betrifft jedoch nur jene Geschäfte, denen ein nicht profitorientierter Charakter adhäriert werden kann. Schröder (2010) bemerkt dazu, dass „die Vermögensverwaltung von Stiftungen (...) durch das Steuerrecht nicht daran gehindert wird, ein professionell ausgerichtetes Portfolio Management durchzuführen“.³⁵⁶ Stiftungen müssen demnach steuerrechtliche Regularien insofern beachten, als dass diese zugleich über die ihre Einordnung als wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb entscheiden. Wenn die Rechtsgrundlage durch Urteile des BFH jedoch einem stetigen Anpassungsprozess unterliegt, besteht Hoffnung, dass sich dieser in naher Zukunft ebenfalls mit neuen Anlageklassen und deren Auswirkungen auf den täglichen Geschäftsbetrieb einer Stiftung befassen wird. Ob die Beteiligung an einer steuerpflichtigen Körperschaft schon einen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb begründet oder ob dies im Rahmen der Vermögensverwaltung der Stiftung zulässig ist, muss schlussendlich durch eine Einzelfallbetrachtung geklärt werden.

4.3.2.2. Die Erzielung des selbstlosen Status

Die Steuervergünstigung einer Stiftung geht aber über die reine Frage, ob ihre Vermögensverwaltung als wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb bezeichnet werden kann, hinaus. Stiftungen wird der steuerbegünstigte Status hauptsächlich aufgrund ihrer selbstlosen Förderung Dritter gewährt.³⁵⁷ Dieser Grundsatz der Selbstlosigkeit ist ein nicht unerheblicher Faktor beim stiftungsrechtlichen Gebot der Vermögenserhaltung. Gemäß § 55 AO geschieht „eine Förderung oder Unterstützung selbstlos, wenn dadurch nicht in erster Linie

³⁵³ In § 66–67 AO sind Details dazu zu finden, wann bei der Wohlfahrtspflege, bei Krankenhäusern und bei sportlichen Veranstaltungen ein Zweckbetrieb vorliegt. § 68 AO listet zusätzlich dazu eine Reihe von Fällen auf, wann in sozialen, wissenschaftlichen und künstlerischen Einrichtungen von einem Zweckbetrieb ausgegangen werden kann.

³⁵⁴ Vgl. Bundesfinanzhof (2003), Urteil vom 30.07.2003, Az.: X R 7/99.

³⁵⁵ Vgl. Carstensen (2005), S. 94–96.

³⁵⁶ Schröder (2010), S. 33.

³⁵⁷ § 55 Abs.1 AO.

eigenwirtschaftliche Zwecke – zum Beispiel gewerbliche Zwecke oder sonstige Erwerbszwecke – verfolgt werden“.³⁵⁸

Eine Stiftung, die davon absieht, ihre Vermögensmittel zum kommerziellen Eigennutz zu verwenden, hat von steuerrechtlicher Seite solange nichts zu befürchten, wie sie bei der Vermögensverwaltung darauf achtet, dass diese Mittel „nur für satzungsmäßige Zwecke verwendet werden“.³⁵⁹ Die Einkünfte der Vermögensverwaltung sind ausgehend vom Grundsatz der Selbstlosigkeit der AO, generell „zeitnah für ihre steuerbegünstigten satzungsmäßigen Zwecke“ zu verwenden.³⁶⁰ Stiftungen wie auch andere Körperschaften können nach dieser Regelung von Rücklagen Gebrauch machen, um ihren satzungsmäßigen Zweck auf Dauer zu erfüllen, ohne dabei jedoch ihre Steuerbefreiung zu gefährden.³⁶¹

Gemäß § 62 Abs. 1 Nr. 3 AO ist es einer Stiftung somit erlaubt, eine sogenannte „freie Rücklage“ zu bilden.³⁶² Diese Vorschrift besagt, dass „höchstens ein Drittel des Überschusses der Einnahmen“ aus der Vermögensverwaltung einer Rücklage zugeführt werden können. Diese Regelung betrifft alle Einnahmen einer Stiftung und wird von über 70 Prozent der Deutschen Stiftungen genutzt.³⁶³ So müssen zwei Drittel der Erträge aus beispielsweise Dividenden, Mieten, Zinsen und Pachten dafür verwendet werden, den Stiftungszweck zeitnah zu erfüllen.³⁶⁴ Der restliche Betrag darf der freien Rücklage und somit dem Grundstockvermögen einer Stiftung zugeführt werden. Darüber hinaus können 10 Prozent aus „sonstigen zeitnah zu verwendenden Mitteln“ der freien Rücklage zugeführt werden.³⁶⁵

Folgendes Beispiel soll diese Regelungen praktisch veranschaulichen:

Die gemeinnützige Stiftung ABC hat im Jahr 2014 einen Überschuss aus der Vermögensverwaltung in Höhe von 60.000 € erwirtschaftet. Zusätzlich dazu beträgt der Überschuss aus Zweckbetrieben³⁶⁶ 20.000 € und die Stiftung kann Spendeneinnahmen von dritten Parteien in Höhe von 30.000 € vorweisen.

³⁵⁸ § 55 Abs.1 Nr.1 AO.

³⁵⁹ § 55 Abs. 1 Nr.1 S. 1 AO.

³⁶⁰ § 55 Abs. 1 Nr.5 S. 1 AO.

³⁶¹ § 62 Abs. 1 Nr. 1 AO.

³⁶² Vor dem Gesetz zur Stärkung des Ehrenamts im Jahr 2013 fanden sich die Regelungen zur freien Rücklage unter § 58 Nr. 7a) AO. Vgl. Bundesgesetzblatt (2013), S. 557.

³⁶³ Vgl. Bischoff und Wiener (2013), S. 8.

³⁶⁴ Schröder (2010), S. 33.

³⁶⁵ § 62 Abs. 1 Nr. 3 AO.

³⁶⁶ Der Zweckbetrieb beschreibt den wirtschaftlich ausgerichteten Teil einer Körperschaft. Zur genaueren Definition eines Zweckbetriebs siehe: Abschnitt 4.3.2.1.

Nach § 55 Abs. 1 Nr. 5 AO müsste die Stiftung dem Gebot der zeitnahen Mittelverwendung nachkommen, indem sie spätestens im Jahre 2016 diese 110.000 € für steuerbegünstigte satzungsmäßige Zwecke verwendet. Auf Basis der Regelung des § 62 Abs. 1 Nr. 3 AO ist die Stiftung jedoch dazu befugt, eine freie Rücklage im Jahr 2014 zu bilden, die sich folgendermaßen zusammensetzt:

• Ein Drittel der Überschüsse aus der Vermögensverwaltung	20.000,-- €
• 10 Prozent aus den Überschüssen der Zweckbetriebe	2.000,-- €
• 10 Prozent der Bruttoeinnahmen aus ideellem Bereich ³⁶⁷ (Spenden)	3.000,-- €
<hr/>	
• Zugelassene Zuführung in die freie Rücklage	25.000,-- €

Im Jahr 2014 ist es somit der Stiftung ABC gestattet, 25.000 € dem Stiftungsvermögen in Form einer freien Rücklage zuzuführen. Die übrigen Mittel in Höhe von 85.000 € sind wie bisher nach dem Gebot der zeitnahen Mittelverwendung spätestens im Jahr 2016 für satzungsmäßige Zwecke zu verwenden.³⁶⁸ Indem die aufgelöste Rücklage dem Vermögen der Stiftung zugeführt wird, wird das Grundstockvermögen vor einem inflationsbedingtem Wertverlust bewahrt und somit die Leistungskraft der Stiftung erhalten.³⁶⁹

Zusammenfassend kann davon ausgegangen werden, dass Stiftungen bei Art und Inhalt ihrer Vermögensverwaltung einen großen Interpretationsspielraum besitzen, sofern sie sich an die in diesem Abschnitt dargestellten stiftungsrechtlichen und steuerrechtlichen Vorgaben halten: Das Vermögen der Stiftung ist auf lange Sicht nach Möglichkeit real oder wenigstens nominal zu erhalten. Bei der Wertanlage sind, je nach Bundesland, Grundsätze der ordnungsgemäßen und kostengünstigen Vermögensverwaltung zu beachten.³⁷⁰ Die erwirtschafteten Erträge sind, solange die Leistungsfähigkeit der Stiftung erhalten bleibt, zeitnah und im Sinne des Stiftungszwecks zu verwenden. Die Vermögensverwaltung einer Stiftung hat darüber hinaus darauf zu achten, dass diese keine übermäßige Fruchtziehung darstellt und die Schwelle zu einem wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb nicht überschritten wird.

4.3.3. Satzungsbedingte Rahmenbedingungen

Neben den von staatlicher Stelle geschaffenen Rahmenbedingungen kann auch der Stifter selbst Rahmenbedingungen für das Vermögen seiner Stiftung festlegen. Gemeinhin wird

³⁶⁷ Dem ideellen Bereich der Vermögensverwaltung werden jene Einnahmen zugeordnet, die geradewegs dem Stiftungszweck dienlich sein sollen. Dazu zählen normalerweise Spenden, Schenkungen sowie Erbschaften. Vgl. AEAO Nr. 3 zu § 55 Abs. 1 Nr. 1.

³⁶⁸ Orientiert sich am Beispiel 1 von Sauer und Schwarz (2010), S. 276f.

³⁶⁹ Vgl. Schröder (2010), S. 33.

³⁷⁰ Vgl. Tabelle 1: Übersicht der Landesstiftungsgesetze.

dieser Wille in § 4 der Satzung einer Stiftung verankert.³⁷¹ Wie weit diese Vorgaben gehen, liegt dabei beim Stifter. Hierdurch erlangt der Stifter die Möglichkeit, das Vermögen innerhalb einer Stiftung in Einklang mit seinen persönlichen Wertvorstellungen zu bringen. Für die stiftungsinternen oder externen Vermögensverwalter stehen diese satzungsbedingten Regelungen über den bereits erwähnten vagen gesetzlichen Vorschriften für die Vermögensverwaltung.³⁷² Denn nur die in der Satzung festgehaltenen Zwecke allein rechtfertigen die Bindung des Vermögens an eine juristische Person und räumen damit der Satzung eine erhöhte Priorität ein.³⁷³

Neben der Option, diese Präferenzen des Stifters in der Satzung niederzulegen, besteht die Möglichkeit, sofern der Grundsatz der Vermögenserhaltung eingehalten wird, zusätzlich zur Satzung Anlagerichtlinien zu formulieren.³⁷⁴ Mit der Niederschrift von Anlagerichtlinien, über die in Deutschland nicht einmal der Hälfte der Stiftungen verfügt,³⁷⁵ kann der Stifter sicherstellen, dass er den Stiftungsorganen eine Anleitung für die praktische Ausübung der Vermögensverwaltung mit auf den Weg gibt.³⁷⁶ Anlagerichtlinien können, zusätzlich zur Satzung, stiftungsinterne Vorschriften zur Vermögensverwaltung beinhalten.³⁷⁷ Zwar ist dies laut § 81 Abs. 1 Satz 3 Nr. 4 des BGB ebenso in der Satzung einer Stiftung möglich, doch ermöglichen Anlagerichtlinien eine flexiblere Möglichkeit, solche Regulierungen festzuhalten.³⁷⁸ Denn eine Stiftungssatzung kann nur unter besonderen Voraussetzungen geändert werden. Regelungen, die außerhalb der Satzung festgehalten werden, bleiben jedoch veränderbar und unabhängig von Änderungen der Satzung. Anlagerichtlinien sind ein Beispiel für solche außer-satzungsmäßigen Regelungen. Sie können an aktuelle ökonomische Entwicklungen angepasst werden und erleichtern auf diese Weise die Aufgabe der Vermögensverwalter.³⁷⁹

4.3.1. Resultierende ökonomische Rahmenbedingungen

Die Satzung einer Stiftung ist jedoch nicht losgelöst von den Vorschriften des Gesetzgebers. Denn bekanntermaßen grenzen die geforderten Kriterien zur substanzerhaltenden und zur

³⁷¹ Vgl. BVDS (2013b), S. 2.

³⁷² Vgl. Abschnitt 7.3.

³⁷³ Vgl. Schindler (2003), S. 299.

³⁷⁴ Siehe dazu Kapitel 4.3.1.

³⁷⁵ Vgl. Bischoff und Wiener (2013), S. 3.

³⁷⁶ Vgl. Strachwitz und Mercker (2005), S. 496.

³⁷⁷ Vgl. BVDS (2011), S. 12.

³⁷⁸ § 81 Abs. 1 Satz 3 Nr. 4 BGB.

³⁷⁹ Gemeinhin können Anlagerichtlinien im Gegensatz zur Satzung nicht nur vom Stifter selbst, sondern auch vom Stiftungsvorstand ohne einen speziellen Grund geändert werden. So kann der in der Satzung festgelegte Stiftungszweck laut § 87 Abs.1 des BGB nur dann geändert werden, wenn die Erfüllung unmöglich geworden ist oder das Gemeinwohl gefährdet ist. Diese Änderung muss von der Stiftungsaufsichtsbehörde genehmigt werden. Anlagerichtlinien können dagegen nach dem Willen des Stifters und ggf. des Vorstands festgelegt und verändert werden. Vgl. Döring (2010), S. 215f.

rentierlichen Anlage des Stiftungsvermögens die Ausgestaltung der in der Satzung festgehaltenen Richtlinien ein. Dieses Zusammenspiel formt letztlich den Rahmen, innerhalb dessen das Vermögen einer Stiftung zu verwalten ist.

Das Grundstockvermögen der Stiftung ist umgeben von einer Fülle von Geboten, an die sich jene Personen, die die Anlageentscheidung treffen, zu halten haben. Diese rechtliche Begrenzung des Grundstockvermögens der Stiftung wird in Abb. 6 veranschaulicht: Das in der Mitte liegende Grundstockvermögen unterliegt zunächst den Vorgaben der Finanzverwaltung, der Stiftungsaufsicht und der Stiftungsorgane und wird daher von diesen bildlich eingeschlossen (siehe Abb. 6). Diese drei Akteure sind jedoch wiederum in ihrem Handlungsspielraum eingeschlossen, was in der Abbildung durch die nächsthöhere Ebene veranschaulicht wird:

- Die Finanzverwaltung wird in ihrem Handeln durch die Vorgaben des Gemeinnützigkeitsrechts (das ist die Abgabenordnung) begrenzt.
- Die Stiftungsaufsicht hat sich an die Auflagen der Landesstiftungsgesetze zu halten.³⁸⁰
- Die Stiftungsorgane haben sich bei den Vorgaben, die sie dem verantwortlichen Vermögensverwalter machen, an die Anlagerichtlinien und die Satzung der Stiftung zu halten. Diese bestimmen somit maßgeblich den Handlungsspielraum dieser Organe. Dadurch, dass die Anlagerichtlinien und die Satzung meist vom Stifter geprägt werden, bestimmt dieser demgemäß indirekt, wie die Vermögensverwaltung der Stiftung zu gestalten ist.³⁸¹

³⁸⁰ Vgl. Strachwitz und Mercker (2005), S. 495f.

³⁸¹ Mehr zur Formulierung von Anlagerichtlinien: Siehe 6.3.1.

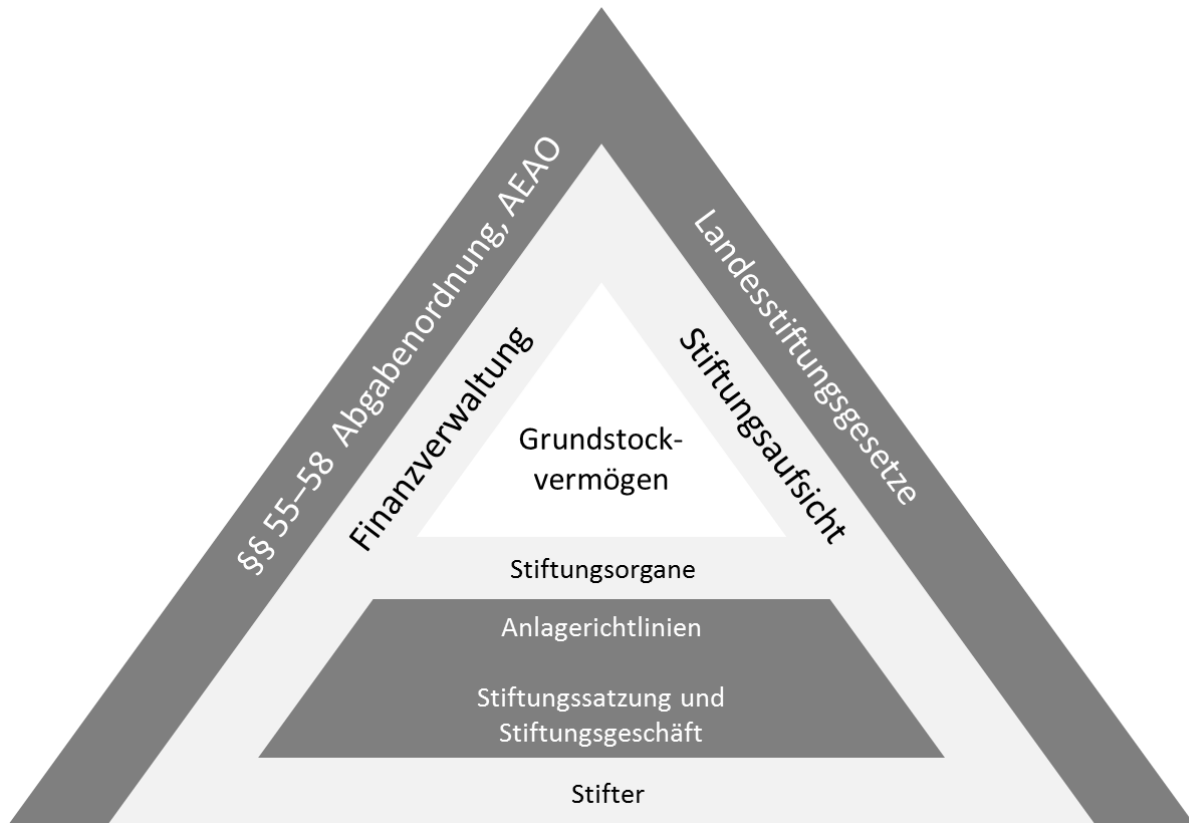


Abb. 6: Einflussgrößen auf das Stiftungsvermögen

Quelle: Eigene Darstellung nach Strachwitz und Mercker (2005), S. 496.

Der Gesetzgeber grenzt die Möglichkeiten, die bei der Verwaltung des Grundstockvermögens denkbar sind, somit in vielfacher Hinsicht ein. Ein wesentlicher Grundsatz ist dabei die in allen Stiftungsgesetzen enthaltene Forderung nach einer ungeschmälernten Erhaltung des Stiftungskapitals.³⁸² Die Erträge, die zu dieser ungeschmälernten Erhaltung des Vermögens benötigt werden, sind mit einem möglichst geringen Risiko zu erwirtschaften. Um ein Risikoprofil für das Stiftungsvermögen zu erreichen, welches als „sicher“ angesehen werden kann, ist die breite Streuung aller Vermögenswerte der Stiftung essentiell. Diese Diversifikation soll verhindern, dass Treuhänder das Stiftungsvermögen unnötiger Gefahr aussetzen und somit – durch das Eingehen übermäßigen Risikos – eine Pflichtverletzung riskieren.³⁸³ „Streuen, streuen und nochmals streuen“³⁸⁴ kann somit sowohl als Empfehlung als auch als Vorgabe für Stiftungsanlagen verstanden werden. Diese Interpretation der Forderung nach einer „sicheren“ Vermögensanlage bildet einen der wenigen konkreten Hinweise zur Vermögensverwaltung, die sich aus den verschiedenen, in diesem Abschnitt aufgezeigten Gesetzmäßigkeiten herleiten lassen. Zusammenfassend bilden die Aspekte

³⁸² Siehe dazu Tabelle 1: Übersicht der Landesstiftungsgesetze.

³⁸³ Vgl. Schindler (2003), S. 299.

³⁸⁴ Benke (1999), S. 13.

- ungeschmälerter Erhaltung des Stiftungsvermögens,³⁸⁵
- nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks und ertragreiche Anlage³⁸⁶ sowie
- sichere Vermögensverwaltung³⁸⁷

die Rahmenbedingungen für Vermögensverwalter von Stiftungen. Rechtlich bindende Bestimmungen zu einzelnen Vermögenswerten existieren allerdings nicht.³⁸⁸

4.4. Die Vermögensverwaltung von Stiftungen

4.4.1. Das klassische Zielsystem

Wird das konventionelle Modell des „magischen Dreiecks“ auf die Verwaltung von Stiftungsvermögen angewendet, offenbart sich, dass es den Anlagezielen von Stiftungen in vielerlei Hinsicht nicht entspricht. Dies rührt daher, dass das Stiftungsvermögen spezielle Anforderungen an seine Verwaltung stellt.³⁸⁹ Trotz dieser speziellen Anforderungen bemerkt Wigand (2009), dass die Verwaltung von Stiftungsvermögen in der Literatur bisher nur eine Nebenrolle spielt und allzu oft zu Gunsten von Diskussionen über steuerliche und rechtliche Rahmenbedingungen vernachlässigt wird.³⁹⁰ Deshalb versucht dieser Abschnitt der Arbeit, das Zielsystem von Stiftungen aus dieser Nebenrolle herauszuholen und näher zu beleuchten.

Das klassische „magische Dreieck“ legt einen Schwerpunkt auf Dimensionen, die für Stiftungen eine weniger relevante Rolle spielen, und scheint für diese somit ein ungünstiges Modell zu sein.³⁹¹ Die Diskussion über eine Adaptierung dieses klassischen Modells liegt somit nahe. Es besteht hinreichend Einigkeit darüber, dass die Ziele Risiko und Rentabilität der Wertanlage auch bei Stiftungen direkt miteinander konkurrieren. Mit dieser Gemeinsamkeit endet jedoch die Anwendbarkeit des ursprünglichen „magischen Dreiecks“.³⁹² Denn die Liquidität, eine der drei Dimensionen des ursprünglichen Koordinatensystems der Vermögensanlage, wird als Größe immer wieder in Frage gestellt. Grund hierfür ist, dass Liquidität im Stiftungskontext nicht mit den liquiden Mitteln, die auf dem Konto der Stiftung liegen und meist für den Stiftungszweck ausgeschüttet werden, gleichgesetzt werden kann.³⁹³ Unter Liquidität wird vielmehr die Möglichkeit verstanden, mit der die Anlagen der Stiftung zu einem fairen Preis veräußert werden können, um

³⁸⁵ § 4 Abs.2 S. 1 StiftG NRW.

³⁸⁶ § 8 Abs.2 S. 1 ThürStiftG; § 4 Abs.2 S. 3 HambStiftG.

³⁸⁷ Art. 6 Abs.1 S. 1 BayStG.

³⁸⁸ Vgl. Wachter (2002), S. 5.

³⁸⁹ Vgl. Fritz (2009), S. 135.

³⁹⁰ Vgl. Wigand (2009), S. 2.

³⁹¹ Vgl. Fritz (2009), S. 135.

³⁹² Vgl. u.a. Wigand et al. (2011), S. 150.

³⁹³ Vgl. Fritz (2009), S. 133.

beispielsweise Umschichtungen vorzunehmen.³⁹⁴ Stiftungen verfolgen jedoch traditionell eine langfristige Anlagezielstrategie und Umschichtungen haben bei Anlageentscheidungen nur eine untergeordnete Bedeutung.³⁹⁵ Daher spielt die Liquidität des Stiftungsvermögens – anders als bei Privatanlegern – bei dessen Verwaltung „kaum eine Rolle“.³⁹⁶ Es stellt sich infolgedessen die Frage, ob und wenn ja durch welche alternative Dimension die Liquidität ersetzt werden sollte.

Das altbewährte Modell hat demnach nur eine Daseinsberechtigung, wenn an der Dimension der Liquidität unter dem Aspekt festgehalten wird, dass liquide Stiftungsmittel für eine kontinuierliche Stiftungsarbeit vonnöten sind.³⁹⁷ Das Kriterium der Liquidität ist nach dieser Argumentation jene Dimension, die dafür sorgt, dass „kontinuierliche Stiftungsarbeit geleistet werden kann“.³⁹⁸ Dem zweitwichtigsten Kriterium der Stiftungsarbeit, das nach der Erhaltung des Vermögens die Sicherstellung der Stiftungsarbeit ist, wird durch diese Auslegung der Liquidität entsprochen.³⁹⁹ Ähnlich argumentiert Köszegi (2009), die zwar Liquidität nur eine untergeordnete Bedeutung in der Vermögensverwaltung von Stiftungen zuspricht, aber die Dimension der Liquidität grundsätzlich beibehält, indem sie diese in „Zinsen & Dividenden“ umtauft.⁴⁰⁰

Der Stiftungsexperte Holger Benke veröffentlichte kurz vor der Jahrtausendwende zwei verschiedene Modelle des magischen Dreiecks, die für das weitere evolutionäre Verständnis dieser Konzepte nicht unerheblich sind und daher in den folgenden Absätzen diskutiert werden. Zunächst präsentierte Benke 1997 ein Modell (siehe Abb. 7a), welches völlig neue Zielpunkte der Kapitalanlage einer Stiftung definiert. Der Autor schlägt damit, wenn auch nur vorübergehend, einen alternativen Weg ein. Er setzt mit diesem Modell teilweise auf neue Aspekte, die bezüglich ihrer Gewichtung durch die Vermögensverwalter in Konkurrenz zueinander stehen.⁴⁰¹ Die Erfüllung des Stiftungszwecks und die dafür benötigten erwirtschafteten Erträge stellen die erste Dimension dar. Diese wird durch die zweite Dimension ergänzt, die dafür sorgt, dass das Stiftungsvermögen gewahrt und in seiner Leistungskraft real erhalten bleibt (Substanzerhaltung). Als letzten Aspekt sollten die Vermögensverwalter von gemeinnützigen Stiftungen darauf Acht geben, die Gemeinnützigkeit und somit die Steuerbefreiung dieser Institutionen nicht durch gewerbliche Tätigkeiten zu riskieren.

³⁹⁴ Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 31.

³⁹⁵ Vgl. Fritz (2009), S. 134.

³⁹⁶ Reuter (2005), S. 654.

³⁹⁷ Vgl. Byallas (2004), S. 364ff.

³⁹⁸ Byallas (2004), S. 364.

³⁹⁹ Vgl. Byallas (2004) S. 364.

⁴⁰⁰ Vgl. Köszegi (2009), S. 22f.

⁴⁰¹ Vgl. Benke (1997), S. 654.

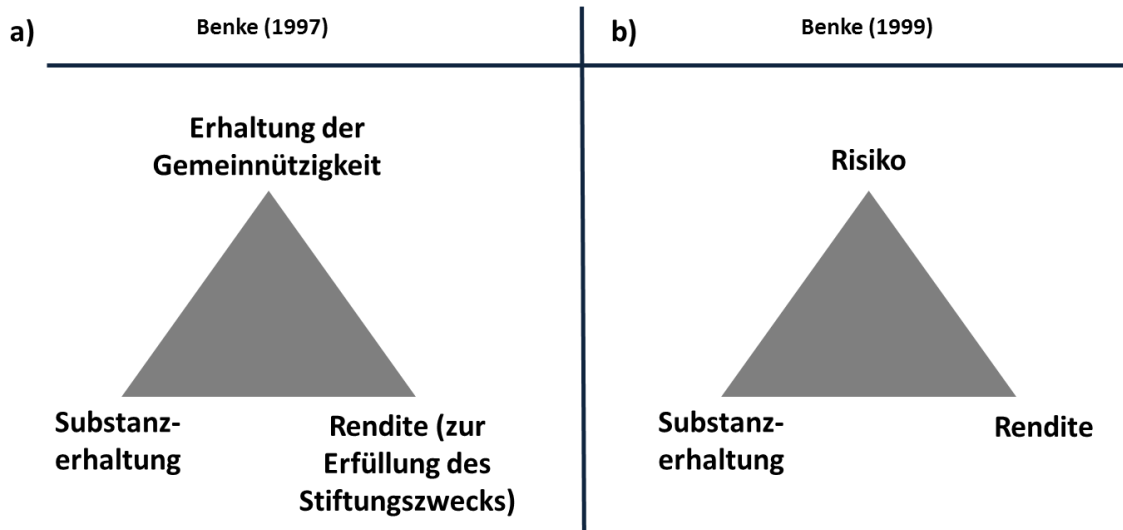


Abb. 7a und b: Die Wandlung des magischen Dreiecks der Stiftungsvermögensanlage

Quelle: Eigene Darstellung der von Benke (1997), S. 654, und Benke (1999), S. 13, ausgeführten Punkte.

Die Erhaltung der Gemeinnützigkeit scheint im Hinblick auf ähnliche in diesem Kapitel vorgestellte Modelle in vielerlei Hinsicht als eine gewagte Wahl: Denn Behnkes Modell ist nur auf steuerbegünstigte Stiftungen anzuwenden und klammert nicht-gemeinnützige Stiftungen grundsätzlich aus.⁴⁰² Eine solche Kritik mag zwar zutreffen, doch stellt Benke (1997) von vornherein klar, dass sein Modell nur für gemeinnützige Stiftungen gedacht ist und sich bewusst von beispielsweise Verbraucherstiftungen abgrenzt.⁴⁰³ Dieses Argument ist somit hinfällig. Und dennoch ist das dargestellte Modell (siehe Abb. 7a) nicht im Stande, ein klareres Bild von den speziellen Anforderungen, die Stiftungen an ihre Vermögensverwaltung stellen, zu präsentieren. Denn Investitionsziele lassen sich gewöhnlich durch eine gezielte Auswahl und Zusammensetzung verschiedenster Anlagemöglichkeiten erreichen. Dementsprechend kann eine Stiftung, die beispielsweise höhere regelmäßige Erträge als bisher anstrebt, vermehrt festverzinsliche Papiere in ihr Portfolio aufnehmen, um dieses Ziel zu erreichen. Das Anlageziel, den gemeinnützigen Status der Stiftung zu erhalten, wäre aber kein Ziel, welchem sich eine Stiftung durch eine gezielte Titelauswahl annähern könnte.⁴⁰⁴ Zusätzlich dazu besteht die Idee in der Darstellung des magischen Dreiecks darin, die reziproke Abhängigkeit der drei Aspekte zu veranschaulichen.⁴⁰⁵ Zwischen den von Benke aufgeführten Zielen der Renditeerwirtschaftung und der Substanzerhaltung besteht dieses Spannungsverhältnis; jedoch scheint es in Bezug auf das Ziel, die Gemeinnützigkeit der Stiftung zu erhalten, zu fehlen. Fritz (2009) bemerkt hierzu, dass das Ziel der Gemeinnützigkeit in manchen Fällen zur Gänze erreicht werden kann, obgleich der Grad der

⁴⁰² Vgl. Fritz (2009), S. 134f.

⁴⁰³ Vgl. Benke (1997), S. 654f.

⁴⁰⁴ Vgl. Fritz (2009), S. 135.

⁴⁰⁵ Vgl. Seidemann (2010), S. 54.

Zielerreichung der beiden anderen Aspekte nicht bei null liegt.⁴⁰⁶ Dieser Argumentation nach sollte die Erhaltung der Gemeinnützigkeit durch einen anderen, passenderen Aspekt ersetzt werden.

Benke schien sich der Stärken und Schwächen seines 1997 vorgestellten Modells bewusst zu sein. Schon 1999 erklärte er, dass er den Risikoaspekt aus dem klassischen „magischen Dreieck“ wieder mitaufnehmen werde und so schlussendlich zu einem Modell gelangt, welches sich im Spannungsverhältnis zwischen Rentabilität (Erträge), Sicherheit (Risiko) und Substanzerhaltung wiederfindet (siehe Abb. 7b). Die Aspekte der Liquidität wie auch der Erhaltung der Gemeinnützigkeit gehören laut diesem Modell der Vergangenheit an. Daher wird diese Arbeit auf eine weitere Diskussion des ersten Modells verzichten.

Die von Benke (1999) erwähnten Modelle für die Stiftungsarbeit lassen sich auch durch eine Betrachtung der in diesem Kapitel bereits angesprochenen rechtlichen Vorgaben herleiten.⁴⁰⁷ Besonders lohnt es sich, einen Blick auf die schon erwähnten Landesstiftungsgesetze und deren Forderungen zu werfen. Die erwähnten Rahmenbedingungen für Vermögensverwalter von Stiftungen, die die Landesstiftungsgesetze formulieren, können als Anhaltspunkte für ein Zielsystem der Stiftungsarbeit ausgelegt werden.⁴⁰⁸ Eine grafische Darstellung dieses Zielsystems hilft, die Motivation, die hinter den Handlungen von Stiftungen stehen, zu verstehen und diese mit den im ursprünglichen magischen Dreieck aufgeführten Zieldimensionen zu vergleichen. Die zuvor identifizierten rechtlichen Vorgaben lassen sich somit in ein wirtschaftliches Zielsystem umschreiben und bestätigen die von Benke herausgearbeiteten Punkte:

- Ungeschmälerte Erhaltung des Stiftungsvermögens
 - ⇒ Substanzerhaltung
- Nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks und ertragbringend Anlage
 - ⇒ Rendite
- Sichere Vermögensverwaltung
 - ⇒ Risiko

Somit führt dieser Ansatz schlussendlich zu dem zweiten von Benke vorgestellten Modell (siehe Abb. 7b), das auch von Fritz (2009) aufgegriffen wird. Fritz ist der erste, der das von

⁴⁰⁶ Vgl. Fritz (2009), S. 135.

⁴⁰⁷ Die von Benke entwickelten Modelle werden aufgeführt, weil sie die Entwicklung des magischen Dreiecks der Stiftungsvermögensanlage illustrieren. Benke beharrte nicht auf seinem ursprünglich vorgestellten Zielsystem, sondern entwickelte es zu jenem Modell, das von der heutigen Stiftungsliteratur aufgegriffen wird, weiter.

⁴⁰⁸ Vgl. Abschnitt 4.3.1.

Benke beschriebene Modell zu Papier bringt, aber gleichzeitig – wie zu sehen sein wird – berechnete Zweifel an dessen Verwendbarkeit äußert.⁴⁰⁹

4.4.2. Perspektivenwechsel hin zu einem zweckbezogenem Zielsystem

Dass jede Investition eine Wirkung auf ihr Umfeld hat, darauf geht schon der erste Satz dieser Monografie ein. Diese Prämisse kann als Ausgangspunkt genommen und durch die bereits erwähnte moralische Verpflichtung von Stiftungen, einem ideellen Zweck zu dienen, ergänzt werden.⁴¹⁰

Es wurde in den letzten Jahren zwar in zunehmendem Maße für einen Perspektivenwechsel weg vom „magischen Dreieck“ der Geldanlage hin zu einem neuen Koordinatensystem geworben.⁴¹¹ Zunächst kristallisierte sich hierbei, zusätzlich zu den schon bestehenden Zielvorgaben, die Nachhaltigkeit der Kapitalanlage als Anforderung an das Stiftungsvermögen heraus (siehe Abb. 5). Die Vorstellung, dass Stiftungen auf die ökologischen und ethischen Eigenschaften ihrer Anlage zu achten haben, wurde zwar von dem meisten Stiftungen als logischer Schritt angesehen, doch ging diese Ansicht einigen Stiftungsexperten nicht weit genug.⁴¹² Daher war die Ausarbeitung eines neuen Modells erforderlich, welches zusätzlich auf die spezifische Wirkung der Geldanlage Bezug nimmt. Denn die stiftungsspezifische Zweckdimension geht noch einen Schritt weiter als die auf allgemein akzeptierten ESG-Faktoren basierende Nachhaltigkeits-Dimension. Diese neue Dimension geht über die übliche Ansicht hinaus, indem sie versucht, die Korrelation zwischen Stiftungszweck und Vermögenswerten der Stiftung darzustellen. Auf der Suche nach einem Modell, welches in der Lage ist, die Zweckkonformität eines Stiftungsportfolios darzustellen, wird folglich der Aspekt der Nachhaltigkeit mehr und mehr durch den Aspekt der Wirkung – in Bezug auf den Stiftungszweck – ersetzt. Dabei werden jedoch zwei unterschiedliche Ansätze verfolgt.⁴¹³

Im ersten Modell wird das dreidimensionale „magische Dreieck“ zu einer vierdimensionalen „magischen Pyramide“. Dabei ist zu beachten, dass das ursprüngliche Dreieck nicht auf dem schon auf Stiftungen zugeschnittenen Dreieck – bei dem das Ziel der Liquidität durch das der Substanzerhaltung ausgetauscht wurde – beruht. Von einigen Pionieren innerhalb der Deutschen Stiftungsszene wird vielmehr das anfängliche Dreieck der Vermögensverwaltung herangezogen und durch eine neue Dimension, die Wirkung, erweitert (siehe Abb. 8).⁴¹⁴

⁴⁰⁹ Vgl. Fritz (2009), S. 136.

⁴¹⁰ Vgl. Kapitel 3.2.4. Vom Moralischen Imperativ der Stiftungsarbeit.

⁴¹¹ Vgl. Seidemann (2010), S. 54.

⁴¹² Vgl. Bock et al. (2006), S. 105f.

⁴¹³ Vgl. Heuser (2013), S. 143.

⁴¹⁴ Vgl. Eberhard von Kuenheim Stiftung (2013), S. 6.

Denn nur hierdurch wird ein Perspektivenwechsel eingeläutet, welcher die schon etablierte Dimension der Nachhaltigkeit durch die für Stiftungen relevante Wirkungs-Dimension ersetzt.

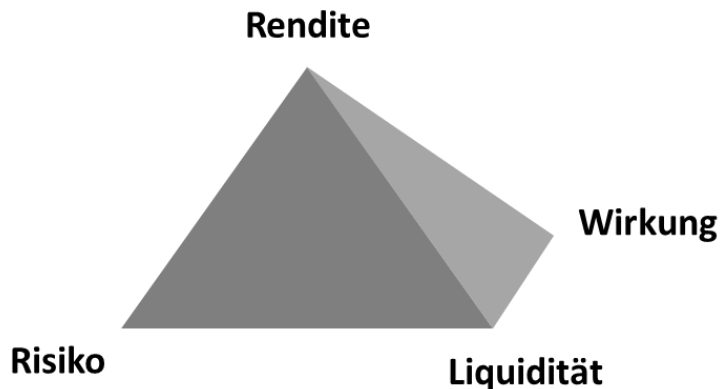


Abb. 8: Die „magischen Pyramide“ einer wirkungsorientierten Geldanlage

Quelle: Eigene Darstellung nach Eberhard von Kuenheim Stiftung (2013), S. 6.

Dieses Zielsystem der Stiftung kann verglichen werden mit dem bereits erwähnten „magischen Viereck“. ⁴¹⁵ Doch wird die Nachhaltigkeits-Dimension hierbei durch die Wirkungs-Ebene ersetzt, um auf diese Weise den Anforderungen von Stiftungen gerecht zu werden. Denn das Zielsystem einer Stiftung sollte, wenn den Advokaten von MI Glauben geschenkt wird, auch die Wirkung, die eine Wertanlage haben kann, beinhalten. Auf diese Weise können Stiftungen sicher gehen, dass sie durch die Anwendung der verschiedensten MI-Anlageinstrumente schlussendlich eine positive Nettorendite bei ihrer Wirkung erzielen. ⁴¹⁶ Der entscheidende Unterschied besteht somit darin, dass Stiftungen beabsichtigen, sich durch die Miteinbeziehung einer vierten Ebene der Wirkung der von ihnen getätigten Investitionen in Bezug auf ihren Stiftungszweck bewusst zu werden. ⁴¹⁷ Dem steht der ethisch und ökologisch bewusste Anleger gegenüber, der sich des „magischen Vierecks“ und seiner Nachhaltigkeits-Ebene bedient. ⁴¹⁸ Bedingt durch die Tatsache, dass sich dieser Investor – im Gegensatz zu Stiftungen – keinem ideellen Zweck unterzuordnen hat, kann das neu dazugekommene Anlageziel als Zusatz statt als zwingend notwendige Grundvoraussetzung angesehen werden.

Der zweite Ansatz, der versucht, die Wirkung und den Zweck in das Zielsystem einer Stiftung mit aufzunehmen, bedient sich dem schon für Stiftungen adaptierten magischen Dreieck (siehe Abb. 9a). Dieses angepasste Dreieck greift nach Ansicht von Fritz (2009) zu kurz, da es die Zweckkorrelation der Investitionen außer Acht lässt. ⁴¹⁹ Die Zielvorgaben des Risikos,

⁴¹⁵ Vgl. S. 57 Abb. 5.

⁴¹⁶ Vgl. Heuser (2013), S. 143.

⁴¹⁷ Vgl. Seidemann (2010), S. 54.

⁴¹⁸ Vgl. Rothenbücher (2010), S. 11f.

⁴¹⁹ Vgl. Fritz (2009), S. 136ff.

des Ertrages und der Substanzerhaltung werden folglich durch eine weitere Ebene, die den Grad der „Zweckerfüllung“ der Wertanlage misst, erweitert (siehe Abb. 9b). Auf diese Art und Weise versucht dieses Zielmodell den Stifterwillen durch die Berücksichtigung des Stiftungszwecks bei der Wahl einer geeigneten Wertanlage zu berücksichtigen.⁴²⁰ Es hat den Anschein, dass die Miteinbeziehung der Dimension des „Zwecks“ in diesem Modell dieselbe Intention hat wie die „Wirkungs-Dimension“ in dem von der Eberhard von Kuenheim Stiftung (Abb. 8) vorgestellten Modell.

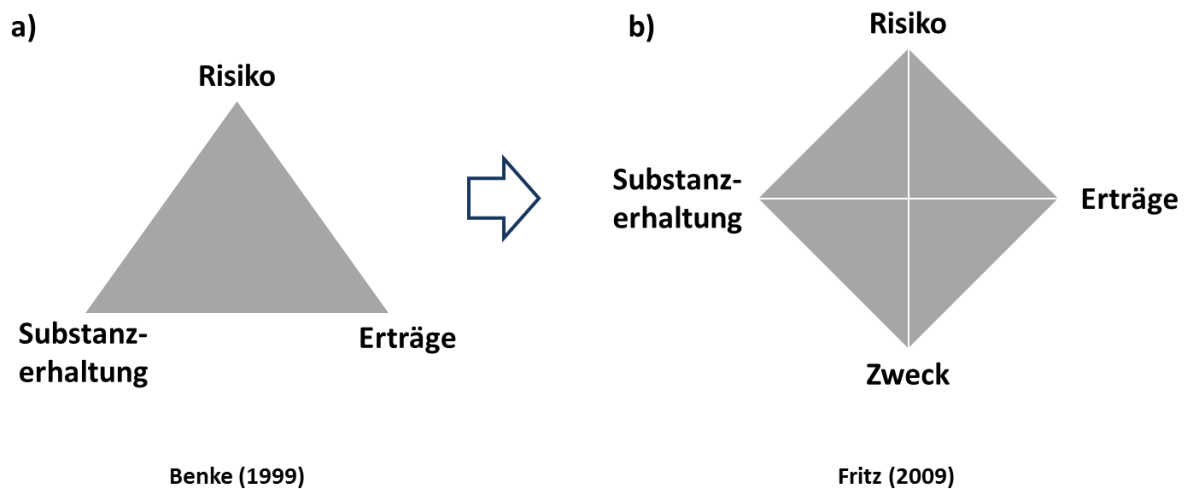


Abb. 9: Stiftungen: Vom „Magischen Dreieck“ zum „Magischen Viereck“

Quelle: Modifizierte eigene Darstellung nach Benke (1999), S. 13 und Fritz (2009), S. 138.

Beide vorgestellten Modelle stimmen somit – unabhängig von den übrigen drei Dimensionen – darin überein, dass die Wirkung einer Investition eine neue Dimension im Zielsystem einer Stiftung ausmacht (Abb. 8 und Abb. 9b).⁴²¹ Die Diskussion darüber, ob diese neue Dimension nun Zweck oder Wirkung genannt wird, scheint in Anbetracht der Tatsache, dass beide Modelle dieselbe Absicht verfolgen, hinfällig. Zur visuellen Veranschaulichung der Ziele einer Stiftung sind die beiden dargestellten Modelle hilfreich. Die Aussagekraft der beschriebenen geometrischen Formen und der systematischen Darstellungsweise sind jedoch begrenzt. Denn die vorgestellten Modelle beruhen weniger auf wissenschaftlich profunden Berechnungen, als dass sie versuchen, die reziproke Abhängigkeit der Anlageziele zu veranschaulichen. Zudem veranschaulichen sie die Relevanz der Wirkungs- und Zweck-Dimension. Die Suche nach Wertanlagen, die diese Dimensionen bedienen können, scheint daher der nächste logische Schritt zu sein. Damit wird die Notwendigkeit einer zweckbezogenen Vermögensverwaltung unterstrichen. Am Sinn und an der

⁴²⁰ Vgl. Krüger und Lipsmeier (2012), S. 5.

⁴²¹ Vgl. Benke (1999), S. 13, und Fritz (2009), S. 136.

Zweckmäßigkeit von MI-Produkten sollte daher insofern nicht mehr gezweifelt werden, als solche Anlageprodukte die neue Ebene der Wirkung beziehungsweise des Zwecks bedienen.

4.5. Zusammenfassung

Um eine Basis für das weiterführende Verständnis von MI zu schaffen, wurde in Kapitel 4 zunächst auf grundsätzliche Aspekte der Vermögensverwaltung eingegangen. Aus den im ersten Abschnitt erläuterten Determinanten – Rendite, Risiko und Liquidität – ergibt sich das Spannungsfeld der klassischen Vermögensverwaltung. Die Vermögensverwaltung einer Stiftung geht jedoch weit über die Optimierung dieser Determinanten hinaus. Denn bei der Anlagepolitik einer Stiftung spielen juristische, steuerliche und wirtschaftliche Anforderungen zumeist eine größere Rolle als bei der Verwaltung des Vermögens einer Privatperson.

Zunächst wurden die gesetzlichen Anforderungen an Stiftungen betrachtet. Zusammenfassend liefern die neu in Kraft getretenen Landestiftungsgesetze zwar keine genauen Anlagevorschriften; doch kann nach einer holistischen Betrachtung der verschiedenen Anforderungen die Forderung nach einem realen Erhalt des Stiftungsvermögens ausgemacht werden. Aufgrund der durch den Gesetzesgeber verschuldeten definitorischen Unschärfe hinsichtlich der nominalen bzw. realen Kaufkrafterhaltung gibt es an dieser Stelle allerdings immer wieder Klärungsbedarf.

Um eine Stiftung gänzlich von der Steuer zu befreien, verlangt das deutsche Steuerrecht, dass dieser Körperschaft der gemeinnützige Status zuerkannt wird. Das deutsche Steuerrecht ist, im Vergleich zu den Landesstiftungsgesetzen, demnach bestimmter in seinen Vorgaben für Stiftungen. Insbesondere die Grenze zwischen einem wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb und der Vermögensverwaltung gilt es mit Hinblick auf ein potentielles MI-Engagement zu beachten. MI-motivierte Beteiligungen unterstützen jedoch per definitionem den Stiftungszweck. Die Gefahr, dass diese somit nicht als Zweckbetrieb eingeordnet werden und die Gemeinnützigkeit gefährdet wird, scheint demnach minimal zu sein.

Die erwähnten stiftungsrechtlichen und steuerrechtlichen Richtlinien bilden zusammen mit den in den Stiftungsstatuten festgehaltenen Bestimmungen den Rahmen zur Ausgestaltung der Vermögensverwaltung. Zusammenfassend lassen sich folgende notwendige Aspekte festhalten:

- Die ungeschmälerte Erhaltung des Stiftungsvermögens.
- Eine Nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks und eine ertragreiche Anlage.
- Eine sichere Vermögensverwaltung.

Diese Bestimmungen sind jedoch aufgrund der existierenden definitorischen Unschärfe nur in begrenztem Maße rechtlich bindend. Dennoch eignen sie sich zur Gestaltung des wirtschaftlichen Zielsystems einer Stiftung. Dieses Zielsystem wird durch die Dimensionen Substanzerhaltung, Erträge und Risiko geprägt. Zunehmend werden diese drei Dimensionen durch eine vierte Dimension, welche die Stiftungszweckkorrelation widerspiegelt, ergänzt. Dies ist insofern von Bedeutung, als dass damit die Notwendigkeit einer zweckbezogenen Vermögensverwaltung unterstrichen wird. Am Sinn und Zweck von MI-Produkten sollte daher insofern nicht mehr gezweifelt werden, da diese Anlagemethode diese neue Ebene der Zweckkonformität bedient.

5. Die Instrumente des Mission Investing

5.1. Einführung

Im Jahr 2000 führte die US-amerikanische Kaffeehauskette Starbucks aufgrund von gesellschaftlichem Druck fair gehandelten Kaffee in allen ihren Filialen ein.⁴²² Der Einzelhandelskonzern Walmart reagierte 2005 auf öffentliche Kritik und verbesserte progressiv seine Mitarbeiter- und Umweltpraktiken.⁴²³ Die Finanzkrise im Jahre 2008 führte zusammen mit Vergütungs- und Manipulationsskandalen bei einigen Großbanken dazu, dass deren Kunden und Aktionäre verstärkt Transparenz – in Bezug auf die unternehmerischen Tätigkeiten – verlangten.

Diese Beispiele zeigen, dass multinationale Unternehmen mit globalen Wertschöpfungsketten nicht nur mehr und mehr von Seiten ihrer Aktionäre unter Druck geraten können, sondern sich auch mit einer Vielzahl von Anfragen anderer Stakeholder befassen müssen.⁴²⁴ Schon seit Anfang der 1990er Jahre versuchen Unternehmen daher verstärkt, aus ihrer passiven Rolle herauszutreten. Sie entwickelten aktiv Mechanismen, mit denen sie Investoren und andere Stakeholder über ihre Unternehmensaktivitäten informierten. Der Nachhaltigkeitsbericht bildete sich dabei als vorherrschendes Medium heraus. Dieser berichtet beispielsweise darüber, wie ein Unternehmen Menschenrechtsverletzungen, Umweltverschmutzung und andere negative Auswirkungen ihrer Operationen zu verhindern versucht.⁴²⁵ Anfangs wurde dieses Medium über die im Rahmen der Corporate Responsibility (CR) genannten unternehmerischen Pflichten als nicht dringend notwendiges reines Marketinginstrument angesehen. Ein Blick auf die 250 größten Unternehmen der Welt offenbart jedoch einen sich vollziehenden Sinneswandel:⁴²⁶ Im Jahre 1999 veröffentlichten rund 35 Prozent dieser Firmen einen Nachhaltigkeitsbericht. Bis zum Jahre 2011 war ihr Anteil auf 95 Prozent Prozent gestiegen.⁴²⁷ Die CR-Berichterstattung wird heutzutage quasi als Grundvoraussetzungen für erfolgreiche unternehmerische Tätigkeit angesehen.⁴²⁸ Denn durch diese Informationspolitik erhoffen sich die Unternehmen eine erhöhte Transparenz gegenüber ihren Stakeholdern, ein kalkulierbareres Risiko-Management sowie die Möglichkeit, öffentlichem Druck besser begegnen zu können. Das

⁴²² Vgl. Baron et al. (2011), S. 12.

⁴²³ Vgl. Shao (2009), S. 1.

⁴²⁴ Vgl. Kolk (2008), S. 2, und Dietsche (2011), S. 53.

⁴²⁵ Vgl. Kolk (2003), S. 280.

⁴²⁶ Diese als G250 bezeichnete Liste leitet sich von der Fortune Global 500-Liste von 2010 ab. Vgl. CNN (2010), S. 1.

⁴²⁷ Vgl. KPMG (2011), Figure 1, S. 7.

⁴²⁸ „CR reporting has become the *de facto* law for business.“ Vgl. KPMG (2011), S. 2.

endgültige Ziel dabei bleibt jedoch ein wirtschaftliches: die Erzielung eines Wettbewerbsvorteils für das jeweilige Unternehmen.⁴²⁹

Diese, meist von den Firmen initiierte Informationspolitik führt heutzutage theoretisch dazu, dass ein potentieller Investor die Möglichkeit hat, sich ein klares Bild der Unternehmungen einer Firma zu machen.⁴³⁰ Informationen, die für Anleger vor einigen Jahren noch schwer zugänglich waren, werden zunehmend nach außen kommuniziert. Diese Informationen bieten dem Anleger die Möglichkeit, neben den rein finanziellen Aspekten einer Anlageentscheidung extrafinanzielle Aspekte in seine Entscheidung miteinzubeziehen. Stiftungen, die ursprünglich dazu tendieren, das Stiftungsvermögen ausschließlich in Anlagen und Strategien, welche die finanziellen Aspekte in der Vordergrund rücken, zu investieren, bietet sich damit die Möglichkeit zur nachhaltigen Geldanlage.⁴³¹ Denn die Frage nach der Raison d'être – der Bestimmung – einer Stiftung stellt die klassische Anlagetraditionen in Frage und lässt sie nach einer nachhaltigen Investmentstrategie streben.⁴³² Diese Strategie bedient sich verschiedenster Anlageinstrumente, um Teile des Vermögens in Anlagen zu investieren, die neben den finanziellen Aspekten auch die nicht-finanziellen Gesichtspunkte einer Wertanlage zu berücksichtigen versuchen. Diese Maßnahmen sollen dazu dienen, neben finanziellem auch sozialen Mehrwert zu schaffen, und stellen die Speerspitze jedes MI-Engagements dar. Durch sie wird die Mission der Stiftung aktiv in das Portfoliomanagement mitaufgenommen, indem das Zielsystem der Stiftung durch den Aspekt der Zweckverwirklichung erweitert wird.⁴³³ MI ist, in finanzieller wie auch in zweckverwirklichender Hinsicht, somit zwischen der klassischen Förderarbeit einer Stiftung und der Vermögensverwaltung angesiedelt (siehe Abb. 10).

⁴²⁹ Vgl. Starbuck et al. (2013), S. 7.

⁴³⁰ Zur generellen Kritik an der Nachhaltigkeitsberichterstattung: Rickens (2010), S. 2f.

⁴³¹ Siehe dazu Kapitel 4.4.

⁴³² Emerson (2003b), S. 1.

⁴³³ Vgl. Kapitel 4.4.2.

Die Instrumente des Mission Investing

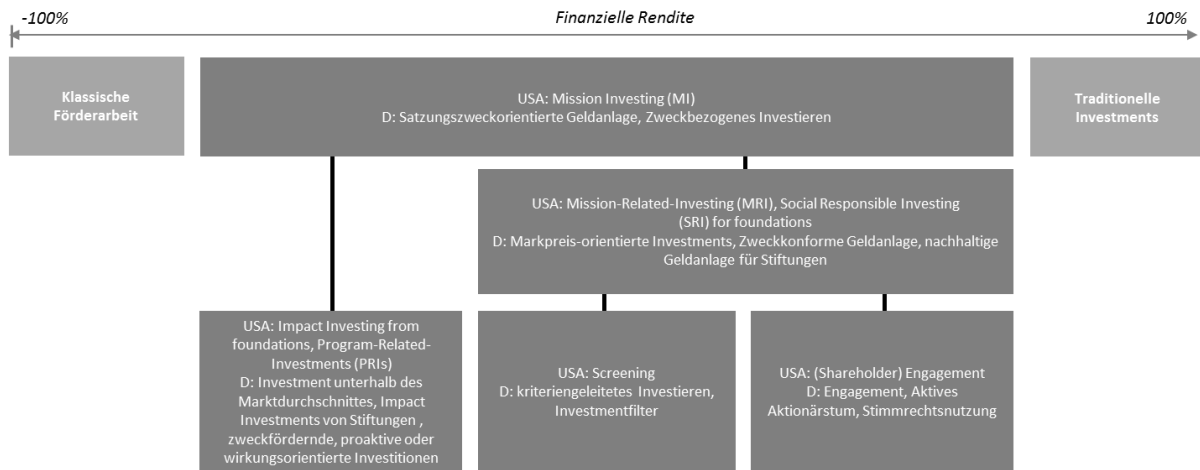


Abb. 10: Die Investmentansätze des Mission Investing

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Weber und Scheck (2012), S. 15.

Die Kategorisierung von MI-Instrumenten kann auf vielfältige Weise vonstattengehen.⁴³⁴ Die prominenteste Art und Weise, dies zu tun, besteht darin, die verschiedenen Wertanlagen anhand ihrer erwarteten finanziellen Rendite zu ordnen (siehe Abb. 10). Daneben besteht die Möglichkeit, die Instrumente anhand ihrer Mittelherkunft, ihrer Kosten und ihres steuerlichen Status zu klassifizieren.⁴³⁵ Wenn diese Einordnung nicht ausreicht, kann zusätzlich dazu der sogenannte „Impact“ – zu Deutsch die Auswirkung – eines Investments als Richtwert herangezogen werden.⁴³⁶

Ziel dieses Kapitels ist es, die Leser mit den gängigen MI-Instrumenten und deren Besonderheiten vertraut zu machen. Als Struktur des Kapitels dient hierbei die in Abb. 10 vorgenommene Kategorisierung der MI-Ansätze. Diese MI-Instrumente und -Maßnahmen variieren im Detail verständlicherweise von Stiftung zu Stiftung und werden u.a. von Faktoren wie der Portfolio-Zusammensetzung und der verfolgten MI-Strategie einer Stiftung beeinflusst.⁴³⁷ Dennoch soll an dieser Stelle eine Übersicht über die gängigen MI-Instrumente gegeben werden. Daher werden diese Instrumente in diesem Kapitel aufgezeigt, erklärt und deren praktischer Nutzen kritisch hinterfragt.

5.2. Negative und positive Screening-Techniken

5.2.1. Motivation und Ausarbeitungsprozess

Investmentfilter, die im Folgenden auch als Screens bezeichnet werden, basieren grundsätzlich auf einem von zwei Paradigmen: Negative Screens dienen dazu, jene

⁴³⁴ Vgl. Kramer et al. (2010), S. 15.

⁴³⁵ Ebd., S. 15f.

⁴³⁶ Mehr zu „Impact“ und Wirkung von MI in Kapitel 7.5.1.

⁴³⁷ Hierbei sind u.a. die Größe der Stiftung und die Anzahl der zur Verfügung stehenden Mitarbeiter von Relevanz.

Die Instrumente des Mission Investing

Unternehmen aus dem Portfolio auszuschließen, die unerwünschten Tätigkeiten nachgehen. Positive Screens sind dafür konzipiert, die Unternehmen zu identifizieren, die die Werte des ethisch motivierten Anlegers nicht konterkarieren oder diese sogar aktiv fördern (siehe Abb. 11).⁴³⁸ Dieser Prozess – mit dem eine moralische Dimension dem Zielsystem einer Stiftung hinzugefügt wird – steht im Kontrast zur sonst passiven Haltung von Stiftungen, wenn es darum geht, sich mit ihrer Vermögensverwaltung auseinanderzusetzen. Denn Stiftungen tendieren dazu, die Vermögensverwaltung auszulagern und diese somit komplett vom Stiftungszweck abzukoppeln.⁴³⁹ Der Prozess der Screen-Erstellung beendet diese passive Rolle von Stiftungen, da sie Kriterien definieren müssen, die ihre Auftrag und Zweck widerspiegeln.⁴⁴⁰

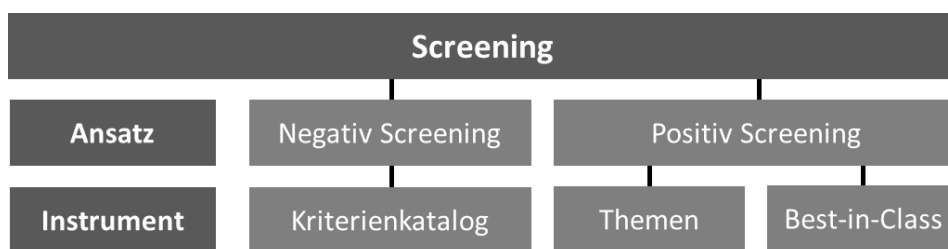


Abb. 11: Die unterschiedlichen Screening-Ansätze

Quelle: Eigene Darstellung

Historisch betrachtet, waren es vor allem negative Screens, die angewendet auf Unternehmensaktivitäten wie Tabak, Alkohol oder Glückspiel die Popularität dieser Anlagemethode erhöhten.⁴⁴¹ Eines der ersten Dokumente, welches sich mit dem Thema der moralischen Verantwortung im Zusammenhang mit Investitionen beschäftigt, stammt aus dem 18. Jahrhundert. Hierin beschreibt John Wesley, einer der Gründer der methodistischen Kirche, dass ein Christ aufmerksam mit seinem Geld umzugehen hat. Denn ein überzeugter Christ sollte sicherstellen, dass durch seine Investitionen seinem Nachbarn kein Schaden zugefügt wird.⁴⁴² Wenn es als moralisch verwerflich angesehen wird, Alkohol zu konsumieren, so sollten Wesley zufolge Investitionen in die Produktion von Alkohol vermieden werden. Ebenso sollte von einer Investition abgesehen werden, wenn Gerbereien infolge ihrer Tätigkeit Flüsse für den Fischfang unbenutzbar machen. Zusammenfassend definiert sich eine Person laut John Wesley darüber, in was für Anlagen sie investiert hat und ob diese Investitionen eine konsistente Fortführung der von ihr vertretenen Werte sind.⁴⁴³ Diese Sehnsucht – sei sie nun religiös oder profan motiviert – nach Investitionen, die nach

⁴³⁸ Vgl. Kamal (2009), S. 6f.

⁴³⁹ Vgl. Kamal (2009), S. 9.

⁴⁴⁰ Vgl. Viederman (2002), S. 206.

⁴⁴¹ Vgl. Kapitel 2.3.1.

⁴⁴² „... to gain all we can without hurting our neighbor,“ Wesley (1872), I. 1, 3.

⁴⁴³ Ebd., I. 1, 3f.

dem eigenen Ethos ausgerichtet sind, ist einer der Hauptgründe, weshalb Anleger beginnen, sich für SRI zu interessieren.⁴⁴⁴ Denn jede getätigte Investition ist ein Statement des jeweiligen Investors und dieses sollte, den Advokaten von SRI nach, das Werteverständnis des Investors widerspiegeln.⁴⁴⁵ Neben dieser Motivation für die nachhaltige Geldanlage versprechen sich Anleger von solchen Investments, dass sie dazu beitragen können, positiven sozialen Wandel aktiv mit herbeizuführen.⁴⁴⁶ Inwieweit diese idealistische Vorstellung der Wirklichkeit entspricht, wird im weiteren Verlauf dieses Kapitels zu klären sein.

Was auch immer die Motivation hinter dieser Art der Geldanlage ist; über lange Zeit galt sie als Nische für all jene Anleger, die bereit waren, ihr Vermögen moralisch, aber auf Kosten der Rendite zu investieren. Im Jahre 2014 erreichten negativ und positiv gefilterte Portfolios in Deutschland zusammen einen Gesamtwert von beinahe 90 Milliarden Euro, was eine Steigerung um 32 Prozent gegenüber 2013 darstellt.⁴⁴⁷ Diese Entwicklung ist aus Sicht der ethisch motivierten Anleger insofern erfreulich, als ein gesteigertes Anlagevolumen zudem konventionelle Anbieter auf diesen Markt lockt und hierdurch das Angebot gescreenter Produkte vergrößert wird. Diese Entwicklung ist aber insofern mit Vorsicht zu genießen, als dass kriteriengeleitete Investment-Mandate aktuell immer noch nicht einmal 2,2 Prozent des konventionell verwalteten Anlagevolumens in Deutschland ausmachen.⁴⁴⁸

5.2.2. Negative Screens: Funktionsweise und Folgen

Das negative Screening ist die am weitesten verbreitete, die am leichtesten anzuwendende und die am stärksten wachsende Form von SRI.⁴⁴⁹ Laut dem deutschsprachigen Dachverband für die nachhaltige Geldanlage FNG⁴⁵⁰ hat sich der Wert der unter dieser Prämisse angelegten Vermögenswerte in Deutschland von 2010 bis 2014 mehr als verdreifacht (siehe Abb. 12), während im selben Zeitraum das gesamte von der deutschen Investmentbranche verwaltete Vermögen um nur 30 Prozent stieg.⁴⁵¹ Anleger, die diese Strategie verfolgen, sind darauf aus, Investitionen in Firmen, die in moralisch fragwürdige und in gewissem Sinne problematische Geschäftsbereiche involviert sind, zu vermeiden.⁴⁵²

⁴⁴⁴ Vgl. Domini (2001), S. 13.

⁴⁴⁵ Vgl. Judd (1990), S. 7.

⁴⁴⁶ Ebd., S. 12.

⁴⁴⁷ Genau: 87,56 Milliarden Euro. Der Wert ergibt sich aus der Summe der von FNG als Ausschlüsse, Best-in-Class und Integration, Normbasiertes Screening und als Nachhaltige Themenfonds bezeichneten SRI-Methoden. Vgl. FNG (2015), S. 28.

⁴⁴⁸ Im Jahr 2014 betrug das in Deutschland verwaltete Anlagevolumen aller Fonds und Mandate 2,382 Billionen Euro. Vgl. BVI (2015), S. 1, und FNG (2015), S. 27.

⁴⁴⁹ Vgl. Cowton und Sandberg (2012), S. 143.

⁴⁵⁰ Name des Verbandes: Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG).

⁴⁵¹ Vgl. BVI (2015), S. 1.

⁴⁵² Vgl. Sandberg (2008), S. 138.

Die Instrumente des Mission Investing

Die Abkürzung AGTAF (Alcohol, Gambling, Tobacco, Armaments & Firearms, Adult Entertainment) wird im Zusammenhang mit negativen Screens immer wieder benutzt, um auf die ursprünglich populärsten negativen Screening-Ansätze hinzuweisen.⁴⁵³ Firmen, die in den Branchen Alkohol, Glücksspiel, Tabak, Rüstung, Waffen oder Pornographie tätig sind, werden hierdurch aus dem Anlageuniversum des Anlegers ausgeschlossen.⁴⁵⁴ Heutzutage sind diese Ausschlusskriterien zwar weiterhin populär, werden jedoch zunehmend durch neue Kriterien wie Arbeitsrechtsverletzungen, Menschenrechtsverletzungen, Korruption und Umweltzerstörung ergänzt.⁴⁵⁵

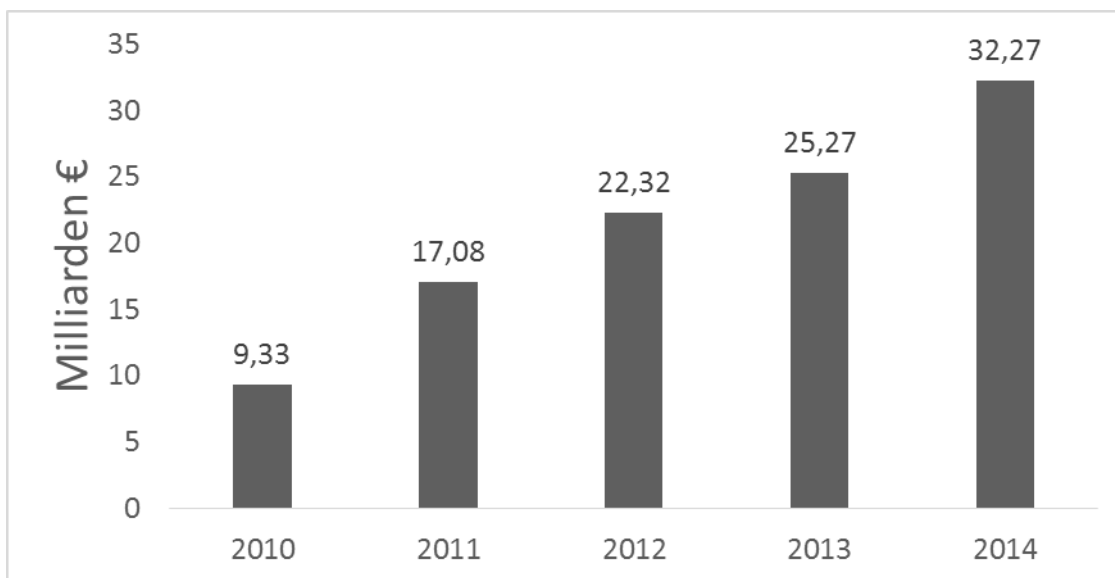


Abb. 12: Das Wachstum von negativem Screening in Deutschland

Quelle: Die Daten beruhen auf der vom Forum Nachhaltige Geldanlagen als „Ausschlüsse“ bezeichneten Anlagestrategie.⁴⁵⁶

Generell zielen negative Screens darauf ab, sich von Aktien und Unternehmensanleihen zu trennen, indem diese veräußert werden. Der Einfachheit halber wird im Folgenden generell nur von Aktien beziehungsweise Aktiengesellschaften die Rede sein, wenngleich damit immer auch Anleihen und deren Emittenten gemeint sind. Die Motivation hinter Screens besteht darin, „keinen Schaden anzurichten“, indem nicht in Wertanlagen investiert wird, die dem Zweck des Anlegers zuwiderlaufen.⁴⁵⁷ Im weiteren Verlauf benötigt dieser Ansatz regelmäßige Kontrollen der Unternehmungen, in die investiert wurden. Denn nur so kann sichergestellt werden, dass die im Portfolio verbleibenden Betriebe – sei es durch sich

⁴⁵³ Vgl. Bräuninger et al. (2010), S. 75.

⁴⁵⁴ Vgl. Pinner (2003), S. 80.

⁴⁵⁵ Vgl. FNG (2015), S. 28.

⁴⁵⁶ Vgl. FNG (2012), S. 16; FNG (2014), S. 22; FNG (2015), S. 28.

⁴⁵⁷ „Do no harm“ versus „do good“. Vgl. Authers (2013), S. 1.

wandelnde Methoden, die Weiterentwicklung ihrer Tätigkeiten oder die Akquisitionen anderer Firmen – plötzlich im Widerspruch mit den Screening-Kriterien stehen.⁴⁵⁸

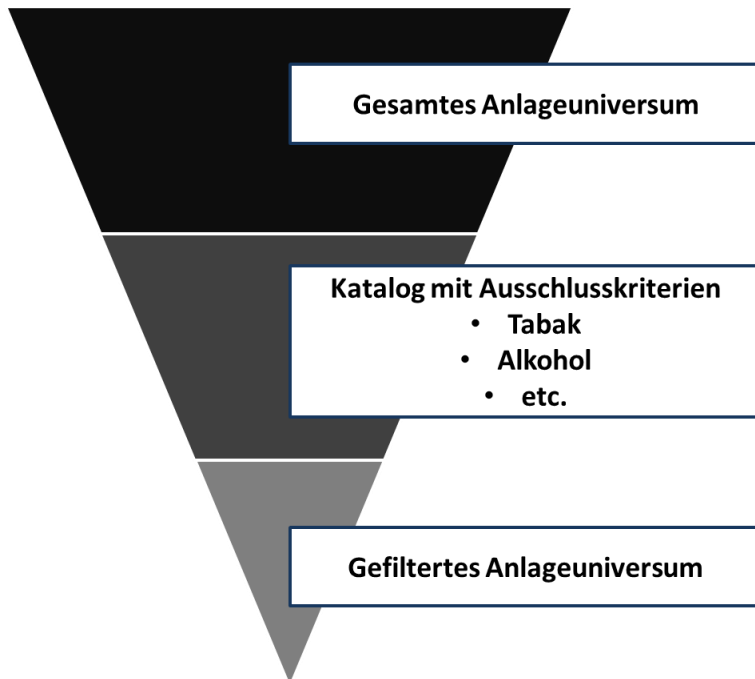


Abb. 13: Auswirkungen des negativen Screening-Prozesses auf das Anlageuniversum

Quelle: Eigene Darstellung

Eine Stiftung hat gemeinhin eine Fülle von Vermögentiteln zur Verfügung, um ihr Portfolio auszustaffieren. Diese breite Auswahl an Anlagearten – auch als Anlageuniversum bezeichnet – verändert sich mit der Einführung von negativen Screens.⁴⁵⁹ Der stiftungsspezifische Katalog von Ausschlusskriterien führt dazu, dass das Anlageuniversum künstlich geschmälert wird (siehe Abb. 13).⁴⁶⁰ Nach dem Screening-Verfahren steht der Stiftung somit nur noch eine reduzierte Anzahl an Titeln zur Verfügung, die sie in ihr Portfolio aufnehmen kann, ohne gegen ihre Filterkriterien zu verstoßen. Während der Ausschluss einiger Unternehmen aufgrund ihrer negativen sozialen wie ökologischen Auswirkungen ethisch vertretbar zu sein scheint, wirft dieser Prozess weitere Fragen auf: Inwiefern hat dieser Prozess Auswirkungen auf die potentielle Rendite des Stiftungsportfolios und ist Screening eigentlich in der Lage, das Verhalten von Unternehmen zu beeinflussen, sind die hierbei auftretenden Fragestellungen, die es im weiteren Verlauf dieser Arbeit zu erörtern gilt.⁴⁶¹

⁴⁵⁸ Vgl. Cowton und Sandberg (2012), S. 143.

⁴⁵⁹ Vgl. Eberhard von Kuenheim Stiftung der BMW AG (2013), S. 11.

⁴⁶⁰ Für einen Überblick über die Screening-Techniken siehe: Anhang: Tabelle 2.

⁴⁶¹ Vgl. Trillium Asset Management (2007), S. 5f. Siehe dazu: Abschnitt 5.2.4.4.

5.2.3. Positive Screens

5.2.3.1. Positives Screening anhand von Themen

Viele Befürworter der ethisch motivierten Geldanlage sind der Meinung, dass negatives Screening allein nicht ausreicht.⁴⁶² Denn die Gefahr beim negativen Screening besteht laut einigen Stimmen darin, dass Investoren sich mit dieser Anlagetechnik zufriedengeben.⁴⁶³ Sie sehen ihre moralische Pflicht im Hinblick auf ihre Kapitalanlage als erfüllt an und verkennen insofern die Möglichkeit, Produkte, Prozesse und Unternehmungen zu unterstützen, die sich für bessere soziale sowie Umweltstandards einsetzen.⁴⁶⁴ Dieser Problematik entstammt der zweite Weg, mit dem Anleger ihre ethischen, sozialen und ökologischen Erwägungen in ihre Investitionspraktiken mitaufnehmen können: die positive Screening-Strategie, die auch als „unterstützende“⁴⁶⁵ oder „einbeziehende“⁴⁶⁶ Strategie bezeichnet wird.

Wie schon in Abb. 11 gezeigt, lässt sich das positive Screening in zwei Kategorien einteilen: einerseits das positive Screening mittels Themen und andererseits das positive Screening mittels Best-in-Class.⁴⁶⁷ Ersterer Ansatz führt, im Gegensatz zum negativen Screening, nicht automatisch zum Ausschluss aller Unternehmen, die in kontroversen Geschäftsfeldern aktiv sind, sondern beurteilt alle Unternehmen anhand einer Reihe von ESG-Kriterien.⁴⁶⁸ Anleger, die dieser Art der Kapitalanlage nachgehen, suchen sich mithilfe dieser Beurteilung Unternehmen aus dem Anlageuniversum heraus, deren geschäftliche Tätigkeiten als moralisch vertretbar angesehen werden können.⁴⁶⁹ Die gut bewerteten Geschäftsbereiche sind hierbei in den meisten Fällen jene, die innovative Lösungen zu speziellen Herausforderungen der Nachhaltigkeit – wie Wasserknappheit oder erneuerbare Energien – bieten.⁴⁷⁰ Die Titel mit den höchsten Bewertungen werden in weiterer Folge zu einem Portfolio zusammengestellt (Abb. 14).⁴⁷¹ Positive Screening-Techniken gehen somit einen Schritt weiter als negative Screens. Sie geben sich nicht damit zufrieden, nur „Schaden“ zu verhindern, sondern zielen darauf ab, „Gutes“ bewirken.⁴⁷²

⁴⁶² Vgl. Cowton und Sandberg (2012), S. 143.

⁴⁶³ Vgl. Sparkes und Cowton (2004), S. 48.

⁴⁶⁴ Vgl. Bourke (1997), S. 1ff.

⁴⁶⁵ Vgl. Cowton und Sandberg (2012), S. 143.

⁴⁶⁶ Vgl. Knoll (2002), S. 690.

⁴⁶⁷ Vgl. u.a. EIRIS (2008), S. 3. und Eurosif (2006), S. 3.

⁴⁶⁸ Vgl. Kempf und Osthoff (2007), S. 909.

⁴⁶⁹ Vgl. Sandberg (2008), S. 30.

⁴⁷⁰ Vgl. UBS (2013), S. 1.

⁴⁷¹ Vgl. Kempf und Osthoff (2007), S. 909.

⁴⁷² Im Original: „Do no harm“ versus „do good“. Vgl. Authers (2013), S. 1.

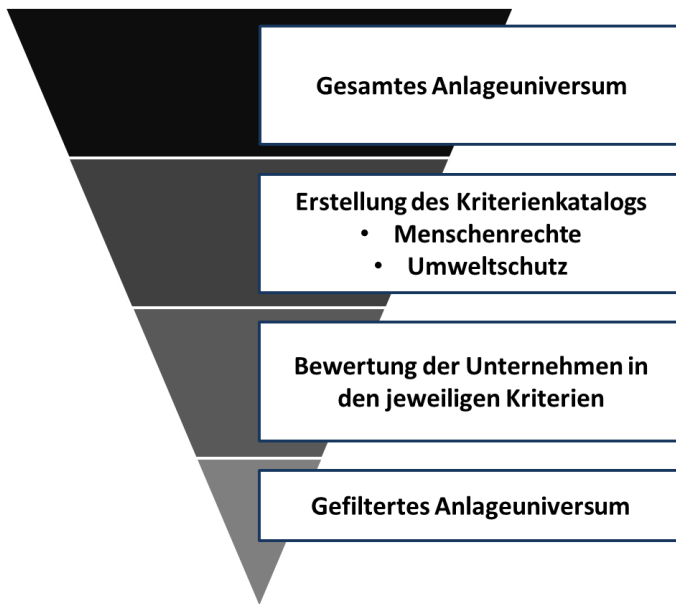


Abb. 14: Der Prozess des Positiven Screenings

Quelle: Eigene Darstellung

5.2.3.2. Positives Screening mittels Best-in-Class

Eine oft kritisierte Folge der negativen Screening-Technik ist, dass Unternehmen aus gemeinhin als unmoralisch oder umweltschädlich deklarierten Industrien keine Chance haben, in das gefilterte Anlageuniversum mit aufgenommen zu werden.⁴⁷³ Denn beim negativen Screening werden ganze Wirtschaftszweige aus dem Anlageuniversum der Stiftung ausgeschlossen und die Diversifikationsmöglichkeiten des Stiftungsportfolios in gewisser Weise eingeschränkt.⁴⁷⁴ In der Folge entsteht ein ungünstiger Diversifikations-Effekt, weil das Portfolio sich nicht mehr über die verschiedensten, nicht-korrelierenden Industrien erstreckt.⁴⁷⁵ Dieses Problem wird durch den zweiten Ansatz des positiven Screenings adressiert: das sogenannte „best in class“-Konzept (BiC).⁴⁷⁶ Diese Methode wird generell verwendet, wenn ein gewisses Maß an branchenspezifischer Flexibilität bei der Titelauswahl gewahrt werden soll.⁴⁷⁷ Es werden die leistungsfähigsten und führenden Unternehmen nicht in Bezug auf das gesamte Marktportfolio gesucht, sondern innerhalb eines ausgewählten Anlageuniversums oder einer speziellen Branche anhand ihrer ESG-Kriterien bewertet.⁴⁷⁸

⁴⁷³ Vgl. Landier und Nair (2009), S. 96.

⁴⁷⁴ Vgl. Caplan et al. (2013), S. 2.

⁴⁷⁵ Vgl. Abschnitt 5.2.4.2.

⁴⁷⁶ Wörtliche Übersetzung: „Bester seiner Klasse“. Dieser Ansatz fokussiert sich somit auf die Unternehmen, die in ihrer Branche als führend in gewissen ESG-Themenfeldern eingestuft werden.

⁴⁷⁷ Vgl. Schepers und Sethi (2003), S. 24.

⁴⁷⁸ Vgl. Eurosif (2012), S. 10.

Unternehmen werden mit dieser Methode relativ zu Firmen ihrer jeweiligen Branche betrachtet. Somit haben sie die Möglichkeit, innerhalb dieser Gruppierung hervorstechen, während sie unter dem positiven Screening nach Themen wahrscheinlich kaum Beachtung finden könnten.⁴⁷⁹ Auf diese Weise kann beispielsweise der Betreiber einer Uranmine eine gute Platzierung durch den Best-in-Class-Ansatz erhalten. Denn die Mine muss sich nicht gegen Firmen der Windenergie-Branche zu durchsetzen. Sie muss vielmehr den umwelttechnischen Vergleich mit ihren direkten Konkurrenten innerhalb des Bergbausektors durch innovative Umwelt- und Sozialstandards für sich entscheiden.

Der BiC-Ansatz wird in der Literatur in Bezug auf seine Zugehörigkeit unterschiedlich eingeordnet. Einerseits wird diese Investment-Methode als Spezialform des positiven Screenings verstanden⁴⁸⁰ oder mit diesem gleichgesetzt.⁴⁸¹ Andererseits wird davon ausgegangen, dass sich der BiC-Ansatz beider ursprünglicher Screening-Techniken bedient, um eine neue SRI-Anlagestrategie zu entwickeln.⁴⁸² Dabei werden zunächst negative Screening-Kriterien genutzt, um jene Wirtschaftszweige und Unternehmen zu identifizieren, die als ethisch problematisch angesehen werden können. In einem zweiten Schritt werden dann positive Kriterien herangezogen, um innerhalb dieser problematischen Branchen die Unternehmen mit den besten sozialen Eigenschaften zu eruieren.⁴⁸³ Die Idee dahinter ist simpel und versucht, die oben erwähnten Schwachpunkte des negativen Screenings auszugleichen.⁴⁸⁴ Denn der BiC-Ansatz schließt keinen Wirtschaftszweig von vornherein aus und ermöglicht so ein breiter diversifiziertes, über viele Wirtschaftszweige verteiltes Stiftungsportfolio.⁴⁸⁵

Seit geraumer Zeit erfreut sich der Best-in-Class-Ansatz innerhalb der SRI-Bewegung zunehmender Beliebtheit.⁴⁸⁶ Anleger, die die Diversifikations-Problematik von negativen Screens vermeiden wollen, nehmen mehr und mehr von den klassischen Screens Abstand und wenden sich dem BiC-Konzept zu.⁴⁸⁷ Bei aller positiven Resonanz, die dieser Anlagestrategie entgegenschlägt, ist jedoch zu beachten, dass der Best-in-Class-Ansatz durch die stufenweise Benutzung der Screening-Techniken ebenfalls das Anlageuniversum einschränken kann. Ein Investor, der diese Strategie verfolgt, muss – je nach Nutzung der negativen und positiven Screening-Techniken – damit rechnen, 40–60 Prozent des

⁴⁷⁹ Vgl. Schepers und Sethi (2003), S. 24.

⁴⁸⁰ Vgl. Eurosif (2006), S. 3.

⁴⁸¹ Vgl. Eurosif (2012), S. 14f.

⁴⁸² Vgl. Cowton und Sandberg (2012), S. 145f.

⁴⁸³ Ebd., S. 146.

⁴⁸⁴ Vgl. Abschnitt 5.2.2.

⁴⁸⁵ Vgl. Godeke und Bauer (2008), S. 58.

⁴⁸⁶ Vgl. Cowton und Sandberg (2012), S. 146.

⁴⁸⁷ Vgl. Landier und Nair (2009), S. 96.

ursprünglichen Anlageuniversums einzubüßen.⁴⁸⁸ Diese Schmälerung kommt generell dadurch zustande, dass nur die nach ESG-Gesichtspunkten gut abschneidenden Unternehmen eines Wirtschaftszweigs Eingang in das BiC-Portfolio finden und die schlechter bewerteten Unternehmen nicht berücksichtigt werden können.

Des Weiteren kann der Best-in-Class-Ansatz trügerisch sein, wie das Beispiel von BP PLC zeigt.⁴⁸⁹ Der Titel dieses britischen Energieunternehmens fand in der Vergangenheit aufgrund seiner Umweltinitiativen und Vorreiterrolle bei alternativer Energie seinen Weg in einigen BiC-Fonds.⁴⁹⁰ BP gelang dies durch eine im Jahre 2000 eingeführte Werbekampagne, in deren Folge sich das Unternehmen als „BP: beyond petroleum“ umbenannte und einen erfolgreichen Imagewechsel vollzog.⁴⁹¹ Hierdurch wurde dem Unternehmen eine erfolgreiche Produktdifferenzierungsstrategie⁴⁹², ein „besserer Zugang zu staatlich kontrollierten Ölvorkommen und eine größere betriebliche Flexibilität“ zugeschrieben.⁴⁹³ Die Explosion der von BP betriebenen Ölplattform Deepwater Horizon im Golf von Mexiko im April 2010 verwandelte dieses Vorzeigeunternehmen über Nacht in einen „Geächteten“ und offenbarte die Gefahr, die von einer Best-in-Class-Strategie ausgehen kann.⁴⁹⁴

Kritik am BiC-Ansatz kommt zudem von jenen Autoren, die die Meinung vertreten, dass dieser Investment-Ansatz die Idee der Nachhaltigen Geldanlage unterminiert. Denn Öffentlichkeit und Anlegern wird durch diesen Ansatz glauben gemacht, dass die in den nachhaltigen Indizes vertretenen Unternehmen einen positiven Beitrag zur sozialen und ökologischen Entwicklung leisten. Wie sich am Beispiel von BP zeigt, handelt es sich jedoch meist nur um die weniger schlechten Unternehmen innerhalb eines problematischen Wirtschaftszweigs.⁴⁹⁵ Durch die Aufnahme in einen SRI-Fonds oder -Index – welche von den CSR-Abteilungen der betroffenen Unternehmen nicht selten zu Marketingzwecken verwendet wird – wird suggeriert, dass selbst Unternehmen aus als problematisch eingeordneten Industrien nachhaltig wirtschaften können. Solange beispielsweise ein Automobilhersteller ohne Probleme in ein Nachhaltigkeitsfonds aufgenommen werden kann, obwohl dieser mit der Entwicklung und Produktion eines der klimaschädlichsten

⁴⁸⁸ Vgl. Eurosif (2012), S. 14.

⁴⁸⁹ Ehemals British Petroleum. Vgl. Beder (2002), S. 26f.

⁴⁹⁰ Vgl. Burton (2011), S. 1.

⁴⁹¹ Vgl. Beder (2002), S. 26.

⁴⁹² Vgl. Gardner (2001), S. 101.

⁴⁹³ Packard und Reinhardt (2000), S. 133.

⁴⁹⁴ Frei übersetzt: „turned the energy giant into a pariah“. Vgl. Laise (2010), S. 1.

⁴⁹⁵ Vgl. Hansen et al. (2003), S. 25.

Transportmittel⁴⁹⁶ überhaupt beschäftigt ist, solange wird, laut den Kritikern des BiC-Ansatzes, das öffentliche Bild der gesamten SRI-Bewegung leiden.⁴⁹⁷ Wird der BiC-Ansatz somit in seiner reinen Form, ohne die Kombination mit Ausschlusskriterien, angewendet, kann es folglich zu einer Verwässerung des Nachhaltigkeitsgedankens kommen.⁴⁹⁸

5.2.4. Screens – Folgen und Herausforderungen

5.2.4.1. Das optimale Portfolio

Vermögensverwalter, die auf klassische Art⁴⁹⁹ versuchen, ihrem Gewerbe nachzugehen, tun dies mit einem Gedanken: Sie versuchen, die Einlagen ihrer Kunden zu schützen, indem sie diese zur Erzielung eines größtmöglichen Gewinns bei einem vertretbaren Maß an Risiko anlegen.⁵⁰⁰ Der traditionelle Anleger macht sich auf der Suche nach neuen Investitionen in der Regel nur um zwei Dinge Sorgen: das Risiko und den Gewinn.⁵⁰¹ Bei der Erstellung eines Portfolios versucht diese Art von Anleger das unsystematische Risiko – das Risiko das einzelnen Finanztiteln allein anhaftet⁵⁰² – durch Diversifikation zu reduzieren und damit ein größtmögliches Maß an Effizienz zu erzielen.⁵⁰³ Die vier Konzepte des Risikos, des Gewinns, der Diversifikation und der Effizienz bilden zusammen die Basis der modernen Portfolio-Theorie.⁵⁰⁴

Wenn davon ausgegangen wird, dass Investoren ökonomisch rational handeln, sollte eine Wertanlage nur dann einen hohen zu erwartenden Gewinn aufweisen, wenn dieser durch ein hohes Maß an Risiko kompensiert wird.⁵⁰⁵ Folglich korrelieren⁵⁰⁶ Risiko und Gewinn positiv miteinander.⁵⁰⁷ Dieses Verhältnis führt dazu, dass ein Portfolio-Manager feststellen kann, ob das jeweilige Portfolio effizient ist. Denn ein Investmentportfolio gilt nur unter zwei Bedingungen als effizient: Entweder das Portfolio wirft für ein festgelegtes Maß an Risiko den höchstmöglichen Gewinn ab oder für einen festgelegten Gewinn erzielt es das

⁴⁹⁶ Meist rangiert, je nach Studie, das Auto auf dem ersten oder zweiten Platz der klimaschädlichsten Transportmittel. Vgl. Schwarzer (2012), S. 1f.

⁴⁹⁷ Vgl. Flotow et al. (2002), S. 150.

⁴⁹⁸ Vgl. Schaefer et al. (2015), S. 50.

⁴⁹⁹ Bei der „traditionellen“ Vermögensverwaltung ist der Anleger rein monetär motiviert und hat kein Interesse an SRI- oder ESG-Thematiken.

⁵⁰⁰ Vgl. Kruschwitz und Husmann (2012), S. 187.

⁵⁰¹ Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 330ff.

⁵⁰² Zum Unterschied vom systematischem und unsystematischem Risiko siehe: Abschnitt 4.2.

⁵⁰³ Vgl. Markowitz (1952), S. 77ff.

⁵⁰⁴ Vgl. Sharpe (1964), S. 436.

⁵⁰⁵ Markowitz (1952), S. 77f.

⁵⁰⁶ Als Korrelation wird die gegenseitige Abhängigkeit unterschiedlicher Finanztitel bezeichnet. Vgl. Embrechts et al. (2002), S. 176. Bei einer positiven Korrelation geht ein hoher Wert eines Titels einher mit einem hohen Wert für die gleiche Variable des zweiten Titels. Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 375f.

⁵⁰⁷ Vgl. Fama und MacBeth (1973), S. 612.

geringste mögliche Risiko.⁵⁰⁸ Ein solches effizientes Portfolio wird, in der Theorie, das unsystematische Risiko durch Diversifikation beseitigen und folglich nur systematisches Risiko⁵⁰⁹ enthalten.⁵¹⁰

Das Risiko einer Anlage wird von Ökonomen allgemein als Varianz bezeichnet.⁵¹¹ Die Varianz eines Portfolios berechnet, wie weit jede einzelne Aktie vom arithmetischen Mittel (μ) des Portfolios entfernt liegt. Sie wird berechnet, indem die Summe aller Abweichungen vom Durchschnittswert hoch Zwei genommen und durch die Anzahl an Aktien im Portfolio (N) geteilt wird. Gemeinhin wird die Varianz mit dem griechischen Buchstaben Sigma zum Quadrat (σ^2) dargestellt. Die positive Wurzel aus der Varianz (σ) wird als Standardabweichung bezeichnet. Die Formel für die Standardabweichung für die Zufallsvariable X lautet demnach:

$$\sigma^2 = \frac{\sum(X - \mu)^2}{N}$$

Es hat sich gezeigt, dass einzelne Anlagen, die nicht in einem Portfolio gebündelt sind, folgende Risikoverteilung aufweisen:

- 75 Prozent des gesamten Risikos einer Aktie entfallenden auf den unsystematischen Anteil des Risikos;
- 25 Prozent werden durch das systematische Marktrisiko getragen.⁵¹²

In einem Portfolio, in dem das unsystematische Risiko der Einzelwerte nicht korreliert, wird die Varianz jedoch aufgrund eines Verblässens des unsystematischen Risikos abnehmen, wie folgendes Beispiel zeigt. Das gleich gewichtete Portfolio N mit einer Gesamtvarianz von σ_p^2 kann als Funktion der Varianz einzelner Wertpapiere (σ_s^2) geschrieben werden:⁵¹³

⁵⁰⁸ Über das Risiko von Anlagen schreibt Sharpe: „If two portfolios have the same [risk] and different expected returns, the one with the largest return is preferred. If two portfolios have the same expected return and different [risks], the one with the smaller [risk] is preferred.“ Sharpe (1970), S. 26; Markowitz, der das Risiko als Varianz bezeichnet, schreibt dazu: „The portfolio with maximum expected return is not necessarily the one with minimum variance. There is a rate at which the investor can gain expected return by taking on variance, or reduce variance by giving up expected return.“ Markowitz (1952), S. 79.

⁵⁰⁹ Unsystematisches Risiko ist die Art von Unsicherheit, die mit einer speziellen Firma oder Branche verbunden ist. Unsystematisches Risiko kann durch Diversifikation, eine breite Streuung des Portfolios über verschiedene Länder, Branchen und Firmen, reduziert werden. Das systematische Risiko, welches als „Marktrisiko“ bezeichnet wird, ist die inhärente Unsicherheit, die für den gesamten Markt gilt. Dieses Risiko ist undiversifizierbar. Siehe Abschnitt 4.2.

⁵¹⁰ Vgl. Sharpe (1970), S. 97: „efficient portfolios have no unsystematic risk“.

⁵¹¹ Vgl. Fußnote 238.

⁵¹² Vgl. Malkiel (2012), S. 207.

⁵¹³ Jede Wertanlage hat ein totales Risiko (σ_p^2). Dieses Risiko setzt sich aus dem systematischen Risiko (i.e. Marktrisiko) von $0,25\sigma_s^2$ und dem unsystematischen Risiko von $0,75\sigma_s^2$ zusammen. Vgl. Ross et al. (1999), S. 248.

Die Instrumente des Mission Investing

$$\sigma_P^2 = \left(1 - \frac{1}{N}\right)(0,25)\sigma_S^2 + \left(\frac{1}{N}\right)(0,75)\sigma_S^2.$$

Wenn N nun einen größeren Wert annimmt, so nimmt der Anteil des unsystematischen Risikos mehr und mehr ab. 20 Aktien innerhalb des Portfolios N würden somit 95 Prozent des unsystematischen Risikos und 71 Prozent des Gesamt-Risikos eliminieren.⁵¹⁴ 100 Aktien würden 99 Prozent des unsystematischen Risikos und 74 Prozent des Gesamtrisikos beseitigen. Es zeigt sich, dass die Auswirkungen, die ein zusätzlicher Titel innerhalb des Portfolios auf den Diversifikationseffekt hat, nachlassen. Der größte Diversifikationseffekt wird mit den ersten Titeln, die einem Portfolio hinzugefügt werden, erreicht (siehe Abb. 15). Wird diese Formel als Prämisse genommen, kommen annähernd 95 Prozent der Diversifikations-Effekte von den ersten 20 Aktien innerhalb eines Portfolios.⁵¹⁵

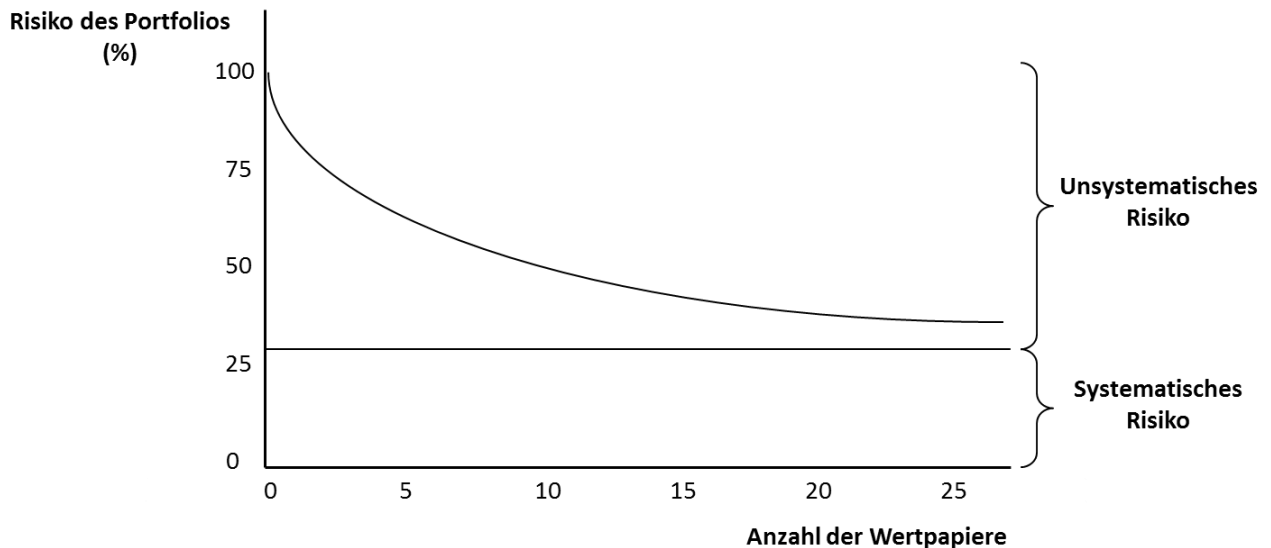


Abb. 15: Auswirkungen der Diversifikation auf das Portfoliorisiko

Quelle: Eigene Darstellung nach Malkiel (2012), S. 207.

Dies führt dazu, dass das unsystematische Risiko einer Wertanlage – ab einer gewissen Anzahl an Titeln in einem Gesamtportfolio – ein mehr und mehr vernachlässigbarer Faktor bei der Portfoliostrukturierung darstellt.⁵¹⁶ Anleger haben sich demnach nicht mehr mit dem gesamten Risiko ihres Portfolios zu beschäftigen, sondern können sich auf das undiversifizierbare systematische Risiko ihrer Investitionen konzentrieren.⁵¹⁷ Das Prinzip des

⁵¹⁴ Bei 20 Aktien reduziert sich der Anteil des unsystematischen Risikos auf $(1/20) = 0,05\%$ des ursprünglichen Wertes. Siehe Abb. 15.

⁵¹⁵ Die Varianz eines Portfolios mit 500 Aktien übersteigt beispielsweise die Varianz eines Portfolios mit 1000 Aktien um nur einen halben Prozentpunkt. Wenn die Varianz des 1000-Aktien-Portfolios 30 Prozent betragen würde, so würde die Varianz des 500 Aktien Portfolios nur 30,06 Prozent ausmachen.

⁵¹⁶ Vgl. Rößler und Ungerer (2014), S. 246.

⁵¹⁷ Vgl. Malkiel (2012), S. 219.

systematischen Risikos besagt, dass in großen, gut diversifizierten Portfolios nur das systematische Risiko zählt und erwartete Renditen somit von diesem Risiko abhängig sein müssen.⁵¹⁸ Anleger wollen demnach für das eingegangene systematische Risiko durch eine höhere Rendite entlohnt werden. Das systematische Risiko und nicht das gesamte Risiko ist demzufolge die entscheidende Determinante, um die erwartete Rendite einer Aktie zu berechnen.⁵¹⁹

Infolgedessen besteht der Bedarf, die unterschiedlichen Höhen des systematischen Risikos für verschiedene Investitionen zu messen. Die dafür gängige Maßnahme ist, das systematische Risiko als Beta Koeffizient (β) darzulegen.⁵²⁰ Dieser Beta Koeffizient drückt aus, wie viel systematisches Risiko eine spezielle Aktie im Vergleich zum Gesamtmarkt hat.⁵²¹ Wenn dem Marktindex ein Beta von 1 zugeordnet wird, bedeutet dies, dass eine Aktie X, die ein Beta von 0,5 besitzt, halb so viel systematisches Risiko aufweist wie der Marktdurchschnitt. Dementsprechend weist eine Aktie Y mit einem Beta von 2 doppelt so viel systematisches Risiko auf wie durchschnittlich im Markt zu finden ist.⁵²² Diese Tatsache hat zur Folge, dass das Risiko der Wertanlage X erwartungsgemäß durch einen größeren Gewinn ausgeglichen werden sollte. Investoren, die sich für Aktie X entscheiden, werden somit weniger Rendite bei weniger Risiko erwarten als jene Anleger, die sich für Aktie Y entscheiden.⁵²³

Diese Erkenntnis stellt eine der Grundlagen für das Capital-Asset-Pricing-Model (CAPM)⁵²⁴ dar. Dieses Modell gilt als wichtigstes in der Praxis verwendetes Verfahren zur Abwägung von Kapitalkosten.⁵²⁵ Das CAPM besagt, dass die Erträge durch Risikoprämien für jede Anlage in direkter Beziehung zu Beta stehen.⁵²⁶ Wenn das systematische Risiko (β) zunimmt, so wird die zu erwartende Rendite zunehmen. Der zu erwartende Ertrag einer Investition i lässt sich somit folgendermaßen darstellen:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * [E(R_M) - R_f]$$

⁵¹⁸ Vgl. Harvey (2011), S. 1.

⁵¹⁹ Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 359.

⁵²⁰ Vgl. Malkiel (2012), S. 216f.

⁵²¹ Vgl. Kruschwitz und Husmann (2012), S. 216.

⁵²² Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 364.

⁵²³ Vgl. Jordan und Miller (2009), S. 386.

⁵²⁴ In den 1960er Jahren wurde das Capital-Asset-Pricing-Model (CAPM), das auf Markowitz' Portfoliotheorie aufbaut, voneinander unabhängig von John Linter, William F. Sharpe und Jan Mossin konzipiert. Dabei waren folgende Artikel maßgeblich: Lintner, John. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The review of economics and statistics*, 47(1), S. 13–37; Sharpe, William F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), S. 425–442 und Mossin, Jan. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, S. 768–783.

⁵²⁵ Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 365.

⁵²⁶ Vgl. Malkiel (2012), S. 219.

Die Instrumente des Mission Investing

$E(R_i)$ = Zu erwartender Wert für die Rendite des Portfolios i

$E(R_m)$ = Zu erwartender Wert für die Rendite des Marktportfolios m

R_f = Risikoloser Zinssatz⁵²⁷

β_i = Beta des Portfolios i für das gilt:⁵²⁸ $\beta_i = \frac{\sigma_i}{\sigma_m}$

Wird das gesamte Kapital beispielsweise in deutsche oder US-amerikanische Staatsanleihen investiert, kann das Portfolio theoretisch ein Beta von 0 erzielen. Hierbei wird eine moderate Rendite erwartet, die als risikofreier Zinssatz bezeichnet wird.⁵²⁹ Nimmt ein Anleger mehr systematisches Risiko in Kauf, sollte nicht nur der Beta-Wert des Portfolios, sondern auch die zu erwartende Rendite steigen. Erreicht ein Portfolio einen Beta-Faktor von 1, wird die Rendite dieser Anlage der des Gesamtmarktes entsprechen.⁵³⁰ Aufgrund der Tatsache, dass der Investor mit einem solchen Aktienportfolio ein höheres Risiko eingeht als mit einem nur aus gut bewerteten Staatsanleihen bestehenden Portfolio, liegt die hierbei zu erwartende Rendite in den meisten Fällen über dem risikofreien Zinssatz. In Krisenzeiten, wenn es zu erheblichen Verlusten an den Wertpapiermärkten kommen kann, kann die Performance dieser Aktienportfolios unterhalb der Rendite von Portfolios aus festverzinslichen Positionen und unter dem risikofreien Zinssatz.⁵³¹ Das CAPM wird, wenn grafisch dargestellt, ex aequo als Wertpapierlinie bezeichnet. Die Wertpapierlinie soll die zu erwartende Rendite des Wertpapiers i des Marktportfolios aufzeigen (siehe Abb. 16).⁵³²

⁵²⁷ Als risikofreie Zinssätze werden in den meisten Fällen die Zinssätze der Staatsanleihen von tripple-A bewerteten Staaten genutzt, da mit ihnen eine Rendite bei minimalem Risiko erzielt werden kann. Vgl. Mahler et al. (2013), S. 6.

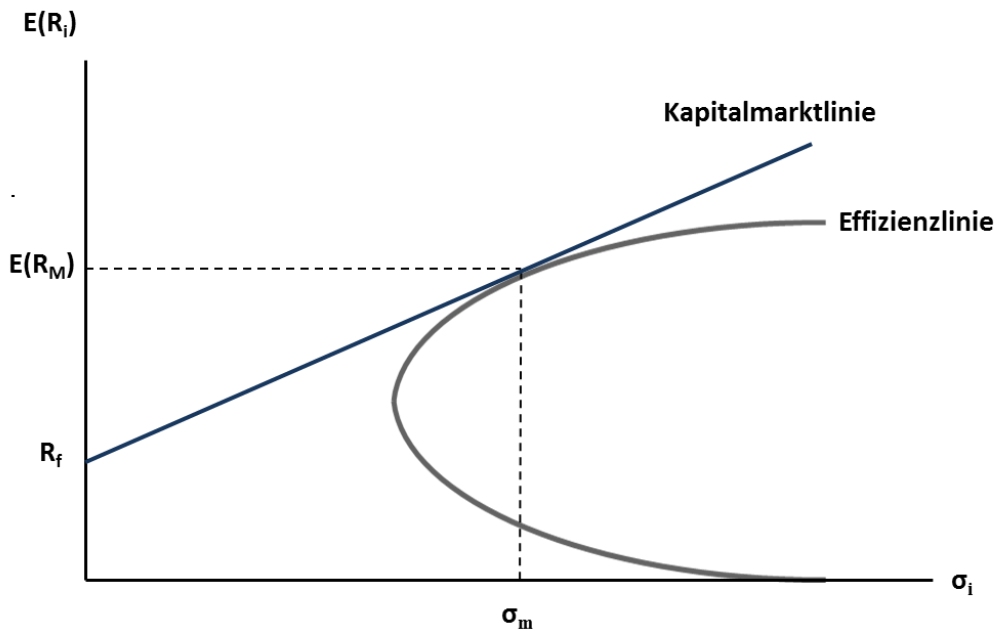
⁵²⁸ Vgl. Dragon und Rasin (2008), S. 2; umfangreicher erläutert von Perridon et al. (2012), S. 276f.

⁵²⁹ Vgl. Mahler et al. (2013), S. 6.

⁵³⁰ Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 362f.

⁵³¹ Vgl. Malkiel (2012), S. 222.

⁵³² Vgl. Perridon et al. (2012), S. 275.



$E(R_i)$	= Zu erwartender Wert für die Rendite eines Portfolios i
$E(R_m)$	= Zu erwartender Wert für die Rendite des Marktportfolios m
σ_i	= Zu erwartender Wert für das Risiko eines Portfolios i
σ_m	= Zu erwartender Wert für das Risiko des Marktportfolios m
R_f	= Risikoloser Zinssatz

Abb. 16: Risiko und Ertrag nach dem CAPM

Quelle: Eigene Darstellung nach Kruschwitz und Husmann (2012), S. 224.

Der rational handelnde Investor wird versuchen, eine möglichst hohe Rendite bei einem möglichst geringen Risiko zu erzielen.⁵³³ Die Tatsache, dass jede einzelne Aktie ein eigenes Rendite-Risiko-Profil besitzt, ermöglicht es, diese in einem zweidimensionalen Koordinatensystem abzubilden (siehe Abb. 17). Dabei zeigt jedes Kreuz in Abb. 17 den zu erwartenden Ertrag und das – durch die Standardabweichung beschriebene – Risiko einer einzelnen Aktie auf. Der Bereich mit der Form einer Eierschale ist durch die Kombination verschiedener Aktien und deren zugrundeliegendes Rendite-Risiko-Profil zu erreichen.⁵³⁴ Die dicke Linie am nördlichen Rand der Schalenform kennzeichnet jene Aktienkombinationen, die besonders attraktiv sind. Denn diese Portfolios verheißen bei einem gegebenen Risiko σ_i die jeweils größte zu erwartende Rendite $E(R_i)$.⁵³⁵ Diese Portfolios werden von Markowitz als effiziente Portfolios bezeichnet.⁵³⁶

⁵³³ Für eine ausführliche Erklärung hierzu siehe: Markowitz (1952).

⁵³⁴ Vgl. Myers und Brealey (2003), S. 192.

⁵³⁵ Vgl. Kruschwitz und Husmann (2012), S. 222.

⁵³⁶ Vgl. Markowitz (1952), S. 82f.

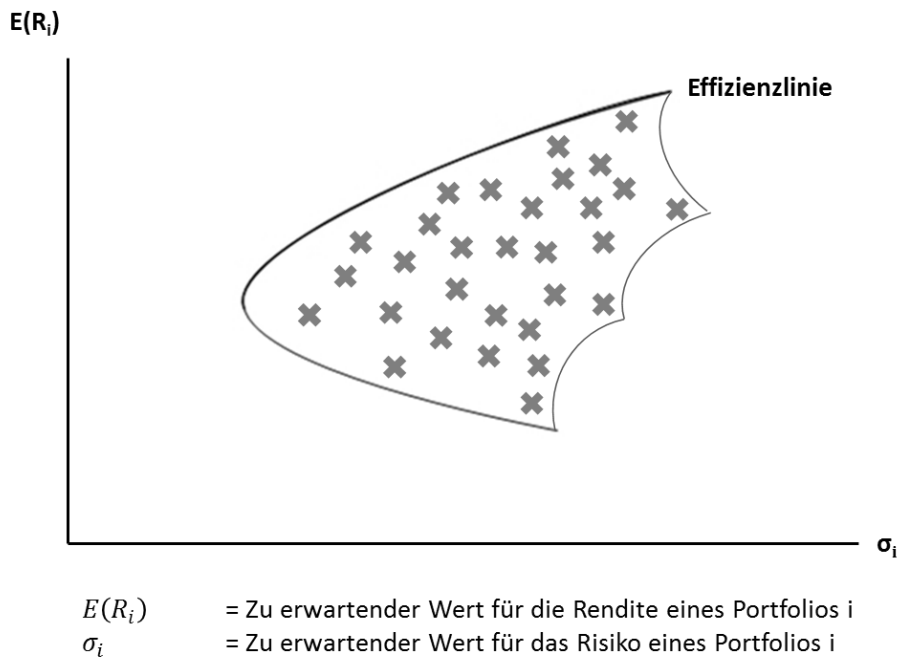


Abb. 17: Das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios mit mehreren Titeln

Quelle: Eigene Darstellung

Das CAPM und die Annahme, dass die Finanzmärkte effizient sind⁵³⁷, ist für die Debatte über die Kosten und die allgemeine Attraktivität von SRI von nicht zu unterschätzender Bedeutung.⁵³⁸ Das CAPM geht illusorischer Weise davon aus, dass die Kapitalmärkte reibungslos und ohne das Anfallen von Transaktionskosten funktionieren.⁵³⁹ Wenngleich sich diese Annahmen als unrealistisch herausgestellt haben, entkräften sie doch nicht ganz die Folgen, die die moderne Portfoliotheorie für nachhaltige Geldanlagen hat. Denn schon die klassische Investitionstheorie prognostiziert, dass die Einführung einer Nebenbedingung, nämlich die Erzielung von nachhaltigen Anlagekriterien, sich suboptimal auf die Investitionsentscheidung auswirken kann.⁵⁴⁰ Ein Portfoliomanager, der neben den klassischen Anlagekriterien des Risikos, des Gewinns, der Diversifikation und der Effizienz auf weitere Anlagekriterien zu achten hat, wird es theoretisch nicht nur schwerer haben, ein

⁵³⁷ Die Effizienzmarkthypothese ist eine Investitionstheorie die besagt, dass es unmöglich ist, den Markt in seiner Performance zu übertreffen, da jeglicher Aktienkurs schon alle relevanten Informationen in sich inkorporiert. In diesem Markt handeln alle Teilnehmer rational und auf Basis homogener Informationen. Wenngleich diese Theorie in ihrer extremsten Form in Teilen widerlegt wurde, besteht weiterhin Konsens darüber, dass der Aktienmarkt in der Verarbeitung von Informationen bemerkenswert effizient ist. Vgl. u.a. Malkiel (2003), S. 80.

⁵³⁸ Vgl. Lowry (1991), S. 39f. Siehe dazu: Abschnitt 5.2.5.1.

⁵³⁹ Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 532.

⁵⁴⁰ Vgl. Derwall und Koedijk (2009), S. 211.

effizientes Portfolio zusammenzustellen⁵⁴¹, er hat durch diese zusätzlichen Kriterien auch ein kleineres Anlageuniversum zur Verfügung (siehe Abb. 18).⁵⁴²

5.2.4.2. Diversifikation in einem eingeschränkten Anlageuniversum

Die Einführung von Screens beeinflusst, entweder durch den Ausschluss von Vermögenswerten oder durch die Konzentration auf spezielle Anlagen, tiefgreifend die Zusammensetzung von Portfolios.⁵⁴³ Während der klassische Investor Zugriff auf das gesamte Anlageuniversums hat, kann der SRI-Investor nur auf jene Anlagetitel zugreifen, die im SRI-Anlageuniversum zu finden sind (siehe Abb. 18).⁵⁴⁴ Screens machen mit ihren zusätzlichen Anlagekriterien somit das Marktportfolio unerreichbar.⁵⁴⁵ Die Mehrzahl der Investoren geht davon aus, dass diese künstliche Beschränkung des Anlageuniversums zu einem weniger diversifizierbaren Portfolio führt.⁵⁴⁶ Denn wenn keine strukturelle Identität mit dem Marktportfolio erreicht werden kann, müsste der Diversifikationseffekt suboptimal ausfallen.⁵⁴⁷ Folglich wäre mit einer erhöhten Volatilität und einer Reduktion der Rendite zu rechnen.⁵⁴⁸

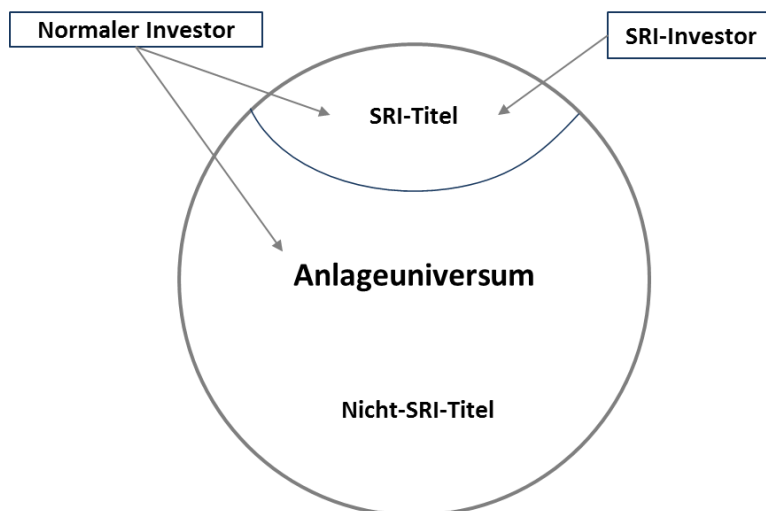


Abb. 18: Segmentierung des Marktes durch SRI

Quelle: Eigene Darstellung nach Kugler (2005), S. 119.

Inwieweit die Anwendung von Filtern während des Anlageprozesses wirklich zur Folge hat, dass ein negativer Diversifikationseffekt auftritt, ist nach wie vor umstritten. Schon vor über

⁵⁴¹ Abschnitt 5.2.5 wird sich intensiv mit dieser Frage beschäftigen.

⁵⁴² Diese Tatsache lässt sich von dem in Abb. 13 dargestellten Screening-Prozess ableiten.

⁵⁴³ Vgl. Rudd (1981), S. 57.

⁵⁴⁴ Vgl. Cowton und Sandberg (2012), S. 149.

⁵⁴⁵ Nur in dem außergewöhnlichen Fall, dass ein negativer Screen beispielsweise Bergbauunternehmen ausschließt, aber Bergbauunternehmen in dem normalen Portfolio gar nicht vorkommen, kann ein gefiltertes Portfolio dem normalen Portfolio gleichen. Vgl. Rudd (1981), S. 57.

⁵⁴⁶ Vgl. Cowton und Sandberg (2012), S. 149.

⁵⁴⁷ Vgl. Statman (1987), S. 362.

⁵⁴⁸ Vgl. Baue und Thomsen (2003), S. 2.

dreißig Jahren wurde die Behauptung aufgestellt, dass die Integration von ESG-Kriterien theoretisch zu einer verschlechterten Portfolio-Diversifikation führen müsste.⁵⁴⁹ Die Literatur hat dieser Hypothese seitdem viele Studien gewidmet und kommt, wie die folgenden drei Studien beispielhaft zeigen, zu sehr unterschiedlichen Schlüssen:

- Eine erste Untersuchung kommt zu dem Ergebnis, dass die Eingrenzung des Anlageuniversums negative Auswirkungen auf die Diversifikation des Portfolios haben kann.⁵⁵⁰
- Daneben existiert Literatur, die keinen Unterschied zwischen dem Grad der Diversifikation von konventionellen und SRI-Fonds beobachten konnte.⁵⁵¹
- Eine weitere Studie suggeriert, dass positive und insbesondere Best-in-Class-Filter einen positiven Diversifikationseffekt haben können. Das Ergebnis lässt sich durch eine verringerte Standardabweichung jener Aktien, die durch positive Screens ausgewählt wurden, erklären. Die reduzierte Standardabweichung verkleinert folglich das unternehmensspezifische Risiko dieser positiv gefilterten Positionen.⁵⁵² Es liegt nahe, diese Reduzierung des unternehmensspezifischen Risikos dem erhöhten Goodwill, der auf der Veröffentlichung von guten ESG-Ergebnissen beruht, zuzuschreiben.⁵⁵³ Denn jene Firmen, die eine gute Platzierung auf den positiv gescreenten Bestenlisten erzielen, sind erwartungsgemäß auch jene Firmen mit gut kommunizierten ESG-Praktiken.

Die Debatte über die Diversifikation von SRI-Portfolios scheint im Hinblick auf diese sehr unterschiedlichen Ergebnisse bedingt beruhigt. Einerseits hat zwar der positive Effekt des Best-in-Class-Ansatzes zur Folge, dass Anleger, die diese Strategie verfolgen, in der Tat ein diversifizierteres Portfolio aufweisen können als konventionelle Investoren.⁵⁵⁴ Andererseits kann die Anwendung von negativen Screens den Grad der Diversifizierung eines Portfolios negativ beeinflussen.⁵⁵⁵ Folglich würde sich das Rendite-Risiko-Profil des Portfolios verschlechtern. Diese Folgerung würde nahelegen, dass negative Screening-Techniken der risikoadjustierten Rendite eines Portfolios schaden können.⁵⁵⁶ Bevor an dieser Stelle jedoch auf diese spekulativen finanziellen Einbußen von Screens eingegangen wird, werden zunächst einige moralisch begründete Kritikpunkte von Screens beleuchtet.

⁵⁴⁹ Vgl. Rudd (1981), S. 57.

⁵⁵⁰ Vgl. Renneboog et al. (2008), S. 1739.

⁵⁵¹ Vgl. Bello (2005), S. 56.

⁵⁵² Vgl. Höpner (2010), S. 12f.

⁵⁵³ Vgl. Godfrey et al. (2009), S. 442.

⁵⁵⁴ Vgl. Höpner (2010), S. 12f.

⁵⁵⁵ Ebd., S. 3.

⁵⁵⁶ Vgl. Hong und Kacperczyk (2009), S. 35. Diese Behauptung wird in Abschnitt 5.2.5 ausführlich behandelt.

5.2.4.3. Die Kategorisierung von Vermögenswerten

Eine Kapitalanlage ist nie neutral in Bezug auf ihre Wirkung.⁵⁵⁷ Sie nimmt, wie eingangs dieser Monografie erwähnt, positiven oder negativen Einfluss auf ihr Umfeld. Ob dieser Einfluss als moralisch vertretbar angesehen werden kann oder nicht, wird von den unterschiedlichen Marktteilnehmern sehr differenziert beurteilt. Es bestehen keine universellen Regeln, die festschreiben, was für Stiftungen moralisch vertretbar ist und welche Investments ein Tabu darstellen. Screening wird daher von seinen Kritikern gern als eine grundlegend fehlerhafte Strategie, die sich auf unvollständige, subjektive Informationen stützt, bezeichnet.⁵⁵⁸

Kritiker von Screening-Praktiken argumentieren, dass SRI, abgesehen vom Shareholder-Engagement, die Illusion schaffe, dass die Welt der Unternehmen in Gut und Böse eingeteilt werden kann.⁵⁵⁹ Diese Illusion wird von der weitverbreiteten Einstellung getragen, die durch das sogenannte „Prinzip der Bösen Firma“ beschrieben wird.⁵⁶⁰ Laut dieser Maxime besteht gesellschaftlicher Konsens darüber, dass, wenn eine Firma als „böse“ angesehen wird, es moralisch falsch wäre, in diese zu investieren. Es wird hierbei zwischen Firmen, die mit ihren Aktivitäten direkt ein Fehlverhalten begehen, und jenen, die mit ihren betrieblichen Tätigkeiten indirekt andere Firmen befähigen, unethisch zu handeln, unterschieden.⁵⁶¹ Diese Unterscheidung verwässert die Screening-kritische Position jedoch. Denn inwieweit die Produkte und Dienstleistungen einer Firma indirekt für gesellschaftlich verwerfliche Aktivitäten zweckentfremdet werden, lässt sich laut Irvine (1987) nur schwer feststellen. Als indirekt „böse“ Firmen sollten demgemäß grundsätzlich nur jene Firmen gelten, deren Produkte den primären Zweck haben, dritte Firmen bei der Ausübung ihrer unmoralischen Geschäftspraktiken zu unterstützen.⁵⁶²

Auf diesem Konzept, das Firmen als direkt und indirekt böse einstuft, baut das „Prinzip der Befähigung“ auf. Dieses Prinzip besagt, dass es moralisch falsch sei, etwas zu unternehmen, das Dritte dazu befähigt, etwas „Böses“ zu tun.⁵⁶³ Dementsprechend wäre es falsch, in ein Unternehmen zu investieren, das durch diese finanziellen Mittel dazu befähigt wird, seine unethischen Aktivitäten fortzuführen.⁵⁶⁴ Indem der Anleger unmoralische Firmen

⁵⁵⁷ Kőszegi (2009), S. 12.

⁵⁵⁸ Vgl. Kamal (2009), S. 8.

⁵⁵⁹ Vgl. Nocera (2007), S. 2.

⁵⁶⁰ Frei übersetzt nach Irvine (1987), S. 234: „Evil-Company-Principle“.

⁵⁶¹ Ebd., S. 234f.

⁵⁶² Vgl. Larmer (1997), S. 397.

⁵⁶³ Frei übersetzt nach Irvine (1987), S. 236: „Enablement Principle“.

⁵⁶⁴ Wie weit der Einfluss des Investors auf die Kapitalkosten und den Aktienpreise von Unternehmen wirklich geht, wird in Abschnitt 5.2.4.4 behandelt.

in seinem Portfolio meidet, trifft er eine ethisch motivierte Aussage, nämlich dass er nicht gewillt ist, die Aktivitäten dieser Unternehmen mit seinem Geld zu fördern.⁵⁶⁵

Neben diesem *Prinzip der Bösen Firma* und dem *Prinzip der Befähigung* herrscht bei den Befürwortern des negativen Screenings in den meisten Fällen die Meinung vor, dass es moralisch problematisch ist, sich durch Firmen, denen unethisches Verhalten vorgeworfen wird, zu bereichern.⁵⁶⁶ Dieses, als „*Prinzip des unreinen Gewinns*“ bezeichnete Konzept, beruht auf der Idee, dass generell nicht vom unmoralischen Verhalten anderer profitiert werden sollte.⁵⁶⁷

Diese drei Prinzipien helfen zu erklären, an welchen moralischen Verpflichtungen sich Anleger orientieren. Dennoch hat es den Anschein, dass die drei angesprochenen Maximen daran scheitern, klar zwischen dem, was als gute und schlechte Geschäftspraxis angesehen werden kann, zu unterscheiden. Die meisten Investoren lehnen beispielsweise nicht bestimmte Wirtschaftszweige generell ab, weil diese an sich schon als unmoralisch angesehen werden. Vielmehr spielen die objektiven Eigenschaften, die eine gewisse Branche mit sich bringt, eine Rolle dabei, zu bestimmen, welche Firmen als unmoralisch angesehen werden und welche nicht.⁵⁶⁸ Ex ante kann beispielsweise Glücksspiel kaum als moralisch verwerflich angeprangert werden. Denn – von einem liberalen Standpunkt aus gesehen – steht es jedem Menschen frei, über sein Vermögen zu verfügen.⁵⁶⁹ Es sind allerdings die negativen Auswirkungen, die diese Branche auf die Gesellschaft und insbesondere Familien haben kann,⁵⁷⁰ die dazu führen, dass dieser Industriezweig immer wieder durch negative Investmentfilter ausgeschlossen wird.⁵⁷¹

Investmentfilter versuchen generell, den moralischen Kriterien der sie anwendenden Organisation gerecht zu werden. Die große Anzahl an Stiftungen mit ihren vielfältigen Zwecken führt jedoch dazu, dass Stiftungen auf unterschiedliche deontologische⁵⁷² Kriterien

⁵⁶⁵ Vgl. Domini und Kinder (1986), S. 3.

⁵⁶⁶ Vgl. Sandberg (2008), S. 77.

⁵⁶⁷ Vgl. Irvine (1987), S. 236: „Tainted-Profits Principle“.

⁵⁶⁸ Vgl. Sandberg (2007), S. 81f.

⁵⁶⁹ Vgl. Graglia (2008), S. 74.

⁵⁷⁰ Ebd., S. 74f.

⁵⁷¹ Vgl. Tabelle 2.

⁵⁷² Bei der Deontologischen Ethik geht es um eine spezielle Art der Rechtfertigung und Begründung von moralischen Handlungen. Es gelten Regeln und Gebote dafür, was als moralisch gute Handlung gilt und was als verwerflich angesehen wird. Diese Regeln gelten unabhängig davon, welche Konsequenzen diese Handlung hat. Im Unterschied zu den Utilitaristen (siehe FN 128) würden die Befürworter der Deontologie einen Terroristen selbst dann nicht Foltern, wenn dies zur Rettung von mehreren Menschenleben führen würde, da die Folter an sich als unmoralisch angesehen wird. Vgl. Luf (2004), S. 97.

zurückgreifen:⁵⁷³ „One persons’s taboo is another person’s sacred cow.“⁵⁷⁴ Beispielhaft hierfür würde eine katholisch geprägte Stiftung auf Verhütungsmittelhersteller in ihrem Portfolio verzichten. Andererseits würde eine Stiftung, die sich dem Kampf gegen Aids verschrieben hat, diese Wertanlagen wahrscheinlich präferieren und gezielt diese Investments suchen.⁵⁷⁵ Trotz solcher Differenzen gehen einige Autoren davon aus, dass sich die Subjektivisten und Objektivsten einer Gesellschaft größtenteils darüber einigen können, welche Unternehmenszweige als unmoralisch angesehen werden.⁵⁷⁶

Die vorgestellten Prinzipien bestärken diese Ansicht noch, indem sie zunächst eine Welt suggerieren, in der scharf zwischen Gut und Böse unterschieden werden kann.⁵⁷⁷ SRI mit seinen eindimensionalen Investmentfiltern baut auf der Illusion auf, dass die Geschäftswelt in Schwarz und Weiß einzuteilen ist, während ihre eigentliche Farbe Grau zu sein scheint.⁵⁷⁸ Denn Unternehmen können heute mit Blick auf ihre teils weitverzweigten Operationen nicht mehr als einzellige Organismen beschrieben werden. Folglich fällt es schwer, diese Unternehmen in vereinfachte Raster, wie es Investmentfilter sind, einzuordnen.⁵⁷⁹ Dessen ungeachtet, berufen sich die Pragmatiker unter den SRI-Investoren weiterhin auf die metaphorischen Vorteile ihrer Investments.⁵⁸⁰ Eine Stiftung, die in ein ethisch fragwürdiges Unternehmen investiert, unterstützt, nicht nur finanziell, sondern vor allem symbolisch betrachtet, die Aktivitäten dieser Firma und untergräbt damit ihren ideellen Zweck.⁵⁸¹

5.2.4.4. Einfluss auf unternehmerisches Handeln

Die Befürworter von SRI sehen sich nicht selten als Weltverbesserer an.⁵⁸² Ihre Erklärung dafür ist relativ simpel: Sie belohnen ethische Firmen, indem sie in diese investieren, und bestrafen unethische, indem sie ihnen Investments vorenthalten.⁵⁸³ Für viele steht diese Logik im Zentrum der SRI-Bewegung. Der Anleger kann hierbei, mithilfe von Investition oder

⁵⁷³ Stiftungen können sich aufgrund ihres festgeschriebenen Zwecks nicht veränderlichen Prinzipien unterwerfen. Indem sie auf deontologische Prinzipien zurückgreifen, stellen Stiftungen sicher, dass sie nicht wandelbaren Regeln folgen und damit ihrer auf die Ewigkeit ausgerichteten Geisteshaltung Rechnung tragen.

⁵⁷⁴ Gasparino und Tam (1998), S. 1.

⁵⁷⁵ Vgl. Authers (2013), S. 1.

⁵⁷⁶ Vgl. Sandberg (2007), S. 81.

⁵⁷⁷ Vgl. Tugend (2007), S. 1.

⁵⁷⁸ Nocera (2007), S. 2.

⁵⁷⁹ Vgl. Schepers und Sethi (2003), S. 19.

⁵⁸⁰ Vgl. Sandberg (2008), S. 143.

⁵⁸¹ Vgl. Cowton und Sandberg (2012), S. 147.

⁵⁸² Vgl. Luetkenhorst (2004), S. 163.

⁵⁸³ Vgl. Harrington (1992), S. 18; „Nachhaltig wirtschaftende Unternehmen erzielen höhere Gewinne und steigern ihren Börsenwert stärker als andere.“ Vgl. Köszegi (2008), S. B11; Es besteht eine positive Korrelation zwischen vorbildlichem ESG-Management und geringen Kapitalkosten konkludiert auch eine Studie der Deutschen Bank. Vgl. Deutsche Bank (2012); Fulton et al. (2012), S. 8.

Desinvestition, unternehmerischen Einfluss nehmen und die Firma auf diese Weise in eine sittlichere Richtung steuern.⁵⁸⁴

Aus der Perspektive eines klassischen Anlegers stellt eine Investition im Wesentlichen ein derzeitiges Opfer für einen zukünftigen Nutzen dar.⁵⁸⁵ Aus der unternehmerischen Perspektive stellt ein Investment ein Mechanismus dar, durch den Kapital aufgenommen werden kann. Doch nicht nur die Definition einer Investition, sondern auch der Erfolg oder Misserfolg eines Investments unterscheidet sich für diese beiden Gruppen. Für den Anleger hängt der Erfolg von der Rendite, die dieses Investment für ihn abwirft, ab. Im Gegensatz dazu wird ein Unternehmen den Erfolg daran messen, wie niedrig die zu zahlenden Zinsen dieser Investments sind und wie viel es somit für das zur Verfügung gestellte Kapital zahlen muss. Wie viel ein Unternehmen zu zahlen hat, um Kapital aufzunehmen, wird gemeinhin als Kapitalkosten bezeichnet.⁵⁸⁶ Niedrige Kapitalkosten bedeuten für Unternehmen, dass sie preisgünstig Kapital für neue Investitionen aufnehmen können.

SRI-Anleger hoffen, mit ihrer Anlagestrategie Unternehmen an dieser Stelle beeinflussen zu können. Ziel ist es, die Kapitalkosten von unmoralischen Firmen in die Höhe zu treiben.⁵⁸⁷ Diese Überlegung scheint somit eine sinngemäße Fortführung des theoretischen Prinzips der Befähigung zu sein. Während das *Prinzip der Befähigung* auf einer rein gedanklichen Ebene verbleibt, um jene Personen anzuprangern, die Unternehmen mit Ressourcen für ihre unmoralischen Handlungen unterstützen,⁵⁸⁸ geht die Motivation des Anlegers an dieser Stelle einen Schritt weiter. Durch das Entziehen der für das Unternehmen essentiellen Ressourcen erhofft sich der Anleger, die unmoralischen Handlungen dieser Betriebe beeinträchtigen zu können. Dies ist die Motivation, die Aktien von unmoralisch agierenden Unternehmen zu veräußern und somit den Aktienkurs zu belasten, um hierdurch unternehmerischen Einfluss nehmen zu können.

Bevor jedoch der Einfluss von Anlegern auf den Aktienkurs von Unternehmen erörtert wird, ist zunächst die Frage zu betrachten, warum ein hoher Aktienkurs für Unternehmen von großer Relevanz ist. Denn ein hoher Aktienkurs und die damit verbundene Marktkapitalisierung sind für eine Aktiengesellschaft in vielerlei Hinsicht bedeutsam.⁵⁸⁹

⁵⁸⁴ Vgl. Brill et al. (2000), S. 12f.

⁵⁸⁵ Vgl. Hirshleifer (1965), S. 509.

⁵⁸⁶ Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 437.

⁵⁸⁷ Vgl. Monahan (2002), S. 27.

⁵⁸⁸ Vgl. Irvine (1987), S. 236.

⁵⁸⁹ Vgl. Knoll (2002), S. 703.

Die Instrumente des Mission Investing

- Je höher die Marktkapitalisierung eines Unternehmens ausfällt, desto weniger besteht die Gefahr, dass das Unternehmen Ziel einer feindlichen Übernahme wird.⁵⁹⁰
- Das Gehalt des Managements wird bevorzugt zu Teilen in Aktienoptionen⁵⁹¹ bezahlt. Das Managergehalt ist somit an den Aktienpreis des Unternehmens gekoppelt und bewirkt, dass diese ein zusätzliches Interesse an einem hohen Aktienkurs haben.⁵⁹²
- Ein hoher Börsenkurs stellt sicher, dass die Einlagen von Investoren gesichert sind und diese beispielsweise nicht in Versuchung kommen, das Management durch Beschlüsse in der Hauptversammlung auszutauschen.⁵⁹³
- Ein hoher Aktienkurs verbessert die Chancen der zukünftigen Eigenfinanzierung. Wettbewerber, die sich zu schlechteren Konditionen finanzieren müssen, sind damit im Wettbewerbsnachteil.⁵⁹⁴
- Der Aktienkurs gilt als Barometer für das finanzielle Befinden eines Unternehmens. Ein hoher Kurs sorgt nicht nur für Vertrauen bei den Kunden und Lieferanten, sondern auch bei den Banken und führt in Folge zu einem niedrigen Anleihezins.⁵⁹⁵

Es lässt sich festhalten, dass, wenn der zukünftige Aktienkurs eines Unternehmens nicht vom derzeitigen Kurs beeinflusst wird,⁵⁹⁶ sich die Kapitalkosten dieses Unternehmens invertiert zum aktuellen Aktienkurs verhalten.⁵⁹⁷ Ein hoher Aktienkurs würde demgemäß niedrige Kapitalkosten mit sich bringen und ein niedriger Aktienkurs hohe Kapitalkosten implizieren. Dieser Gedankengang kann in Bezug auf das Screening jedoch irreführend sein. Denn inwieweit einzelne Investoren wirklich den Aktienkurs von börsennotierten Unternehmen beeinflussen können, ist umstritten.⁵⁹⁸ Hierbei konzentrieren sich die Kritiker des Prinzips der Befähigung vor allem auf zwei Aspekte. Einerseits wird angeprangert, dass der durchschnittliche Anleger seine Aktien nicht direkt von einem Unternehmen kauft, andererseits wird die Größe der SRI-motivierten Transaktionen als zu gering betrachtet, als dass sie den Aktienkurs von Unternehmen tiefgreifend beeinflussen könnten.⁵⁹⁹

⁵⁹⁰ Göres (2004), S. 55.

⁵⁹¹ Mit der Option auf eine Aktie hat der Besitzer das Recht, eine festgelegte Anzahl von Aktien zu einem bestimmten Zeitpunkt oder innerhalb einer gewissen Frist zu erwerben oder zu veräußern. Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 47.

⁵⁹² Vgl. Pfeffer (2013), S. 1, und Hudson (2005), S. 649.

⁵⁹³ Vgl. Knoll (2002), S. 703.

⁵⁹⁴ Vgl. Werder (1998), S. 81, und Colbe (1997), 278f.

⁵⁹⁵ Vgl. Beike (2000), S. 7.

⁵⁹⁶ Diese These beruht auf der Annahme, dass der Markt mindestens eine schwache Effizienz aufweist. Hierbei reflektiert der derzeitige Kurs einer Aktie komplett den historischen Kursverlauf und es sind keine technischen Vorhersagen über den zukünftigen Kurs möglich. Denn der zukünftige Kurs einer Aktie beruht auf neuen, zuvor nicht bekannten Informationen, die sofort in den Kurs einer Aktie miteinfließen. Vgl. Scheufele und Haas (2008), S. 27.

⁵⁹⁷ Vgl. Knoll (2002), S. 703.

⁵⁹⁸ Vgl. Sandberg (2008), S. 147f.

⁵⁹⁹ Vgl. Irvine (1987), S. 238.

Das erste Argument bezieht sich auf die Tatsache, dass Anleger ihre Aktien gemeinhin am Sekundärmarkt beziehen.⁶⁰⁰ Sie erwerben ihre Aktien demnach von anderen Investoren am Kapitalmarkt und nicht direkt von dem Unternehmen, welches die Aktien oft Jahre zuvor ausgegeben hat.⁶⁰¹ Obgleich ein Anleger das Gefühl hat, sein Geld direkt in ein Unternehmen investiert zu haben, kommt von diesem Geld nur in den seltensten Fällen etwas bei dem Unternehmen an.⁶⁰² Selbst wenn die Aktien im Rahmen einer Neuemission erstanden werden, geschieht dies in der Regel über einen Zwischenhändler. Diese, als Emissionsbanken bezeichneten Zwischenhändler, platzieren die Aktien des Emittenten (also des Unternehmens), die sie bereits vorher von diesem erworben haben, an den Wertpapiermärkten.⁶⁰³ Für den normalen Investor ist daher keine Aktie eine wirklich neue Aktie.⁶⁰⁴ Nach dieser Logik sollte sich der direkte Einfluss, den Anleger auf Unternehmen haben, im Rahmen halten.⁶⁰⁵ Und dennoch: ein indirekter Effekt auf die zukünftige Fähigkeit, Kapital aufzunehmen, scheint nicht völlig ausgeschlossen. Denn wenn die Aktien eines Unternehmens – und sei es nur auf dem Sekundärmarkt – gemieden werden, so wird sich dies ebenfalls auf die Fähigkeit, neues Kapital zu beschaffen, auswirken. Die Abneigung von SRI-Anlegern gegenüber bestimmten Aktien auf dem Sekundärmarkt kann die Kapitalbeschaffung demnach hypothetisch negativ beeinflussen.⁶⁰⁶

Ein weiteres Argument dafür, dass durch Screening niedrigere Kapitalkosten zu erwarten sind, baut auf der Finanztheorie in segmentierten Kapitalmärkten auf. Diese Theorie, auf der auch frühere Versionen des CAPM aufbauen, geht davon aus, dass Kapitalmärkte segmentiert sind und Anleger somit ganz oder zum Teil vom Erwerb bestimmter Wertpapiere ausgeschlossen sind.⁶⁰⁷ Dies trifft beispielsweise zu, wenn nationale Investoren international nicht investieren können und umgekehrt internationale Geldgeber nicht auf einem lokalen Markt tätig werden können. Inländischen Investoren bleibt demnach nur der Zugang zu heimischen Investments, was zur Folge hat, dass die heimischen Unternehmen auf die relativ begrenzte Zahl an Investoren angewiesen sind. Unter diesen Umständen liegen in der Regel die Kapitalkosten der Firma im Vergleich zu einem nicht segmentierten Markt höher.⁶⁰⁸ Wird dieses Modell nun auf das Prinzip des Screenings angewendet, zeigt sich, dass Screening theoretisch die Kapitalkosten steigern und den Aktienkurs eines Unternehmens

⁶⁰⁰ Als Sekundär- oder Umlaufmarkt wird der Markt der schon im Umlauf befindlichen Wertpapiere bezeichnet. Vgl. Zantow und Dinauer (2011), S. 85.

⁶⁰¹ Vgl. Irvine (1987), S. 238.

⁶⁰² Vgl. Irvine (1987), S. 238.

⁶⁰³ Vgl. Zantow und Dinauer (2011), S. 99.

⁶⁰⁴ Irvine (1987), S. 238.

⁶⁰⁵ Vgl. Sandberg (2008), S. 148.

⁶⁰⁶ Vgl. Irvine (1987), S. 238f.

⁶⁰⁷ Vgl. Natzmer (2010), S. 83.

⁶⁰⁸ Vgl. Merton (1987), S. 502.

senken kann, indem die Investorenbasis künstlich verkleinert wird.⁶⁰⁹ Hierbei ist jedoch anzumerken, dass sich der Anstieg der Kapitalkosten durch Screening sehr in Grenzen hält, wenn nicht ein substanzieller Anteil des Kapitalmarktes ein Unternehmen boykottiert.⁶¹⁰ Die begrenzte Größe des SRI-Marktes macht es daher gefährlich, niedrige Kapitalkosten als ein Argument für das Screening anzuführen.⁶¹¹ Denn solange konventionelle Investoren bereit stehen, die Lücke, die durch SRI-Anleger entsteht, zu füllen, solange wird es ethisch motivierten Anlegern schwer fallen die Kapitalkosten der Unternehmen dauerhaft zu beeinflussen.⁶¹²

Es geht hierbei um die Frage, ob die Tätigkeit einiger Investoren Auswirkungen auf den gesamten Markt haben kann. Die Advokaten von SRI verweisen an dieser Stelle immer wieder exemplarisch auf die erfolgreiche SRI-Kampagne in Südafrika und ihren Einfluss auf die unter dem Apartheid-Regime operierenden Unternehmen.⁶¹³ Eine umfassende Studie kam jedoch zu dem Schluss, dass es – obwohl diese Kampagne eine Vielzahl von privaten und institutionellen Investoren unter einem Negativfilter vereinigen konnte – kaum Beweise für einen finanziellen Erfolg dieser Kampagne gibt.⁶¹⁴ Heutzutage scheint bei einer derzeitigen Marktkapitalisierung von gelisteten US-amerikanischen Unternehmen von über 18 Billionen Dollar⁶¹⁵ selbst das Milliardenvermögen der Bill and Melinda Gates Stiftung, welches über eine Vielzahl von Aktienpositionen verteilt ist, bei der Beeinflussung einzelner Aktienkurse an seine Grenzen zu stoßen.⁶¹⁶ Dabei ist nicht endgültig geklärt, ob Anleger nur durch die Bündelung ihrer Kräfte eine Veränderung bewirken können⁶¹⁷ oder ob Anleger individuell dazu in der Lage sind.⁶¹⁸

Der einzelne Investor versucht, moralisch korrekt zu handeln, indem er Aktien kauft und verkauft. Er tut dies in der Regel still und ohne sein Handeln publik zu machen.⁶¹⁹ Infolgedessen riskiert er, dass seine Transaktion unter der Vielzahl der Geldgeschäfte am Kapitalmarkt untergeht und das Management des Unternehmens nicht über die Gründe

⁶⁰⁹ Vgl. Angel und Rivoli (1997), S. 58.

⁶¹⁰ Ebd., S. 59.

⁶¹¹ Vgl. Haigh und Hazelton (2004), S. 61.

⁶¹² Konventionelle Anleger würden den reduzierten Aktienpreis, der durch gefilterte Portfolios und deren Veräußerung eines Investments entsteht, dazu nutzen, sich diese Aktien zu kaufen, bis der Aktienkurs wieder den „wahren“ Wert der Aktie widerspiegelt. Vgl. Statman (2000), S. 36; Haigh und Hazelton (2004), S. 64; Mackenzie (1997), S. 141.

⁶¹³ Siehe dazu: Abschnitt 2.3.1. Vgl. u.a. Eurosif Bellagio Forum (2006), S. 28; Dillenburg et al. (2003), S. 168; Sandberg (2008), S. 95.

⁶¹⁴ Vgl. Teoh et al. (1999), S. 38f.

⁶¹⁵ Dieser Wert gilt für das Jahr 2012. Vgl. World Bank (2013), S. 1.

⁶¹⁶ Vgl. Entine (2007), S. 1.

⁶¹⁷ Vgl. Domini (2001), S. 17.

⁶¹⁸ Vgl. Brill und Reder (1993), S. 12.

⁶¹⁹ Vgl. Hudson (2005), S. 649.

seiner Transaktion informiert ist.⁶²⁰ Anleger sind folglich dazu angehalten, ihre Motivation hinter einer Transaktion offenzulegen. Denn nur dann besteht die Hoffnung, dass ihre Aktionen Preisreaktionen am Kapitalmarkt nach sich ziehen.⁶²¹ Wenn jedoch auf eine Veröffentlichung verzichtet wird, kann die Kauf- oder Verkaufsentscheidung von SRI-Anlegern höchstwahrscheinlich keine praktische Wirkung erzeugen.⁶²²

Selbst wenn der Boykott des Kaufes einiger unmoralischer Aktien in der Theorie die Kapitalkosten von Unternehmen beeinflussen könnte, gibt es Stimmen, die dies in der Praxis als nicht durchführbar erachten.⁶²³ Sandberg (2008) macht hierfür zwei Dinge verantwortlich, die vorrangig mit den zu geringen direkten Einflussmöglichkeiten zu tun haben.⁶²⁴

- Die (beschränkte) Größe der individuellen Portfolios.
- Die Liquidität der Märkte und deren Fähigkeit, den ursprünglichen Wert einer Aktie wiederherzustellen.

Dazu lassen sich abgeleitet aus den Überlegungen der vorangegangenen Absätze folgende Punkte ergänzen:

- Der Wertpapierhandel beschränkt sich meist auf den Sekundärmarkt.
- Die moralischen Beweggründe, die zu Transaktionen führen, werden nicht ausreichend kommuniziert.

Die Logik, dass SRI-Anleger die Möglichkeit haben, durch verborgene Transaktionen die Kapitalkosten von Unternehmen zu beeinflussen, lässt sich im Hinblick auf die vorhandene Literatur nicht bestätigen.⁶²⁵ Sehr selten haben individuelle Investoren die Möglichkeit, auf direkte Weise den Aktienpreis und die Kapitalkosten von Unternehmen zu beeinflussen. Denn wäre dies wirklich der Fall, sollten theoretisch die „bösen“ Firmen bereits durch die verschlechterte Kostensituation von der Bildfläche verschwunden sein.⁶²⁶

Die Frage nach dem unternehmerischen Einfluss hat aber neben dem oben beschriebenen finanziellen einen weiteren moralischen Aspekt. Denn wenn ein Anleger nur in geringem Maße die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens beeinflussen kann,⁶²⁷ gibt es möglicherweise eine moralische Verpflichtung, der er nachzukommen hat. Die wahre Frage, die sich ein Anleger demnach vom moralischen Standpunkt aus gesehen stellen sollte, ist

⁶²⁰ Vgl. Sandberg (2008), S. 181.

⁶²¹ Vgl. Schäfer und Stederth (2002), S. 127.

⁶²² Vgl. Miller (1991), S. 34.

⁶²³ Vgl. u.a. Knoll (2002), S. 712, und Domini und Kinder (1986), S. 3.

⁶²⁴ Vgl. Sandberg (2008), S. 153.

⁶²⁵ Vgl. Hamilton et al. (1993), S. 66; Hudson (2005), S. 653; Domini und Kinder (1986), S. 3.

⁶²⁶ Vgl. Knoll (2002), S. 715.

⁶²⁷ Vgl. Haigh und Hazelton (2004), S. 61f.

nicht, ob sein Kauf oder Verkauf die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens beeinflussen kann, sondern eher, ob eine solche Aktion, wenn sie von anderen Marktteilnehmern imitiert wird, dazu in der Lage ist, auf die Geschäftstätigkeit einzuwirken.⁶²⁸ Die eigenen Taten müssten somit, frei nach Immanuel Kant, *universalisierbar* sein.⁶²⁹ Sie müssen moralisch hinterfragt werden und dem Test der Generalisierung standhalten: Was geschieht, wenn jedermann die Anteile der als unethisch eingestufte Unternehmungen veräußern würde?⁶³⁰

Irvine (1987) gibt für diesen Fall, bei dem die Taten eines Individuums keine wirkliche Veränderung bewirken, ein Beispiel. Der Autor beschreibt eine gewöhnliche Situation: das Betreten von frisch gesätem Rasen. Wenn eine einzelne Person den Rasen betritt, wird dies dem Rasen nur begrenzt Schaden zufügen. Trotzdem wäre es moralisch falsch, den Rasen zu betreten. Denn wenn jedermann der Logik – dass das einmalige betreten dem Rasen nicht schaden wird – folgen würde, wären die Ergebnisse kaum wünschenswert.⁶³¹ Das Betreten des Rasens ist falsch, weil diese Tat das Prinzip der Generalisierung, ob eine Handlung universalisierbar ist oder nicht, verletzen würde.⁶³² Nach dieser Argumentation wäre die oben genannte Argumentation, dass SRI-Anleger eine zu geringe Marktmacht⁶³³ besitzen, hinfällig. Es geht nicht um den Effekt, den die Anleger – unabhängig davon, ob sie ihre Aktion publik machen oder nicht⁶³⁴ oder ob SRI als Kollektiv handeln oder als Individuum⁶³⁵ – tatsächlich auf den Markt haben, sondern, um die Handlung per se.

Es lässt sich somit schließen, dass wenn alle Teilnehmer am Kapitalmarkt mithilfe einer negativen Screening-Strategie die Aktien eines bestimmten Unternehmens vermeiden würden, diese kollektive Aktion sicherlich Einfluss darauf haben würde, wie dieses Unternehmen geführt wird. Diese Schlussfolgerung, die sich von Irvines (1987) Beispiel ableiten lässt, muss sich jedoch folgender Kritik bewusst sein: Wenn davon ausgegangen wird, dass sich nach wie vor nur eine begrenzte Anzahl der Investoren am Kapitalmarkt für SRI-Investments interessiert, wieso sollte sich der SRI-Investor dann darüber Gedanken machen, „was wäre wenn“? Inwiefern ist die Tatsache, dass irgendwann SRI-Investoren den Markt kontrollieren könnten, für die Entscheidungsfindung von SRI-affinen Investoren heutzutage relevant? Diese offenen Fragen offenbaren, dass die Anwendung des Generalisierungs-Grundsatzes zwar im Hinblick auf ein Stück Rasen durchaus angemessen

⁶²⁸ Vgl. Irvine (1987), S. 239.

⁶²⁹ Vgl. Kapitel 3.2.4.

⁶³⁰ Vgl. Sandberg (2008), S. 171.

⁶³¹ Vgl. Irvine (1987), S. 239.

⁶³² Vgl. Parfit (1984), S. 66.

⁶³³ Als Marktmacht wird die Fähigkeit eines Akteurs (des Anlegers) verstanden, auf Leistungen und Preise der Marktpartner Einfluss zu nehmen. Vgl. Woll (2008), S. 517.

⁶³⁴ Vgl. Sandberg (2008), S. 166f.

⁶³⁵ Ebd., S. 179.

sein kann, es aber zu Problemen kommen kann, wenn es darum geht, Menschen vor Krieg, Hunger und Ausbeutung zu schützen.⁶³⁶ Sandberg (2008) empfiehlt daher, das Generalisierungs Prinzip nicht als Argument für das negative Screening anzuführen.⁶³⁷ Es scheint nur begrenzt auf jene Fälle anwendbar zu sein, bei denen zu erwarten ist, dass seinem Appell nur von wenigen Marktteilnehmern wirklich Folge geleistet wird.⁶³⁸

5.2.5. Die finanzielle Performance gescreenter Portfolios

5.2.5.1. Theoretische Grundüberlegungen

In der Finanzliteratur herrscht seit Jahren eine Debatte darüber, ob die Eingliederung von sozialen Screens die Schaffung oder die Zerstörung von Rendite impliziert.⁶³⁹ Einerseits heben die Befürworter von SRI hervor, dass eingesetzte soziale und ökologische Screening-Techniken durchaus dazu in der Lage sind, Aktienportfolios zu konstruieren, die eine überdurchschnittliche Rendite aufweisen.⁶⁴⁰ Andererseits argumentieren jene Finanztheoretiker, die von der Überlegenheit des CAPM überzeugt sind,⁶⁴¹ dass alle Formen des SRI eine schlechtere Performance aufweisen als traditionelle Investments ohne Bezug zu SRI.⁶⁴² Sie gründen diesen Schluss auf drei Annahmen, die in der Finanzliteratur immer wieder angeführt werden:

- Der Markt berücksichtigt neue Informationen schnell und effizient.⁶⁴³
- Die finanzielle Rendite eines Portfolios spiegelt in fairer Weise das eingegangene Risiko wieder.⁶⁴⁴
- Das optimale Portfolio ist gründlich diversifiziert.⁶⁴⁵

Diese Annahmen suggerieren, dass SRI-Investments – die von Natur aus nur eine Teilmenge des gesamten Anlageuniversums darstellen⁶⁴⁶ – finanzielle Einbußen hinnehmen müssen.⁶⁴⁷ Denn wenn sich der Grad der Diversifizierung verschlechtert, müsste dies theoretisch auch das Rendite-Risiko-Profil negativ beeinträchtigen.⁶⁴⁸ Die effizienten Portfolios, wie in Abb. 17 abgebildet, sind mit diesem verschlechterten Rendite-Risiko-Profil nicht mehr zu erreichen, was dazu führt, dass sich die Effizienzkurve nach unten

⁶³⁶ Vgl. Glover und Scott-Taggart (1975), S. 176f.

⁶³⁷ Vgl. Sandberg (2008), S. 175.

⁶³⁸ Vgl. Parfit (1984), S. 66.

⁶³⁹ Vgl. Gómez-Bezares et al. (2013), S. 106.

⁶⁴⁰ Vgl. Kempf und Osthoff (2007), S. 908ff.

⁶⁴¹ Vgl. 5.2.4.1.

⁶⁴² Vgl. Knoll (2002), S. 700.

⁶⁴³ Vgl. Welch (2014), S. 219.

⁶⁴⁴ Vgl. Berk und DeMarzo (2011), S. 330ff.

⁶⁴⁵ Vgl. Markowitz (1952), S. 89.

⁶⁴⁶ Vgl. Abschnitt 5.2.4.2.

⁶⁴⁷ Vgl. Gómez-Bezares et al. (2013), S. 106.

⁶⁴⁸ Vgl. Pinner (2003), S. 31.

verschiebt.⁶⁴⁹ Das optimale Portfolio liegt in diesem Szenario nicht mehr auf der ursprünglichen Effizienzlinie, sondern auf einer *modifizierten Effizienzlinie* (siehe Abb. 19). Der rationale Investor müsste nach neoklassischer Sicht durch diese Verschiebung in seinem Handlungsspielraum eingeschränkt sein.⁶⁵⁰ Denn der als Homo oeconomicus bezeichnete Investor strebt nach einer Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles seines Portfolios und versucht daher, die von Markowitz beschriebene Effizienzlinie zu erreichen.⁶⁵¹ Diesem Investor wird durch eine Verschiebung der Effizienzkurve die Möglichkeit genommen, ein effizientes Portfolio nach Markowitz zusammenzustellen.⁶⁵² Nach der modernen Portfoliotheorie müssten ethisch und ökologisch gescreente Portfolios somit – durch ihre Lage unterhalb der Effizienzlinie – zu nicht kompensierbarem Risiko führen.⁶⁵³

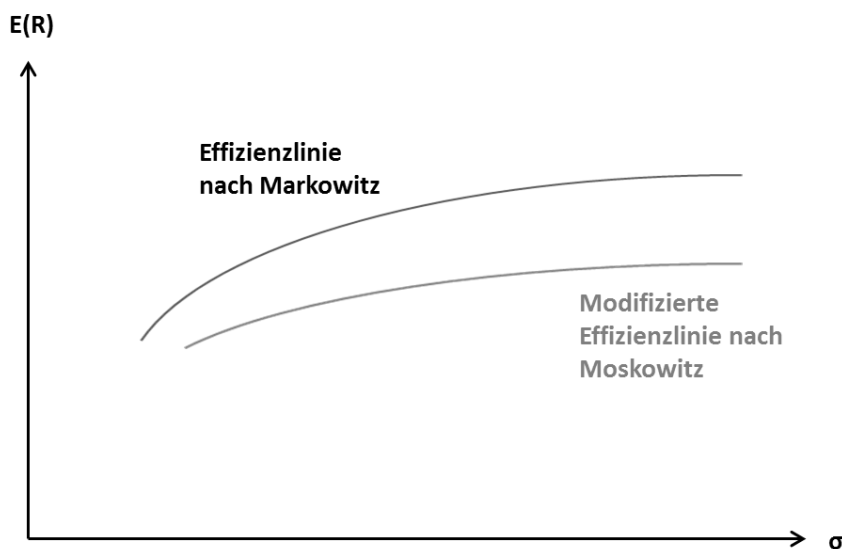


Abb. 19: Die Verschiebung der Effizienzlinie

Quelle: Eigen Darstellung nach Schäfer und Schröder (2009), S. 120.

Die theoretische Idee hinter der Verschiebung der Effizienzlinie ist indes nicht neu und wurde schon durch den Moskowitz-Effekt beschrieben (siehe Abb. 19).⁶⁵⁴ Moskowitz regte als erster die Diskussion darüber an, ob SRI-Portfolios nicht möglicherweise in der Lage sind, durch das Inkorporieren wichtiger Informationen Markt-Benchmarks⁶⁵⁵ in ihrer Performance

⁶⁴⁹ Vgl. u.a.: Schäfer und Schröder (2009), S. 120; Garz et al. (2002), S. 5; Nunnenkamp (2004), S. 25, und Schäfer und Lindenmayer (2007), S. 1086.

⁶⁵⁰ Vgl. Markowitz (1952), S. 78f.

⁶⁵¹ Vgl. Franz (2004), S. 4f.

⁶⁵² Vgl. Garz et al. (2002), S. 5.

⁶⁵³ Vgl. Freeman und Winchester (1994), S. 39ff.

⁶⁵⁴ Vgl. Moskowitz (1972). Auch wenn Moskowitz selbst diesen Effekt in seinem Artikel nicht erwähnt, wird dieser doch mit diesem Artikel in Verbindung gebracht. Vgl. Hawliczek (2008), S. 85.

⁶⁵⁵ Als Benchmark werden in der Finanzindustrie benutzte Vergleichswerte bezeichnet. Beispielsweise kann eine Stiftung hierzulande den Erfolg ihres Aktienportfolios daran bemessen, ob dieses Portfolio besser oder schlechter abgeschnitten hat als der DAX-Index. Vgl. Zantow und Dinauer (2011), S. 238.

zu schlagen.⁶⁵⁶ Ein Informationsgrad, der über die rein finanziellen Aspekte eines Unternehmens hinausgeht, verbessert demnach die Anlageentscheidung von Investoren, indem diese eine bessere Einsicht in die Probleme genauso wie die kaufmännischen Möglichkeiten der Unternehmen gewinnen.⁶⁵⁷ Hieraus könnte geschlussfolgert werden, dass dieser Ansatz im Gegensatz zur Markowitz-Portfoliotheorie nicht von einem effizienten Kapitalmarkt ausgeht. Denn wenn Anleger ihre Anlageentscheidung zusätzlich mit extrafinanziellen Unternehmensdaten begründen, dann führt das dazu, dass eine der Grundbedingungen des effizienten Marktes nicht mehr gegeben ist: dass eine Informationssymmetrie auf Seiten der Investoren herrscht.⁶⁵⁸

Hierdurch lässt sich ebenfalls die Argumentation von Knoll (2002) erklären. Der Autor merkt an, dass, bevor auf die finanzielle Performance von gescreenten Anlageprodukten überhaupt eingegangen werden kann, zuallererst zwischen dem effizienten und ineffizienten Kapitalmarkt zu unterscheiden sei.⁶⁵⁹ Denn in einer Welt mit Informationssymmetrie (das bezeichnet einen effizienten Markt) hat jegliche Beschneidung des Anlageuniversums einen negativen Einfluss auf das Rendite-Risiko-Profil.⁶⁶⁰ Hinsichtlich der Rendite-Risiko-Rechnung unterscheidet sich SRI somit nicht von anderen Anlagestrategien, die das Anlageuniversum künstlich begrenzen.⁶⁶¹ Ob sich ein Fonds nun auf Mid-Cap-Firmen⁶⁶² oder SRI-Investments spezialisiert, spielt somit keine Rolle. Denn keiner der beiden Investmentansätze ist in der Lage, mathematische Regeln außer Kraft zu setzen.⁶⁶³ Das Argument, dass Screening zu nicht kompensierbarem Risiko führe, ist zwar theoretisch richtig. Es hat aber den Anschein, als würde jeglicher Stock-Picking-Ansatz die Effizienzlinie nach unten verschieben.⁶⁶⁴

5.2.5.2. Die finanzielle Performance von SRI-Anlagen

Zahlreiche Studien haben sich in den letzten Jahrzehnten mit der finanziellen Leistung von ESG-ausgerichteten Portfolios beschäftigt.⁶⁶⁵ Die Forschung hat sich dabei gemeinhin auf

⁶⁵⁶ Vgl. Moskowitz (1972), S. 71-75.

⁶⁵⁷ Vgl. Desmadril (2007), S. 6.

⁶⁵⁸ Vgl. Hoyt (2007), S. 1.

⁶⁵⁹ Vgl. Knoll (2002), S. 693.

⁶⁶⁰ Vgl. Brunnermeier (2005), S. 417f.

⁶⁶¹ Vgl. Gómez-Bezares et al. (2013), S. 106.

⁶⁶² Mid-Cap-Fonds investieren in Aktien von Unternehmen mit einer „mittelgroßen“ Börsenkaptalisierung. Vgl. FAZ (2014b), S. 1.

⁶⁶³ Vgl. Garz et al. (2002), S. 5.

⁶⁶⁴ Als Stock Picking wird eine Anlagestrategie bezeichnet, die versucht, Aktien zu erwerben, die sich beispielsweise im Vergleich zum Gesamtmarkt positiv entwickeln (Wachstumsfokus). Vgl. FAZ (2014c), S. 1.

⁶⁶⁵ Vgl. Anhang 2: SRI-Studien im Überblick.

drei Bereiche konzentriert.⁶⁶⁶ Ein erster Ansatz beinhaltet den Vergleich der finanziellen Leistungsfähigkeit von ESG-Portfolios und jenen Portfolios, die aus weniger sozial oder ökologisch eingestuften Unternehmen bestehen.⁶⁶⁷ Eine zweite Gruppe von Studien hat die Performance von ESG-Aktienindizes untersucht und die dritte Forschungsgruppe hat sich auf die Performance von sozial und ökologisch verantwortlichen Investmentfonds konzentriert. Die gewonnen empirischen Erkenntnisse haben zu teils sehr unterschiedlichen Ergebnissen geführt, die im Folgenden näher erläutert werden.⁶⁶⁸

Diese erste Generation an Studien, die sich mit der finanzielle Performance ESG-strukturierter Portfolios beschäftigt, reicht bis zu Moskowitz (1972) zurück.⁶⁶⁹ Mehr als 40 Jahre lang wurden seitdem hypothetische Portfolios aus rein ökologisch verantwortlich handelnden Unternehmen zusammengestellt und diese mit Benchmarks verglichen. Aktuelle Studien kommen zu dem Ergebnis, dass ein neutraler⁶⁷⁰ oder sogar ein positiver Zusammenhang zwischen der ökologischen und finanziellen Leistung von Unternehmen besteht.⁶⁷¹ Eine umfassende Studie zu diesem Thema liefern Derwall et al. (2005). Diese Untersuchung prüft die bessere Werteentwicklung eines SRI-Portfolios und versucht insbesondere, die Gründe für dessen besseres Abschneiden zu identifizieren. Die Autoren finden Hinweise dafür, dass ein Portfolio, welches ausschließlich aus ökologisch gut bewerteten Unternehmen besteht, bessere Renditeleistungen erbringt als ein Portfolio aus schlecht bewerteten Unternehmen. Diese Ergebnisse können jedoch nicht durch Faktoren wie das Marktrisiko, den Anlagestil oder den Industrieeffekt erklärt werden.⁶⁷² Vielmehr vermuten die Autoren, dass der bestimmende Faktor, der für die überlegene Performance des ökologischen Portfolios verantwortlich ist, bei versteckten Risikofaktoren oder falsch eingeschätzten Informationen zu den bewerteten Unternehmen liegt. In einer aktuelleren Studie zeigen dieselben Autoren auf, dass der Aktienmarkt ökologisch gut bewertete Unternehmen in der Tat besser beurteilt als ökologisch schlecht bewertete Firmen. Dieser Effekt konnte zwar zu Beginn der untersuchten Periode nicht nachgewiesen werden, entwickelte sich im Laufe der Zeit aber zu einer einflussreichen Größe.⁶⁷³ Diese Ergebnisse

⁶⁶⁶ Eine verwandte Thematik ist, den Einfluss von Corporate-Social-Responsibility-Aktivitäten auf die Performance von Unternehmen zu untersuchen. Doch anders als die drei diskutierten Bereiche beschäftigen sich diese Studien nicht nur mit den für den Wertpapiermarkt relevanten Kennzahlen, sondern gehen überdies auf den direkten Einfluss auf das Unternehmen ein.

⁶⁶⁷ Unternehmen werden gemeinhin von unabhängigen Rating-Agenturen auf ihre sozialen und ökologischen Erfolge hin durchleuchtet und erhalten am Ende dieses Prozesses ein Rating-Grad. Vgl. Schäfer (2005), S. 251–253.

⁶⁶⁸ Vgl. Anhang 2: SRI-Studien im Überblick.

⁶⁶⁹ Vgl. Moskowitz (1972), S. 74.

⁶⁷⁰ Vgl. Schäfer und Stederoth (2002), S. 114.

⁶⁷¹ Vgl. Derwall et al. (2005), S. 53.

⁶⁷² Ebd., S. 58.

⁶⁷³ Vgl. Guenster et al. (2011), S. 702.

lassen vermuten, dass ökologische Faktoren für den Unternehmenserfolg eine immer wichtiger werdende Rolle spielen.

Über die Effekte der ökologischen Bewertung hinaus hat sich die Forschung auch mit dem Einfluss von sozialen Kriterien auseinandergesetzt. So finden Kempf und Osthoff (2007) sowie Statman und Glushkov (2008) Hinweise dafür, dass ein Portfolio aus sozial gut bewerteten Unternehmen jenes mit schlecht bewerteten Titeln in seiner Performance übertrifft.⁶⁷⁴ Bei letzterer Studie sind es soziale Faktoren – wie die Beziehungen des Unternehmens zum Gemeinwesen und die Arbeitgeber-Arbeitnehmer-Beziehungen – die die stärkste Korrelation mit der positiven Entwicklung des Portfolios auswiesen.⁶⁷⁵ Ebenso fand Edmans (2011) konkrete Hinweise dafür, dass Unternehmen, die bei der Bewertung ihrer Mitarbeiterzufriedenheit gut abschneiden, auf lange Sicht dazu in der Lage sind, überdurchschnittliche Renditen für ihre Anleger zu erwirtschaften.⁶⁷⁶ Der Autor sieht rein soziale Screens daher in der Lage, die Performance von Kapitalanlagen positiv zu beeinflussen.⁶⁷⁷

Dessen ungeachtet finden nicht alle Studien, die ein Portfolio aus ESG gut bewerteten Unternehmen analysieren, Belege dafür, dass dieses Portfolio besser abschneidet als der Gesamtmarkt. Geczy et al. (2005) konstruieren in ihrer Studie ein Portfolio aus SRI-Fonds und vergleichen dessen Ergebnisse mit einem Portfolio, welches aus konventionellen Fonds besteht. Die Autoren finden Hinweise dafür, dass die Einschränkungen des Portfolios durch SRI-Screens Kosten für den Anleger verursachen kann.⁶⁷⁸ Die Ergebnisse von Geczy et al. (2005) werden zusätzlich durch Studien gestützt, die sich zwar nicht mit dem wirtschaftlichen Ertrag von SRI-Portfolios auseinandersetzen, aber dennoch einen nicht unwesentlichen Beitrag zu dieser Debatte leisten. Denn wenn man, wie in den oben angeführten Studien, zu dem Ergebnis kommt, dass SRI-Portfolios eine überdurchschnittliche Performance aufweisen, dann müssten folglich Portfolios, die aus schlecht bewerteten Unternehmen bestehen, eine unterdurchschnittliche Marktentwicklung aufweisen. Hong und Kacperczyk (2009) befassen sich in ihrer Analyse demgemäß mit einem hypothetischen Portfolio aus annähernd zweihundert sogenannter „sin stocks“.⁶⁷⁹ Die Autoren finden jedoch keine Hinweise dafür, dass diese Titel eine unterdurchschnittliche Marktentwicklung aufweisen.

⁶⁷⁴ Vgl. Kempf und Osthoff (2007), S. 919–921.

⁶⁷⁵ Vgl. Statman und Glushkov (2009), S. 43f.

⁶⁷⁶ Vgl. Edmans (2011), S. 23.

⁶⁷⁷ Ebd., S. 23f.

⁶⁷⁸ Vgl. Geczy et al. (2005), S. 27f.

⁶⁷⁹ Unter dem Begriff „sin stocks“ (frei übersetzt „Sünden Aktien“) werden in der SRI-Literatur allgemein jene Titel zusammengefasst, die durch die Benutzung von Screens aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen werden sollen. Dies sind z. B. die Aktien von Unternehmungen in der Tabak-, Alkohol- oder Glücksspielindustrie.

Vielmehr weist das aus den „sin stocks“ erstellte Portfolio eine Wertentwicklung auf, die über dem Marktdurchschnitt liegt.⁶⁸⁰ Zu ähnlichen Ergebnissen kommen auch Visaltanachoti et al. (2009) für den Chinesischen und Salaber (2007) für den Europäischen Markt.⁶⁸¹ Eine überdurchschnittliche Rendite wird somit nicht nur für Portfolios aus gut bewerteten Unternehmen festgestellt, sondern auch für jene Portfolios, die eigentlich aus den „aussortierten“ Titeln zusammengestellt wurden. Die Untersuchungen hinsichtlich der finanziellen Performance von auf ESG-Kriterien gescreenten Portfolios fallen demnach nicht einheitlich aus.

Eine zweite Gruppe von Studien hat die Performance von SRI-Aktienindizes untersucht. Als ein Index gilt generell eine Kennziffer, die die Kursentwicklung eines künstlich konstruierten Anlageuniversums aufzeigt.⁶⁸² SRI-Indizes gleichen konventionellen Indizes mit dem entscheidenden Unterschied, dass sie bei der Konstruktion ihres Anlageuniversums Unternehmen mit schlechten sozialen und ökologischen Ratings ausschließen. Während es traditionelle Aktienindizes schon seit mehr als hundert Jahren gibt,⁶⁸³ sind SRI-Indizes erst in den letzten Jahrzehnten entstanden.⁶⁸⁴ Im Mai 1990 wurde mit dem Domini 400 Social Index (heute der FTSE KLD 400 Index), der erste Index, der das finanzielle Ergebnis von sozial verantwortlichen Unternehmen misst, gegründet.⁶⁸⁵ Dieser Index legte den Grundstein für die Vielzahl von SRI-Indizes die bis zum heutigen Tage entstanden sind.⁶⁸⁶

Die Untersuchung von SRI-Indizes hat im Vergleich zu SRI-Investmentfonds einen entscheidenden Vorteil. Der Indexansatz eliminiert störende Effekte, die durch Faktoren wie Transaktionskosten, Markttiming und Managementfähigkeiten entstehen.⁶⁸⁷ Diese Faktoren haben ihren Ursprung in der Tatsache, dass sich das Portfolio eines Fonds stetig wandelt. Dieser immerwährende Wandel führt dazu, dass die Transaktionskosten, die bei der Veräußerung oder beim Kauf einer Position anfallen, steigen. Während beispielsweise über die Zusammensetzung des DAX einmal jährlich entschieden wird, wird die Struktur eines Fonds fortwährend verändert.⁶⁸⁸ Fonds sind somit im Vergleich mit Indizes stärker von den täglich gefällten Entscheidungen des Fondsmanagements abhängig. Diese Tatsache kann sich suboptimal auf die Resultate von SRI-Fonds-Studien auswirken.

⁶⁸⁰ Vgl. Hong und Kacperczyk (2009), S. 35.

⁶⁸¹ Vgl. Visaltanachoti et al. (2011), S. 9 und Salaber (2007), S. 20.

⁶⁸² Vgl. Zantow und Dinauer (2011), S. 92f.

⁶⁸³ Der Dow Jones Industrial Average existiert seit 1896 und der Dow Jones Transportation Average wird schon seit 1884 berechnet. Vgl. Dow Jones Index (2014), S. 1; S&P Dow Jones Indices (2014), S. 1.

⁶⁸⁴ Vgl. FTSE (2014), S. 1.

⁶⁸⁵ Ebd., S. 1f.

⁶⁸⁶ Vgl. Eurosif (2012), S. 9.

⁶⁸⁷ Vgl. Lobe und Walkshäusl (2008), S. 5.

⁶⁸⁸ Vgl. Seidl (2013), S. 1.

Die Ergebnisse von SRI-Index-Studien scheinen zunächst von diesen Störfaktoren bereinigt zu sein und ein Vergleich mit traditionellen Indizes mutet einfach an. Diese Annahme lässt jedoch außer Acht, dass die Leistungsunterschiede von Indizes teilweise durch Industrie-, Größen- und Stil-Unterschiede zustande kommen.⁶⁸⁹ Beispielsweise ist bekannt, dass SRI-Indizes bei ihrer Aktienauswahl Wachstumstiteln ein größeres Gewicht geben als dies bei konventionellen Indizes der Fall ist.⁶⁹⁰ Demgemäß fand Statman (2006) Belege dafür, dass SRI-Indizes während der Tech-Blase der späten 1990er Jahre besser abschnitten als Marktindizes wie der S&P 500 Index. In den darauf folgenden Jahren des wirtschaftlichen Abschwungs blieben die Ergebnisse der SRI-Indizes dann hinter denen des S&P 500 Indexes zurück.⁶⁹¹ Hierzu bemerkten Di Bartolomeo und Kurtz (2011), dass das gute Ergebnis des KLD 400 Indizes in den 1990er Jahren größtenteils faktorgetrieben war.⁶⁹² Eine Übergewichtung von Positionen in der Informationstechnologiebranche (d.h. von Wachstumswerten) verhalf dem KLD 400 Index deshalb zunächst zu besseren Renditen und war Anfang 2000 ebenso für dessen drastische Kursverluste verantwortlich.⁶⁹³ Die unterschiedliche Performance von SRI-Indizes scheint sich demgemäß von Faktoren wie der ungleichen Gewichtung von Branchen innerhalb dieser Indizes ableiten zu lassen.

Die Performance, die SRI-Indizes dabei erzielen, entspricht dabei in den meisten Fällen jener, die von nicht ESG-motivierten Indizes erreicht wird.⁶⁹⁴ So stellen Di Bartolomeo und Kurtz (2011) fest, dass Anleger einerseits keinen materiellen Vorteil aus ihrer Anlage in SRI-Indizes zu erwarten haben. Andererseits haben diese Anleger jedoch nicht mit erhöhten Kosten zu rechnen. Neben diesen auf US-Indizes fokussierten Studien kommen außerdem die sich mit anderen Märkten beschäftigenden Studien zu dem Ergebnis, dass Anleger ESG-Kriterien in Betracht ziehen können, ohne dabei Renditeverzichte in Kauf nehmen zu müssen.⁶⁹⁵ Stiftungen, die sich entscheiden, in SRI-Indizes zu investieren, sollten somit keine Renditeeinbußen im Vergleich zu traditionellen Index-Fonds zu erwarten haben.

Die positiven Ergebnisse dieser Studien sollten jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass SRI-Indizes in vielen Studien auch Probleme implizierten. So fand Schröder (2007) neben den neutralen Ergebnissen für die Performance von SRI-Indizes Hinweise dafür, dass die meisten der untersuchten SRI-Indizes ein höheres Risiko als die von ihm untersuchten

⁶⁸⁹ Vgl. Statman (2006), S. 3-5.

⁶⁹⁰ Vgl. Le Sourd (2011), S. 39.

⁶⁹¹ Vgl. Statman (2006), S. 15f.

⁶⁹² Als Faktoren werden generell jene Koeffizienten eines Indizes bezeichnet, die für eine Überrendite verantwortlich gemacht werden. Diese kommen meist zum Tragen, wenn mit dem Index ein thematischer Schwerpunkt gelegt wird. Vgl. S&P Dow Jones Indices (2012), S. 3.

⁶⁹³ Vgl. Kurtz und DiBartolomeo (2011), S. 98.

⁶⁹⁴ Vgl. Bansal (2012), S. 1.

⁶⁹⁵ Vgl. Managi et al. (2012), S. 2.

konventionellen Indizes aufwiesen.⁶⁹⁶ Diese Beobachtung würde nahelegen, dass auf risikobereinigter Ebene SRI-Indizes doch schlechter abschneiden könnten als herkömmliche Indizes. Zusätzlich unterstellen Kritiker dem Indexvergleich, dass dieser den Performance-Unterschied von SRI-Titeln zu konventionellen Aktien herunterspielt. Bekanntermaßen setzt sich ein SRI-Index aus den als ethisch oder ökologisch gut bewerteten Unternehmen eines als Benchmark dienenden Aktienindexes zusammen. Der FTSE KLD 400 Index basiert beispielsweise auf dem S&P 500 Index und teilt sich mit diesem über 250 Unternehmen.⁶⁹⁷ Trotz dieser Überschneidung von Unternehmenstiteln wird der S&P 500 in einigen Studien als Benchmark für den FTSE KLD 400 herangezogen.⁶⁹⁸ Wenn aber ein Großteil der Titel zweier Indizes übereinstimmt, werden sich die finanziellen Kennzahlen dieser Indizes kaum voneinander unterscheiden. Diese Problematik erfahren genauso Consolandi et al. (2009), die die Rendite des Dow Jones Sustainability Stoxx Index (DJSSI) mit der des Dow Jones Stoxx 600 (DJ Stoxx 600) vergleichen. Um den Einfluss der ethischen und ökologischen Faktoren auf die Index-Performance besser ablesen zu können, vergleichen diese Autoren den DJSSI nicht nur mit dem DJ Stoxx 600, sondern mit einem künstlich geschaffenen Index, der sich nur aus jenen Titeln des DJ Stoxx 600 zusammensetzt, die nicht im DJSSI enthalten sind.⁶⁹⁹ Auf diese Weise stellen sie sicher, dass die Ergebnisse der Benchmark (DJ Stoxx 600) nicht durch jene 137 Titel, die ebenfalls in dem DJSSI Index vorkommen, verfälscht werden.⁷⁰⁰ Solange als Benchmark der gesamte DJ Stoxx 600 herangezogen wurde, erzielte der DJSSI schlechtere Ergebnisse als dieser. Nachdem als Benchmark der „bereinigte“ Index benutzt wurde, konnte dem DJSSI eine leicht bessere Performance als dieser Benchmark nachgewiesen werden.⁷⁰¹ Dieses Ergebnis nährt die Debatte darüber, dass SRI-Indizes besser abschneiden als konventionelle Indizes. Studien, bei denen die hohe Titelkorrelation bislang nicht bedacht wurde und die daher nur begrenzt aussagekräftigen Ergebnisse vorzuweisen haben, bedürfen demzufolge einer Überarbeitung.

In der Zukunft ist mit einer weiter steigenden Anzahl von SRI-Indizes und einer damit verbundenen größeren Zahl an Untersuchungsobjekten für die empirische Forschung zu rechnen. Im Moment scheint die Beweislage uneinheitlich und durch ungeschickt gewählte Benchmarks verfälscht. Generell kann aber davon ausgegangen werden, dass beide Arten von Indizes eine vergleichbare finanzielle Performance aufzuweisen haben.⁷⁰²

⁶⁹⁶ Vgl. Schröder (2007), S. 343f.

⁶⁹⁷ Vgl. Statman und Glushkov (2009), S. 34.

⁶⁹⁸ Ebd., Statman und Glushkov (2009) Statman und Glushkov (2009) Statman und Glushkov (2009) Statman und Glushkov (2009), S. 34f.

⁶⁹⁹ Vgl. Consolandi et al. (2009), S. 188.

⁷⁰⁰ Ebd., S. 189.

⁷⁰¹ Ebd., S. 195.

⁷⁰² Vgl. Statman (2006), S. 108.

Schließlich hat sich der dritte Bereich der Forschung auf die Performance von sozial verantwortlichen Investmentfonds konzentriert und deren Performance mit analogen Wertanlagen verglichen.⁷⁰³ Die Forschung hat sich dabei im Unterschied zu den oben erwähnten hypothetisch zusammengestellten Aktienportfolios größtenteils auf die Untersuchung von real existierenden Fonds und deren Performance konzentriert.⁷⁰⁴ Insgesamt gesehen, haben die empirischen Feststellungen gezeigt, dass die Performance von traditionellen und SRI-Fonds sehr ähnlich ist.⁷⁰⁵ Diese Erkenntnis stellt ein populäres neoklassisches Argument in Frage: Eine Verkleinerung des Anlageuniversums und das damit einhergehende eingeschränkte Diversifikations-Potenzial müssten sich nach neoklassischer Ansicht negativ auf das Rendite-Risiko-Profil von SRI-Fonds auswirken.⁷⁰⁶ Dass diese negativen Auswirkungen empirisch nicht nachzuweisen sind, führen die Befürworter von SRI teilweise darauf zurück, dass das Screening-Verfahren die Fonds-Manager dazu befähigt, ein kleineres Anlageuniversum genauer zu analysieren und auf diese Weise besser die richtigen Unternehmen zu identifizieren.⁷⁰⁷

Die meisten Studien beschränkten sich zunächst auf die Performance von US-amerikanischen und britischen SRI-Fonds.⁷⁰⁸ Trotz der Diskrepanzen bei den Stichprobengrößen und den überprüften Zeiträumen unterscheiden sich die Ergebnisse der US-Studien kaum: Die meisten können keinen Performance-Unterschied zwischen SRI und konventionellen Fonds feststellen.⁷⁰⁹ Daneben fanden Forscher nur schwache Hinweise darauf, dass britische Ethikfonds⁷¹⁰ konventionelle Fonds leistungsmäßig übertreffen.⁷¹¹ Luther (1992) fand in seiner Studie zusätzlich Hinweise auf einen Größeneffekt. SRI-Fonds scheinen durch ihre Screening-Methoden demnach verstärkt dazu zu tendieren, große Unternehmen aus ihren Portfolios auszuschließen.⁷¹² Folglich hat es zunächst den Anschein, dass SRI-Fonds eine höhere risikoadjustierte Rendite als klassische Fonds erzielen können. Die Evaluation von SRI-Fonds muss demnach von den Auswirkungen des Größeneffekts bereinigt werden, um offenzulegen, wie groß der Einfluss des Screenings tatsächlich ist.

⁷⁰³ Hierbei wurden die SRI-Investmentfonds nicht nur mit konventionellen Fonds, sondern auch mit Nicht-SRI-Indizes verglichen. Wie bei dem Portfolio- und dem Index-Ansatz greift die Forschung hierbei auf eine Kapitalmarkt-orientierte Anlageklasse zurück.

⁷⁰⁴ Vgl. Schäfer und Stederth (2002), S. 115.

⁷⁰⁵ Vgl. Renneboog et al. (2008), S. 1736f.

⁷⁰⁶ Vgl. Höpner (2010), S. 12f.

⁷⁰⁷ Gómez-Bezares et al. (2013), S. 104.

⁷⁰⁸ Vgl. Mallin et al. (1995) und Statman (2000).

⁷⁰⁹ Vgl. Bello (2005), S. 56.

⁷¹⁰ In Großbritannien, Australien und Kanada werden sozial verantwortliche Fonds generell als „ethische Fonds“ (ethical funds) bezeichnet, während in der USA und dem Rest Europas diese Anlageform in der Regel als „Sozial verantwortliche Fonds“ (social responsible funds) geführt werden. In dieser Arbeit werden beide Arten von Fonds als SRI-Fonds bezeichnet.

⁷¹¹ Vgl. Luther et al. (1992), S. 68f.

⁷¹² Ebd., S. 69.

Mallin et al. (1995) versuchten diesem Problem dadurch zu begegnen, dass die Autoren ihre Probe an SRI-Fonds mit einer in der Größe angepassten Auswahl an konventionellen Fonds verglichen. Selbst nach dieser Angleichung fanden die Autoren jedoch Hinweise dafür, dass britische SRI-Fonds nicht-ethische Fonds in ihrer Leistung übertreffen.⁷¹³ Erst Gregory et al. (1997) gelang es, durch die Benutzung eines Zwei-Faktoren-Modells, das den Größeneffekt berücksichtigt, keine bessere Wertentwicklung von SRI-Fonds im Vergleich zu den klassischen Fonds festzustellen.⁷¹⁴ Diese Ergebnisse wurden in jüngster Zeit von Gregory und Whittaker (2007) bestätigt.⁷¹⁵

In den letzten Jahren haben sich ferner vermehrt Studien aus Kontinentaleuropa mit dem SRI-Fondsmarkt beschäftigt. Scholtens (2005) widmet sich beispielsweise dem holländischen Fondsmarkt. Der Autor findet wenn auch statistisch nicht signifikante Belege dafür, dass SRI-Fonds besser abschneiden als der Marktdurchschnitt.⁷¹⁶ Die erste Studie, die eine verhältnismäßig große Anzahl an europäischen Märkten analysiert, stammt von Kreander et al. (2005). Unter Berücksichtigung von SRI-Fonds aus sieben europäischen Staaten⁷¹⁷ finden diese Autoren keine bedeutsamen Unterschiede bei der Performance dieser Fonds zu konventionellen Fonds.⁷¹⁸ Weitere Studien, die neben dem US-amerikanischen Markt auch den Europäischen SRI-Fonds-Markt berücksichtigen, kommen zu dem Resultat, dass SRI-Fonds keine überdurchschnittliche Rendite erwirtschaften.⁷¹⁹ Diese Ergebnisse werden von den wenigen Studien, die sich nicht mit europäischen oder US-amerikanischen Fonds beschäftigen, bestätigt und offenbaren zunächst ein weltweites homogenes Bild.⁷²⁰

Nur wenige Studien stellen diese populären Erkenntnisse durch ihre Ergebnisse in Frage. Renneboog et al. (2008) liefern eine in dieser Hinsicht vielzitierte Studie. Denn die Autoren finden in ihrer Analyse weltweit operierender SRI-Fonds Hinweise auf eine starke unterdurchschnittliche Wertentwicklung dieser SRI-Fonds. Als Grund für das schlechte Abschneiden sieht diese Studie jedoch nicht, wie von vielen Autoren vermutet,⁷²¹ die Beschränkung der Titelauswahl, sondern die Tatsache, dass SRI-Anleger schlechte „stock picking“-Fähigkeiten besitzen.⁷²² Zusätzlich dazu legen die Ergebnisse dieser Studie nahe,

⁷¹³ Vgl. Mallin et al. (1995), S. 495.

⁷¹⁴ Vgl. Gregory et al. (1997), S. 723.

⁷¹⁵ Vgl. Gregory und Whittaker (2007), S. 1343.

⁷¹⁶ Vgl. Scholtens (2005), S. 70.

⁷¹⁷ Namentlich: Belgien, Deutschland, Großbritannien, die Niederlande, Norwegen, Schweden und die Schweiz.

⁷¹⁸ Vgl. Kreander et al. (2005), S. 6.

⁷¹⁹ Vgl. Bauer et al. (2005), S. 1765.,f und Schröder (2003), S. 23f.

⁷²⁰ Vgl. Bauer et al. (2006), S. 46, und Bauer et al. (2007), S. 121f.

⁷²¹ Vgl. Knoll (2002), S. 702.

⁷²² Vgl. Renneboog et al. (2008), S. 27f.

Die Instrumente des Mission Investing

dass die Screening-Intensität von SRI-Fonds relevant für deren Performance ist.⁷²³ Das Phänomen, dass Fonds mit einer höheren Anzahl von eingesetzten Screens besser abschneiden als Fonds mit weniger Screens, wurde von Barnett und Salomon (2005) erstmals beschrieben. Nach der Untersuchung von 61 US-amerikanischen SRI-Fonds im Zeitraum von 1972 bis 2000 offenbarten die Ergebnisse dieser Autoren eine kurvenförmige Beziehung zwischen der finanziellen und der sozialen Leistung eines Fonds. Diese Ergebnisse suggerieren, dass die finanzielle Rendite sowohl bei niedriger als auch bei hoher Screening-Intensität am höchsten ist und dass die schlechteste Performance bei mittlerer Screening-Intensität erreicht wird (siehe Abb. 20).

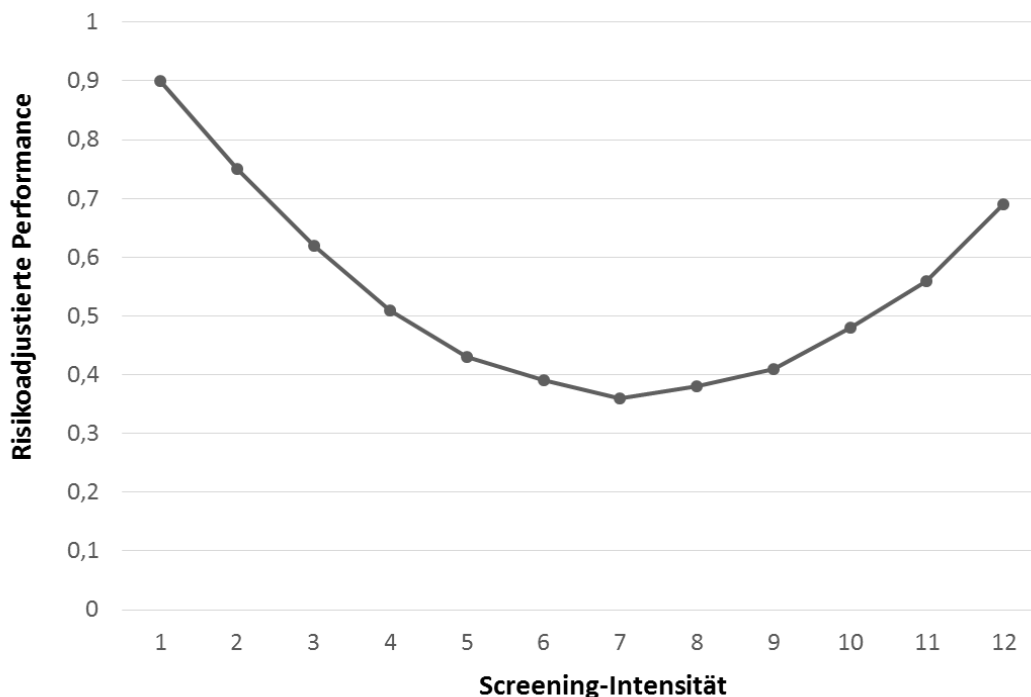


Abb. 20: Das Verhältnis von Screening-Intensität zur Performance

Quelle: Eigene Darstellung nach Barnett und Salomon (2006), S. 1115.

Die Autoren erklären dieses Phänomen damit, dass sich Diversifikationseffekte mit verstärkter Screening-Intensität zunächst negativ auf finanzielle Rendite auswirken. Ab einem gewissen Grad an Screening wird dieser Effekt jedoch dadurch ausgeglichen, dass die Fonds-Manager besser geführte und stabilere Unternehmen aus dem eingegrenzten Anlageuniversum herausuchen.⁷²⁴ Diese Einsichten werden von Capelle-Blancard und Monjon (2012) bestätigt und durch neue Erkenntnisse zu unterschiedlichen Screens und deren Performance-Einflüssen bereichert. Hierbei wird zwischen Screens, die ganze

⁷²³ Vgl. Renneboog et al. (2008), S. 28.

⁷²⁴ Vgl. Barnett und Salomon (2006), S. 1115–1118.

Industriezweige ausschließen,⁷²⁵ und jenen transversalen Screens, die auf alle Firmen angewendet werden, unterschieden.⁷²⁶ Erstere können den Autoren zufolge einen negativen Einfluss auf die Fonds-Entwicklung haben, während die Wirkung von letzteren neutral zu sein scheint.⁷²⁷

Die eben erwähnten Studien versuchen, mit ihren Ergebnissen die Unregelmäßigkeiten der Performance von SRI-Fonds zu erklären. Demnach sind die Charakteristika der jeweiligen Screens sowie deren Anzahl von nicht zu unterschätzender Bedeutung bei der Bewertung von SRI-Fonds. Des Weiteren stehen die von diesen Studien als Benchmarks herangezogenen konventionellen Marktindizes und Fonds immer wieder in der Kritik. Folglich haben einige Studien in den letzten Jahren vorgeschlagen, dass die Leistung von SRI-Fonds nicht mit konventionellen Fonds verglichen werden sollte. Vielmehr ist es, laut einigen Autoren, der Performanceunterschied zwischen verschiedenen SRI-Fonds, den es zu untersuchen gilt.⁷²⁸ Wie schon bei den ethisch strukturierten Portfolios und SRI-Indizes kommt die Forschung über SRI-Fonds zu keinem einheitlichen Ergebnis. Hinweise auf eine unterdurchschnittliche Rendite bei SRI-Fonds sind ebenso wie die Hinweise auf eine überdurchschnittliche Rendite allerdings im begrenzten Maße zu finden.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass ausgehend von der Kapitalmarkttheorie ESG-ausgerichtete Anlageformen eigentlich eine unterdurchschnittliche Rendite erzielen müssten. Sie sind nicht in der Lage, ein effizientes Portfolio abzubilden, und stellen das von Milton Friedmann (1975) populär gemachte „There’s No Such Thing as a Free Lunch“⁷²⁹-Prinzip in Frage, wonach ein konventioneller Investor, um ein Ziel zu erreichen, immer ein anderes Ziel aufzugeben hat. Der kapitalmarkttheoretische Kontext weist somit auf eine unterdurchschnittliche Rendite von SRI-Anlagen hin. Die vorliegenden Studien zu diesem Thema, auch wenn methodisch nicht immer homogen und fehlerfrei,⁷³⁰ offenbaren jedoch ein anderes Bild: Bei der Mehrzahl der Studien, die sich mit der finanziellen Leistungsfähigkeit von SRI beschäftigt, können keine Hinweise für systematisch nachteilige Auswirkungen dieser Anlagestrategie gefunden werden (siehe Abb. 21).⁷³¹

⁷²⁵ Screens, die beispielsweise alle „sin stocks“ aus dem Anlageuniversum ausschließen.

⁷²⁶ Wie beispielsweise Screens, die alle Firmen auf ihre Arbeitsbedingungen, Umweltstandards oder Arbeitgeber-Arbeitnehmer-Beziehungen hin untersuchen. Vgl. Barnett und Salomon (2006), S. 7.

⁷²⁷ Ebd., S. 23.

⁷²⁸ Vgl. Barnett und Salomon (2006); Renneboog et al. (2008) und Lee et al. (2010).

⁷²⁹ Frei übersetzt: „so etwas wie ein kostenloses Mittagessen existiert nicht“. Diese Phrase veranschaulicht das Konzept der Opportunitätskosten. Vgl. Mankiw (2006), S. 4.

⁷³⁰ Vgl. Entine (2003), S. 364.

⁷³¹ Vgl. Schäfer und Schröder (2009), S. 150.

Die Instrumente des Mission Investing

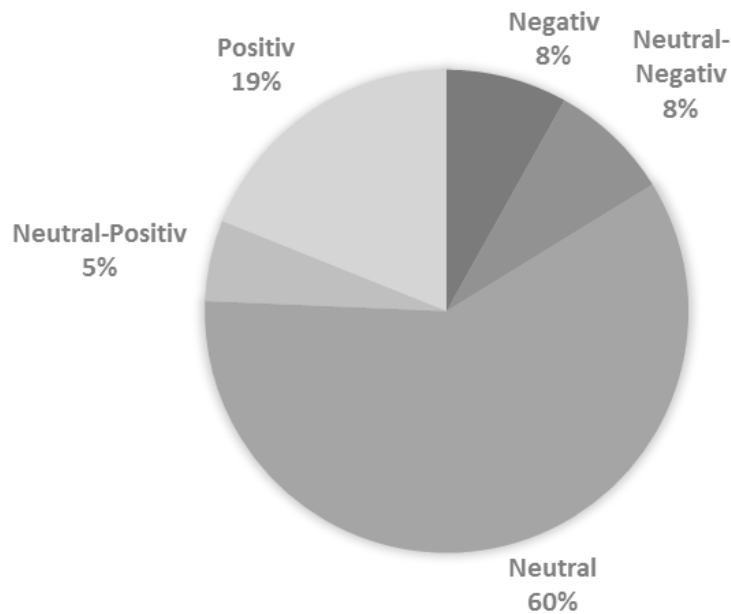


Abb. 21: Der Einfluss von SRI auf die finanzielle Performance

Dieser Chart fasst 39 SRI-Studien zwischen 1992 und 2014 zusammen (siehe Tabelle 3 im Anhang).

Jede Studie aus Tabelle 3 wurde anhand ihrer Ergebnisse zum Einfluss von SRI auf die finanzielle Performance subjektiv einer der fünf Gruppen (Negativ, Neutral-Negativ, Neutral, Neutral-Positiv, Positiv) zugeordnet.

Das Ergebnis dieser Auswertung zeigt nochmals bildlich auf, dass die Mehrzahl der Studien SRI als einer konventionellen Anlagestrategie ebenbürtig ansehen. Sogar eine, auch in anderen Studien beobachtete,⁷³² leichte Neigung in Richtung einer positiven Performance lässt sich feststellen.⁷³³ Zusammenfassend kann das Ziel, eine wettbewerbsfähige Rendite mit Hilfe von Anlagefiltern zu erwirtschaften, grundsätzlich erreicht werden.⁷³⁴ Der Erfolg des MI ist daher bereits gegeben. Denn wenn zu dem neutralen Ergebnis der Vermögensverwaltung nun der positive ideelle Nutzen, den MI mit sich bringt, addiert wird,⁷³⁵ kann insgesamt von einer positiven Wirkung ausgegangen werden.

⁷³² Vgl. Mercer (2009), S. 4.

⁷³³ Mit der Auswahl der aufgezeigten Studien wurde versucht, das zuvor schon in älteren Studien angewandte qualitative Verfahren zur Auswertung von SRI-Studien fortzuführen. Zu einer Übersicht über ältere Studien siehe u.a.: UNEP FI und Mercer (2007) und Capelle-Blancard und Monjon (2012), S. 29–32.

⁷³⁴ Eine nach der Finalisierung dieser Monografie erschienene Studie, die die Ergebnisse von über 2.000 Arbeiten zur ESG Performance zusammenfasst, zieht ein ähnliches Resümee. Siehe hierzu: Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5:4, 210-233.

⁷³⁵ Vgl. Schäfer und Schröder (2009), S. 19.

5.3. Aktives Aktionärstum und Shareholder Engagement

5.3.1. Definition, Einordnung und Funktionsweise

Als zweite, neben dem Screening bestehende Strategie der nachhaltigen Geldanlage bietet sich für SRI-Anleger die Möglichkeit, aktiv von ihren Aktionärsrechten Gebrauch zu machen (siehe Abb. 22).⁷³⁶ Staatliche Organe wie die US-Börsenaufsichtsbehörde SEC oder die Börsenaufsicht in Deutschland sind es, die sicherstellen, dass alle Aktionäre grundsätzlich dazu befähigt sind, von ihren durch den Aktienkauf erworbenen Aktionärsrechten Gebrauch zu machen.⁷³⁷ Aktionärsrechte befähigen Aktionäre nicht nur dazu, sich Informationen direkt von den Managern zu beschaffen, sondern auch, Einfluss auf diese und somit auf das Unternehmen nehmen zu können.⁷³⁸ Auf diese Weise stellt das Aktionärstum die elementare Verbindung zwischen den Eigentümern und den Managern eines Unternehmens dar.⁷³⁹ Es ist ein auf Dauer ausgerichteter Prozess, in dem versucht wird, das Verhalten von Unternehmen zu beeinflussen und deren Transparenz zu erhöhen.⁷⁴⁰

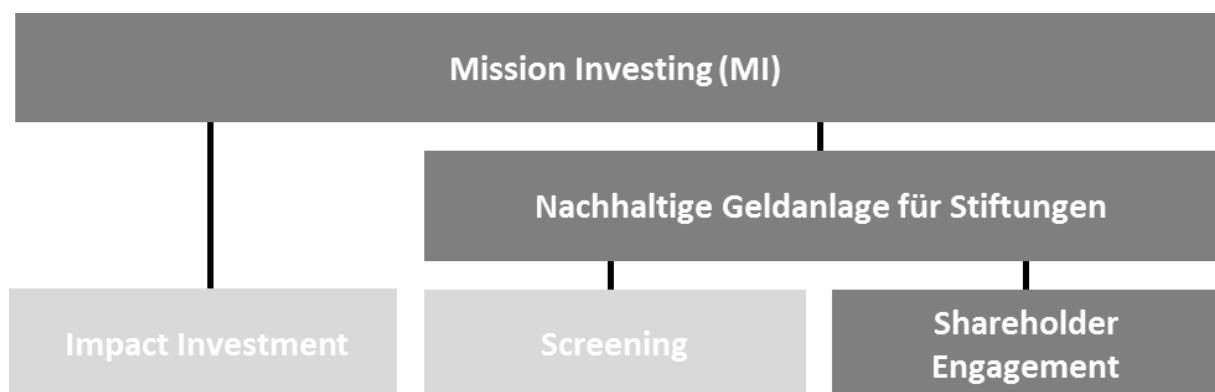


Abb. 22: Engagement: der aktive Ansatz der nachhaltigen Geldanlage

Quelle: Eigene Darstellung

Es existiert kein allgemeingültiger deutscher Begriff, der die aktive Einflussnahme von Aktionären beschreibt. Während einige Autoren davon ausgehen, dass aktives Aktionärstum jegliche denkbare aktive Rolle eines Aktionärs beschreibt, bringen andere den Begriff nur mit speziellen Techniken wie dem Aktionärsdialog oder der Ausübung der Stimmrechte in Verbindung.⁷⁴¹ Die zu diesem Thema vorhandene Literatur greift hierbei größtenteils auf englische Begriffe zurück: Als *Shareholder Activism* oder aktives Aktionärstum wird generell ein Vorgehen verstanden, das versucht, den generellen Konflikt zwischen den Aktionären

⁷³⁶ Vgl. UBS (2013), S. 2.

⁷³⁷ SEC ist die Abkürzung der United States Securities and Exchange Commission. Vgl. Blomert (2005), S. 181.

⁷³⁸ Vgl. Trillium Asset Management (2007), S. 7.

⁷³⁹ Vgl. Hommelhoff et al. (2009), S. 226f.

⁷⁴⁰ Vgl. Eurosif (2013), S. 11.

⁷⁴¹ Vgl. Riedel und Schneeweiß (2008), S. 11.

und dem Management eines Unternehmens zu lösen.⁷⁴² Dieser Begriff ist im Hinblick auf die vorhandene Literatur vor allem im angloamerikanischen Raum zu finden und ist – laut einer Studie des Südwind Instituts – mit negativen Konnotationen behaftet. Der Terminus aktives Aktionärstum dient somit nicht selten zur Beschreibung von regelrechten Machtkämpfen zwischen Management und Anteilseignern.⁷⁴³

Darüber hinaus finden Begriffe wie *Shareholder Advocacy* und vor allem *Shareholder Engagement* Verwendung, um die Handlungen ökologisch und sozial motivierter Aktionäre zu beschreiben.⁷⁴⁴ Shareholder Engagement unterscheidet sich in seiner Motivation somit vom traditionellen Aktionärstum, das von ökonomisch getriebenen Pensionsfonds und anderen Investmentgesellschaften verfolgt wird.⁷⁴⁵ Denn während sich das aktive Aktionärstum vornehmlich den Interessen der Aktionäre widmet, verfolgt das ökologisch und sozial motivierte Shareholder Engagement das Ziel, sich nicht nur für die Anliegen der Aktionäre einzusetzen, sondern auch die Belange anderer Stakeholder bei Entscheidungen in Betracht zu ziehen.⁷⁴⁶ Shareholder Engagement beschreibt Aktivitäten, die durch die Stimmrechtsausübung von Aktien und den Dialog mit Unternehmen versuchen, diese Firmen sensibler für ESG-relevante Thematiken zu machen.⁷⁴⁷ Obwohl sich einige deutsche Quellen dieser Unterscheidung der Begriffe aktives Aktionärstum und Shareholder Engagement nicht anschließen,⁷⁴⁸ wird diese Arbeit an dieser – aus dem angloamerikanischen Sprachraum stammenden – definitorischen Trennung festhalten. Denn eine kaum zu vernachlässigende Überwiegende Zahl von Publikationen zu diesem Thema entstammt dem angloamerikanischen Raum. Für die deutsche Fachliteratur – welche sich bei der Thematik der nachhaltigen Geldanlage traditionell stark am Vorbild Amerikas orientiert – scheint es ratsam, sich, solange kein gewichtiger Grund für eine andere definitorische Einordnung besteht, dieser Trennung anzuschließen. Hierdurch soll die weitere Vermischung zweier eigentlich zu trennender Konzepte verhindert werden. Diese Arbeit wird im Folgenden den Begriff des Shareholder Engagements ebenso wie Engagement als übergeordneten Begriff für alle sozial oder ökologisch motivierten Aktionen von Anteilseignern benutzen. Aktives Aktionärstum wird hingegen Verwendung finden, wenn ganz allgemein von Möglichkeiten der Einflussnahme ohne einen moralischen oder ökologischen Bezug seitens der Aktionäre die Rede ist.

⁷⁴² Vgl. Gillan und Starks (2007), S. 5.

⁷⁴³ Vgl. Sparkes und Cowton (2004), S. 50f., und Riedel und Schneeweiß (2008), S. 11.

⁷⁴⁴ Für Shareholder Engagement siehe: O'Rourke (2003), S. 227f. Für Shareholder Advocacy siehe: Schueth (2003), S. 190f.

⁷⁴⁵ Vgl. Gillan und Starks (2007), S. 6f.

⁷⁴⁶ Vgl. Dimson et al. (2012), S. 3.

⁷⁴⁷ Eurosif (2012), S. 10.

⁷⁴⁸ Der FNG-Marktbericht 2015 verwendet die Begriffe Engagement, Stimmrechtsausübung, Aktive Dialogstrategien oder aktives Aktionärstum synonym. Vgl. FNG (2015), S. 19.

Die Instrumente des Mission Investing

Traditionelle Anleger handeln nicht selten passiv nach der sogenannten *Wall Street Rule*.⁷⁴⁹ Diese besagt, dass Investoren nur zwei Optionen zum Handeln haben: Entweder sie folgen der Unternehmensführung „loyal“, indem sie deren Handeln durch das Halten der Aktie gutheißen, oder sie beenden ihre Beziehungen mit dem Unternehmen, indem sie sich von dessen Anteilen trennen.⁷⁵⁰ Aktionäre haben laut Hirschman (1971) jedoch für den Fall, dass sie unzufrieden mit der Führung der von ihnen gehaltenen Unternehmenstitel sind, nicht nur diese zwei Optionen zur Auswahl. Der von Hirschmann vorgeschlagene Ansatz geht über die von vielen Investoren praktizierte passive Aktionärsrolle, bei der der Investor keinerlei Versuche unternimmt, das Management seiner Beteiligungen zu beeinflussen, hinaus. Aktionäre können demnach ihre Aktien nicht nur verkaufen („Exit“) oder ohne weiteres Tätigwerden halten („Loyalty“), sondern auch ihr Missfallen gegenüber der Unternehmensführung in den unterschiedlichsten Formen zum Ausdruck bringen („Voice“). Während erstere Option einer Screening-motivierten Desinvestition nahekommt, bekundet der Aktionär mit der Loyalty-Option, bei der er nichts unternimmt, seine Zustimmung zu dem vom Management eingeschlagenen Kurs. Letztere Option steht für alle Aktivitäten, bei denen sich ein Aktionär „Gehör verschafft“ (siehe Abb. 23).⁷⁵¹

Aktionärstum		
Exit	Voice	Loyalty
Verkauf der Anteile	<ul style="list-style-type: none"> – Unternehmens-Dialog Gebrauch von: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Rederecht ▪ Anträgen/Gegenanträgen ▪ Stimmrechten – Öffentlicher Diskurs – Gespräche mit öffentlichen Stellen – Juristisches Instrument 	Bestätigung des Status Quo durch Untätigkeit

Abb. 23: Das Entscheidungsmodell des kritischen Aktionärs

Quelle: Eigene Darstellung

⁷⁴⁹ Vgl. Fieseler et al. (2008), S. 19–21.

⁷⁵⁰ Ebd., S. 21.

⁷⁵¹ Vgl. Hirschman (1970).

Einem Aktionär, der beschließt, gegen den Status quo etwas zu unternehmen und sich somit der Voice-Option zuwendet, stehen mannigfache Formen des Aktionärstums zur Auswahl.⁷⁵² Diese Instrumente des aktiven Aktionärstums unterscheiden sich in der Art und Weise, wie die Öffentlichkeit miteinbezogen wird.⁷⁵³ Einerseits kann ein diskreter – hinter verschlossenen Türen geführter – Dialog einzelner Aktionäre mit dem Management eines Unternehmens als aktives Aktionärstum bezeichnet werden (Unternehmensdialog).⁷⁵⁴ Alternativ dazu können Aktionäre die offene Debatte mit der Unternehmensführung suchen, indem sie öffentlich wirksam von ihrem Rederecht und Stimmverhalten während der Hauptversammlung Gebrauch machen.⁷⁵⁵ Als letzte Option steht den Aktionären eine kooperative Methode des Aktionärstums zur Verfügung. Bei dieser Form stehen die beteiligten Aktionäre im Kontakt miteinander, um auf diese Weise ihre Handlungen zu koordinieren. Ziel ist es, mit einer Stimme zu sprechen und so den Anliegen ein größeres Gewicht zu verleihen.⁷⁵⁶ Generell messen Aktionäre in den USA dem öffentlich geführten Diskurs eine große Bedeutung zu, während in Großbritannien eine verschwiegenere Form des aktiven Aktionärstums gepflegt wird.⁷⁵⁷ Die beliebteste Form des Engagements in Europa ist jedoch die Ausübung der dem Anteilseigner zu Verfügung stehenden Stimmrechte gefolgt vom direkten Dialog des Anteilseigners mit dem Unternehmen (siehe Abb. 24).

⁷⁵² Vgl. Bauer und Viehs (2012), S. 3.

⁷⁵³ Vgl. Fieseler et al. (2008), S. 18.

⁷⁵⁴ Vgl. Vandekerckhove und Leys (2012), S. 152.

⁷⁵⁵ Vgl. Schumacher-Hummel (2004), S. 91.

⁷⁵⁶ Vgl. Danish Ministry for Economics and Business Affairs (2011), S. 19f.

⁷⁵⁷ Vgl. Karius (2000), S. 40ff.

Die Instrumente des Mission Investing

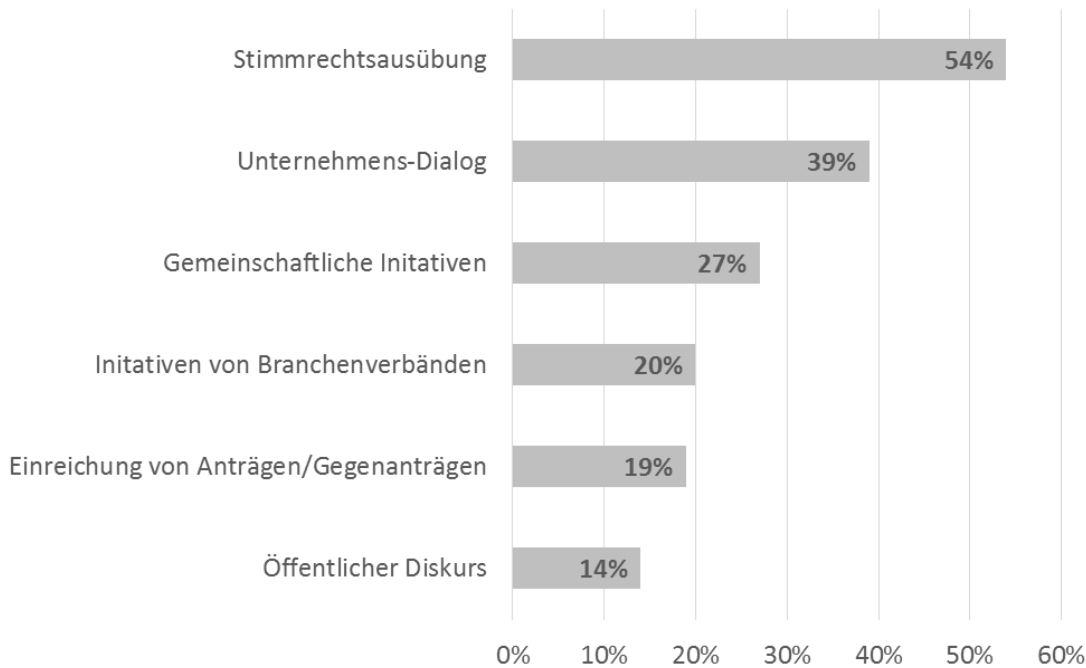


Abb. 24: Die Nutzung von Engagement-Praktiken in Europa

Quelle: Eigene adaptierte Darstellung nach Eurosif (2013), S. 32.

Ziel dieses Abschnitts ist eine nähere Erläuterung dieser, in Abb. 24 dargestellten, dem kritischen Aktionär zu Verfügung stehenden Instrumente. Hierdurch soll im weiteren Verlauf der praktikable Nutzen dieser Instrumente für Stiftungen, insbesondere in Bezug auf das Shareholder Engagement, erörtern werden.

5.3.2. Eine historische Einordnung

Aktionärstum findet schon seit Jahrhunderten statt.⁷⁵⁸ Die Wurzeln des modernen Aktionärstums liegen in den USA. Denn seit dem Jahre 1942 gestattete die amerikanische Aufsichtsbehörde SEC den Aktionären, über die Vorschläge für die Tagesordnungspunkte der Hauptversammlung abzustimmen.⁷⁵⁹ Unternehmen wurden seitdem von ihren Aktionären immer wieder dazu gedrängt, sich einer Vielzahl von sozialen und ökologischen Angelegenheiten anzunehmen. In den 1960er und 70er Jahren waren es thematisch die Rechte von Schwarzen, die geschlechterspezifische Gleichstellung hinsichtlich Chancengleichheit und Beschäftigung sowie die Produktion von Waffen, die die Aktionäre dazu veranlassten, den Dialog mit dem Management zu suchen.⁷⁶⁰ In den folgenden Jahrzehnten waren es vor allem ökologische Katastrophen wie das Unglück der Exxon Valdez, die dazu führten, dass neben den sozialen verstärkt die umweltbezogenen

⁷⁵⁸ Schon bei der Britischen Ostindien Kompanie wurden Fälle des Aktiven Aktionärstums ausgemacht. Vgl. Fieseler et al. (2008), S. 20.

⁷⁵⁹ Vgl. Gillan und Starks (2007), S. 3.

⁷⁶⁰ Vgl. Vogel (1983), S. 69.

Bedenken der Aktionäre in den Vordergrund rückten.⁷⁶¹ Zusätzlich sorgten Finanzskandale wie der von Enron im Jahre 2001 dafür, dass verstärkt Standards in der Berichterstattung nicht nur von externen Stakeholdern, sondern von den Aktionären selbst gefordert wurden.⁷⁶²

In der amerikanischen Öffentlichkeit wurde diese Art des Social Responsible Investing vor allem durch Fälle wie die „Campaign GM“ oder die durch Kritik an der Apartheid motivierte Desinvestitionsbewegung in Südafrika bekannt.⁷⁶³ Erstere Initiative sorgte in den 1970er Jahren dafür, dass der US-amerikanische Autobauer GM durch erhöhte Produktsicherheit, reduzierte Umweltbelastungen und verbesserte Arbeitnehmerrechte verstärkt das gesellschaftliche Allgemeinwohl achtete.⁷⁶⁴ Während Kampagnen zu dieser Zeit meist von einzelnen Investoren getragen wurden, sind es heutzutage in den meisten Fällen institutionelle Investoren, wie Pensions-, Hedge- oder Private-Equity-Fonds, die sich nicht nur des aktiven Aktionärstums, sondern auch des Shareholder Engagements bedienen.⁷⁶⁵ Seit den 1990er Jahren ist bei vielen institutionellen Anlegern die Tendenz zu beobachten, dass diese aufgrund der Größe der Beteiligungen und der damit verbundenen Marktstellung bei der Veräußerung von Unternehmensanteilen zurückhaltender geworden sind und es vielmehr vorziehen, mit ihren Beteiligungsgesellschaften in einen konstruktiven Dialog zu treten.⁷⁶⁶ Denn die Anleger wurden sich vermehrt bewusst, dass es sich finanziell auszahlen kann, die sozialen sowie ökologischen Probleme ihrer Beteiligungen aktiv anzugehen, anstatt diese Beteiligungen zu veräußern. Pensions-, Hedge- oder Private-Equity-Fonds kam bei diesem Entwicklungsschritt des aktiven Aktionärstums aufgrund ihrer finanziellen Schlagkraft und den daraus resultierenden Einflussmöglichkeiten eine Schlüsselrolle zu. Zu dieser Entwicklung trat in den 90er Jahren das sich wandelnde Verständnis des Shareholder-Value-Prinzips.⁷⁶⁷ Aktionäre wurden sich vermehrt bewusst, dass eine gute finanzielle Performance ihrer Unternehmensbeteiligungen auch von einem guten Umgang mit wichtigen Stakeholdern herrühren kann.⁷⁶⁸ Die Wissenschaft bestätigte diese Vermutung und kam zu dem Ergebnis, dass die ökologische und soziale Performance eines Unternehmens meist direkte Auswirkungen auf den Unternehmenswert hat.⁷⁶⁹ Die Schlussfolgerung, dass Shareholder Engagement aufgrund dieser Entwicklungen nicht nur sozial und ökologisch motivierte Aktionäre anspricht, sondern vermehrt auch auf den Rückhalt rein ökonomisch motivierter Investoren bauen kann, erscheint demnach schlüssig.

⁷⁶¹ Vgl. Burgy (2013), S. 116.

⁷⁶² Vgl. O'Rourke (2003), S. 229.

⁷⁶³ Vgl. Kapitel 2.3.1.

⁷⁶⁴ Vgl. Schwartz (1970), S. 764.

⁷⁶⁵ Vgl. Gillan und Starks (2007), S. 3f.

⁷⁶⁶ Vgl. O'Rourke (2003), S. 231.

⁷⁶⁷ Ebd., S. 230.

⁷⁶⁸ Vgl. Kapitel 3.3.2.

⁷⁶⁹ Vgl. Hillman und Keim (2001), S. 135f.

5.3.3. Die Situation in Deutschland

Die Mehrzahl der Praktiken des Aktionärstums lassen sich aus dem Aktienrecht eines Staates oder den Corporate Governance Grundsätzen einer Firma ableiten.⁷⁷⁰ Dies führt dazu, dass sich die aktiven Aktionäre bei der Wahl ihres Instruments in jedem Land innerhalb der jeweiligen gesetzlichen Rahmenbedingungen zu bewegen haben.⁷⁷¹ Traditionell hinkt Deutschland bei der Entwicklung einer *Kultur des Engagements* den amerikanischen und britischen Aktionären um Längen hinterher.⁷⁷² Dieser Umstand wird teilweise darauf zurückgeführt, dass es in Deutschland ein staatliches umlagefinanziertes Rentensystem gibt.⁷⁷³ In diesem Rentensystem kommt es jedoch, da alle Beiträge zeitnah wieder ausgezahlt werden, nicht zur Bildung eines größeren Kapitalstocks. Diese Tatsache ist wiederum für die Bildung großer Pensionsfonds hinderlich. Es sind aber genau diese Pensionsfonds, die im anglo-amerikanischen Raum die Entwicklung des aktiven Aktionärstums größtenteils mitgetragen haben.⁷⁷⁴ Denn nach dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000 orientieren sich vor allem amerikanischen Pensionfonds neu und verfolgten mehr denn je eine auf langfristige Wertschöpfung ausgerichtete Strategie, die auch Engagement-Praktiken beinhaltet.⁷⁷⁵ In Deutschland mangelt es an solch großen Finanzdienstleistern, die in der Lage wären, eine *Kultur des Engagements* zu begründen. Darüber hinaus tendieren Aktionäre hierzulande dazu, entweder nicht auf der Hauptversammlung zu erscheinen oder die ihnen zustehenden Stimmrechte ihrem Vermögensverwalter zu übertragen.⁷⁷⁶ Nur eine kleine Minorität scheint Angebote von Organisationen – wie beispielsweise dem Dachverband Kritische Aktionäre –, die durch die Ausübung der Stimmrechte Unternehmen zur Wahrnehmung ihrer sozialen und ökologischen Pflichten auffordert, zu nutzen.⁷⁷⁷

Diese Entwicklung lässt sich jedoch nicht auf ein mangelndes Interesse deutscher Aktionäre zurückführen. Vielmehr ist es die ungünstige rechtliche Situation von Aktionären in der Bundesrepublik, die Anteilseigner hierzulande mit weit weniger Rechten ausstattet, als sie beispielsweise amerikanische Aktionäre besitzen. Eine Gesetzgebung, die eine kritische

⁷⁷⁰ Corporate Governance beschreibt den faktischen und rechtlichen Ordnungsrahmen für das Management und die Überwachung eines Betriebs.

⁷⁷¹ Vgl. Fieseler et al. (2008), S. 32.

⁷⁷² Vgl. Riedel und Schneeweiß (2008), S. 12.

⁷⁷³ Das staatliche umlagefinanzierte Rentensystem führt dazu, dass die Beiträge, die vom arbeitenden Teil der Bevölkerung eingezahlt werden, alsbald wieder an Rentner ausgezahlt werden. Vgl. Bökenkamp (2009), S. 1.

⁷⁷⁴ Vgl. Sjöström (2008), S. 145.

⁷⁷⁵ Vgl. Clark und Hebb (2004), S. 151.

⁷⁷⁶ Vgl. Riedel und Schneeweiß (2008), S. 11.

⁷⁷⁷ Vgl. DAK (2014), S. 1.

Aktionärsdemokratie wie in den Vereinigten Staaten fördert, fehlt hierzulande.⁷⁷⁸ Denn um von seinen Stimmrechten Gebrauch zu machen, bedarf es in Deutschland der Anwesenheit auf der Hauptversammlung oder der Übertragung der Stimmrechte auf anwesende berechnigte gesetzliche Vertreter.⁷⁷⁹ Dem Gesetz nach wäre die jährliche Hauptversammlung dementsprechend der Ort, an dem sich eine Mehrzahl der Anteilnehmer versammelt, um über weichenstellende Entscheidungen abzustimmen.⁷⁸⁰

Dass dieses hypothetische Szenario nicht der Realität entspricht, offenbart ein Blick auf die Aktionärspräsenz auf Deutschen Hauptversammlungen. Diese sank bei der Mehrheit der im DAX notierten Gesellschaften im Jahre 2015 auf einen neuen Tiefststand.⁷⁸¹ Betrag der Anteil des stimmberechnigten Kapitals im Jahre 2012 durchschnittlich 60,6 Prozent, sank dieser Wert im Jahr 2015 auf 56,4 Prozent. Bei namhaften Unternehmen wie der Deutschen Bank, Daimler oder Eon waren im Jahre 2015 sogar weniger als 40 Prozent der Aktionäre bei der Hauptversammlung anwesend.⁷⁸² Diese Entwicklung legt in Zusammenwirkung mit der gegenwärtigen Gesetzeslage, die es Aktionären nur erlaubt, ihre Rechte während der Hauptversammlung auszuüben,⁷⁸³ die Grenzen des Aktionärstums in Deutschland offen. Darüber hinaus birgt dieser Trend Gefahren. Denn eine geringe Aktionärspräsenz ermöglicht das Zustandekommen von sogenannten „Zufallsmehrheiten“, bei denen Anleger mit relativ geringem Kapitaleinsatz über unverhältnismäßig großen Einfluss verfügen.⁷⁸⁴ Vorschläge, um die Präsenz wieder anzuheben, reichen von der Nutzung moderner Kommunikationstechniken, um die Teilnahme an der Hauptversammlung zu erleichtern,⁷⁸⁵ bis hin zu Prämien, die den physisch präsenten Aktionären gewährt werden.⁷⁸⁶ Institutionelle Anleger wie Stiftungen, die im Vergleich zu Privatanlegern in den meisten Fällen über ein breit diversifiziertes Portfolio verfügen, müssten nach deutscher Gesetzeslage demnach auf allen Hauptversammlungen der in ihrem Portfolio befindlichen Aktien anwesend oder zumindest vertreten sein, um ihre Aktionärsrechte auszuüben. Das deutsche Aktiengesetz allein scheint Stiftungen demnach in Zeiten steigender europaweiter Engagement-Aktivitäten⁷⁸⁷ vor eine von vielen kaum bewältigbare finanzielle und personelle Hürde zu stellen. Repräsentative Daten zu den Engagement-Aktivitäten deutscher Stiftungen fehlen

⁷⁷⁸ Vgl. Flore (2011), S. 187f.

⁷⁷⁹ § 43 Abs. 4 GenG.

⁷⁸⁰ Vgl. Riedel und Schneeweiß (2008), S. 17.

⁷⁸¹ Siehe dazu: Einer Auswertung der Beratungsfirma Barkow Consulting (2015), S. 1.

⁷⁸² Vgl. Rottwilm (2015), S. 1.

⁷⁸³ § 118 Abs. 1 AktG.

⁷⁸⁴ Vgl. Linge und Theissen (2008), S. 1.

⁷⁸⁵ Vgl. Noack (2011), S. 1.

⁷⁸⁶ Dies kann u.a. in Form einer erhöhten Dividende geschehen. Vgl. Perlitt (2006), S. 18f.

⁷⁸⁷ Zur steigenden Bedeutung von Shareholder Engagement in Europe siehe: Jones (2013), S. 1.

bisher.⁷⁸⁸ Es kann jedoch davon ausgegangen werden, dass Stiftungen ihre Aktionärsrechte meist zentralisiert, über Organisationen wie den Verband der Kritischen Aktionäre abwickeln, um sich die damit verbundenen Kosten gering zu halten.⁷⁸⁹

5.3.4. Shareholder Engagement – Definition und Motivation

Auch wenn in dieser Arbeit zwischen dem Shareholder Engagement und dem Aktionärstum unterschieden wird, haben diese Praktiken jedoch eines gemeinsam. Sie beide bauen auf dem theoretischen *Prinzipal-Agenten-Problem* auf. Dieses Problem beschreibt die Notwendigkeit für Investoren, sicherzustellen, dass das Management eines Unternehmens im besten Interesse der Aktionäre handelt.⁷⁹⁰ Denn wenn das Management einen kurzfristigen persönlichen Vermögenszuwachs verfolgt, währenddessen die Investoren eine langfristige Wertsteigerung ihrer Unternehmensbeteiligung im Sinn haben, sind letztere gefordert, das Management durch verstärkte Kontrolle und gezielte Aktionen von ihren Zielen zu überzeugen.⁷⁹¹

Die Motivation für Engagement ist demnach die Notwendigkeit, eine Aufsicht über die operativ tätigen Manager auszuüben. Denn nur so kann sichergestellt werden, dass diese Manager im besten Interesse der Aktionäre handeln.⁷⁹² Diese Interessen sind beim Shareholder Engagement sozial oder ökologisch motiviert und können generell einer oder mehreren der drei folgenden Kategorien zugeordnet werden.⁷⁹³

- Reputationsrisiken: Indem sich Aktionäre aktiv für bessere soziale und ökologische Rahmenbedingungen einsetzen, beugen sie Reputationsrisiken und negativer Presse vor. Bei Stiftungen kommt die Tatsache hinzu, dass diese nicht nur auf die Reputation ihrer Investitionen zu achten haben, sondern immer auch ihr eigenes öffentliches Ansehen im Blick haben. Positioniert sich eine Stiftung auf Hauptversammlungen durch die Ausübung ihrer Stimmrechte zu speziellen sozialen und ökologischen Themen, kann dies im Wettstreit um Spendengelder, Zustiftungen und öffentliche Aufmerksamkeit von ausschlaggebender Bedeutung sein.⁷⁹⁴
- Maximierung der risikoadjustierten Rendite: In ähnlicher Weise wie konventionelle Anleger streben SRI-Anleger im ihnen zur Verfügung stehenden Anlageuniversum nach einer möglichst hohen Rendite bei einem möglichst geringen Maß an

⁷⁸⁸ Die MI-Studie des BVDS geht zwar auf das aktive Aktionärstum als Anlagestrategie ein. Der Stichprobenumfang ist mit n=14 jedoch begrenzt repräsentativ für den deutschen Stiftungsmarkt. Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 31.

⁷⁸⁹ Vgl. Riedel und Schneeweiß (2008), S. 11.

⁷⁹⁰ Vgl. Welge und Al-Laham (2012), S. 54ff.

⁷⁹¹ Vgl. Eurosif (2013), S. 14.

⁷⁹² Vgl. Riedel und Schneeweiß (2008), S. 22.

⁷⁹³ Eurosif (2013), S. 15.

⁷⁹⁴ Vgl. imug (2002), S. 21.

Risiko.⁷⁹⁵ Die Tatsache, dass ESG-Faktoren einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf den finanziellen Erfolg eines Unternehmens haben können, führt dazu, dass Aktionäre speziell auf die Beachtung dieser ESG-Thematiken bestehen, um auf diese Weise die Rendite nachhaltig zu stärken.⁷⁹⁶

- Ethische Abwägungen auf Unternehmensebene: Das *Prinzip der Bösen Firma* bringt Anleger nicht nur dazu, Unternehmen, deren Geschäftsmodell das Wertesystem des Anlegers untergräbt, aus ihrem Anlageuniversum auszuschließen,⁷⁹⁷ sondern ist auch eine der Kernmotivationen, eine Titel nicht zu verkaufen. Kinder und Domini (1997) bemerken hierzu, dass jene Investoren, die keine Anteile an einem Unternehmen halten, auch keine Möglichkeit besitzen, dieses zu beeinflussen. Kein Autor scheint bis dahin in Erwägung gezogen zu haben, dass SRI-Anleger eventuell eine moralische Verpflichtung haben, ein Investment zu halten.⁷⁹⁸ Denn nur die Anleger, die Aktionäre eines Unternehmers sind, können durch Shareholder Engagement dieses Unternehmen dazu bringen, seinen sozialen sowie ökologischen Pflichten nachzukommen. Wird die Position jedoch – beispielsweise aufgrund eines eingesetzten negativen Filters – veräußert, entfällt die Möglichkeit, ein Unternehmen „von innen“ heraus zu verändern.⁷⁹⁹ Durch dieses Engagement erhoffen sich Anleger jedoch nicht selten, einen Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung der gesamten Gesellschaft leisten zu können.⁸⁰⁰ Speziell für Stiftungen, die meist ein gemeinnütziges Ziel verfolgen, ist dieser Punkt von Bedeutung. Eine Stiftung kann somit durch Engagement-Aktivitäten, mit denen sie Unternehmen zum „Positiven“ verändert, zusätzlich zu ihren Spendenaktivitäten sozialen und ökologischen Mehrwert für die gesamte Gesellschaft schaffen.⁸⁰¹

5.3.5. Engagement – populäre Praktiken im Überblick

5.3.5.1. Direkter Unternehmens Dialog

Aktionäre können ihre Anliegen in Bezug auf ESG-Thematiken direkt an das Management eines Unternehmens herantragen. Initiiert wird diese allgemein als *Dialog* bezeichnete Form des Engagements, indem die Führungskräfte von den Investoren auf bestehende CSR-

⁷⁹⁵ Vgl. Abschnitt 4.4.1.

⁷⁹⁶ Vgl. Porter und Kramer (2011), S. 13.

⁷⁹⁷ Siehe dazu: Abschnitt 5.2.4.3 und vgl. Irvine (1987), S. 234.

⁷⁹⁸ Vgl. Kinder und Domini (1997), S. 16.

⁷⁹⁹ Vgl. Goedeckemeyer (2006), S. 17ff.

⁸⁰⁰ Vgl. Eurosif (2013), S. 15.

⁸⁰¹ Vgl. Rockefeller Philanthropy Advisors (2004), S. 3.

Problematiken aufmerksam gemacht werden.⁸⁰² Dieser Austausch kann durch Telefonate, persönliche Treffen oder Schriftverkehr geschehen und kann sich über mehrere Monate hinziehen.⁸⁰³ Dieser Prozess, bei dem sich Führungskräfte nicht zuletzt kritischen Fragen zu ihren Geschäftspraktiken stellen müssen, birgt für diese auch Vorteile. Denn wenn aus einem zuvor unpersönlichen Prozess ein persönlicher Austausch wird, besteht für das Management die Möglichkeit, Vertrauen zu ihren Share- und Stakeholdern aufzubauen und deren Belange schon frühzeitig erkennen zu können.⁸⁰⁴ Besteht dieses – durch regelmäßige Treffen – geschaffene Vertrauen, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Anteilseigner mit unangenehmen Thematiken direkt an das Management wenden, anstatt Anträge bei der Hauptversammlung oder Abstimmungskampagnen zu initiieren. Die regelmäßige Interaktion mit den Anteilseignern und das hieraus entstandene Vertrauen helfen dem Management somit bei der Eindämmung von unvorhersehbaren Risiken.⁸⁰⁵ Aus Sicht der Investoren bietet diese Variante des Engagements die Möglichkeit, in einem nicht auf Konfrontation ausgelegtem Umfeld direkt Informationen von den Führungskräften zu erhalten und diese beispielsweise über ihre Stimmabsicht zu informieren.⁸⁰⁶ Spekulativ gesehen, können beide am Dialog teilhabenden Parteien aus dieser Kommunikationsform in der Summe, durch die eben erwähnten Vorteile auf beiden Seiten, den meisten Nutzen ziehen. Deshalb wird diese Art des Shareholder-Engagements von Staub-Bisang (2012) als die sinnvollste und effektivste Art des Engagements angesehen.⁸⁰⁷

5.3.5.2. Engagement im Rahmen der Hauptversammlung

Die jährlich stattfindende Hauptversammlung stellt traditionell den wichtigsten Kommunikationskanal zwischen dem Vorstand eines Unternehmens und seinen Aktionären dar.⁸⁰⁸ Diese Kommunikation beinhaltet unter anderem, dass die Führungskräfte den Aktionären die im vorangegangenen Jahr erbrachten Leistungen darlegen, die langfristige Strategie des Unternehmens erläutern und den Anteilseignern Rede und Antwort stehen.⁸⁰⁹ Anlegern stehen gemeinhin drei verschiedene Instrumente zur Auswahl, von denen sie im Rahmen der Hauptversammlung Gebrauch machen können: das Rederecht, das Recht zur Einreichung von Anträgen und Gegenanträgen sowie das Stimmrecht.

⁸⁰² Als „Dialog“ wird in der Literatur meist die, zusammen mit der Ausübung von Stimmrechten, einfachste Form des Engagements bezeichnet. Siehe dazu: Burgy (2013), S. 102, und Sparkes und Cowton (2004), S. 51.

⁸⁰³ Vgl. Burgy (2013), S. 103.

⁸⁰⁴ Vgl. McLaren (2002), S. 3f.

⁸⁰⁵ Vgl. PWC (2013), S. 2.

⁸⁰⁶ Vgl. Burgy (2013), S. 103.

⁸⁰⁷ Staub-Bisang (2012), S. 33.

⁸⁰⁸ Eine Hauptversammlung ist ein einmal jährlich einberufenes Treffen, bei dem die Aktionäre ihre Mitgliedschaftsrechte ausüben können. Die Zuständigkeiten der Hauptversammlung sind in § 119 Abs. 1 des AktG geregelt. Vgl. Woll (2008), S. 15.

⁸⁰⁹ Vgl. Tonello (2013), S. 1.

Das Deutsche Aktiengesetz besagt, dass „jedem Aktionär auf Verlangen (...) vom Vorstand Auskunft über Angelegenheiten der Gesellschaft zu geben ist“.⁸¹⁰ Demnach ist ein Aktionär berechtigt, auf der Hauptversammlung das Wort zu ergreifen. Dieses Rederecht stellt unabhängig von der Form⁸¹¹ und Anzahl der Aktien eines der wichtigsten deutschen Aktionärsrechte dar.⁸¹² Um uferlose Beiträge von (Klein-)Aktionären oder professionellen Berufsklägern einzudämmen besitzt der Leiter der Hauptversammlung seit dem Jahre 2010 jedoch die Möglichkeit, dieses Rederecht zeitlich angemessen zu begrenzen.⁸¹³ Neben der Nutzung des Rederechts bietet die Einreichung von Anträgen Aktionären die Möglichkeit, Einfluss auf die Hauptversammlung zu nehmen. Ein Antrag⁸¹⁴ ist ein von einem Aktionär eingereichter Vorschlag zur Änderung eines oder mehrerer Tagesordnungspunkte bei der kommenden Versammlung der Gesellschaft.⁸¹⁵ Diese Anträge bzw. Gegenanträge sind 14 Tage vor der Hauptversammlung einzubringen und müssen bei börsennotierten Gesellschaften in den meisten Fällen öffentlich zugänglich gemacht werden.⁸¹⁶

Verantwortliches Investieren bedeutet in den meisten Fällen allerdings ebenfalls, von den zur Verfügung stehenden Stimmrechten Gebrauch zu machen. Während die Ausübung des Rederechts und das Einreichen von Gegenanträgen auf die Beeinflussung von Aktionären und Führungskräften abzielen, hat die Ausübung des Stimmrechts dagegen konkretere Auswirkungen auf ein Unternehmen.⁸¹⁷ Zwar wird bei der Stimmrechtsausübung zugleich eine Medien-Wirkung erzeugt, die andere Stakeholder in ihrer Haltung dem Unternehmen gegenüber beeinflussen kann, dies ist jedoch nicht deren primäre Absicht.⁸¹⁸ Denn generell befähigen Stimmrechte den Aktionär, auf der jährlichen Hauptversammlung über maßgebliche Fragen der Unternehmensführung abzustimmen.⁸¹⁹ Über die Zusammensetzung und Entlastung des Aufsichtsrates wird dabei ebenso abgestimmt wie über die Gewinnverwendung und die Entlastung des Vorstands (siehe dazu Abb. 25).⁸²⁰

⁸¹⁰ § 131 AktG.

⁸¹¹ Aktien unterscheiden sich größtenteils durch die Gewährung unterschiedlicher Rechte. Hierbei sind die gängigsten Aktienformen die Stamm- und die Vorzugsaktie. Die Stammaktie ist die Grundform der Aktie und ist die am häufigsten in Deutschland gehandelte Form der Aktie. Die Vorzugsaktie stattet den Aktionär im Allgemeinen mit mehr Rechten, aber auch Pflichten als die Stammaktieninhaber aus (z.B. höherer Dividendenanspruch, mehr Stimmrechte). Vgl. Schuster und Uskova (2015), S. 40.

⁸¹² Vgl. FAZ (2014a), S. 1.

⁸¹³ Das Urteil des Bundesgerichtshofs aus dem Jahre 2010 besagt: „(...) dass die Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft eine Satzungsregelung beschließen kann, die den Versammlungsleiter umfassend ermächtigt, das Rede- und Fragerecht der Aktionäre in der Hauptversammlung zeitlich angemessen zu beschränken.“ Bundesgerichtshof (2010).

⁸¹⁴ Im Englischen als „Shareholder Proposal“ bezeichnet. Vgl. u.a. Thomas und Cotter (2007), S. 369.

⁸¹⁵ § 126 Abs. 1 AktG.

⁸¹⁶ Ausnahmen bestehen bei Gegenanträgen die bestimmte, unter § 126 Abs. 2 AktG aufgeführte Kriterien erfüllen.

⁸¹⁷ Vgl. Burgy (2013), S. 102f.

⁸¹⁸ Vgl. Eurosif Bellagio Forum (2006), S. 35.

⁸¹⁹ § 134 Abs. 1–4 AktG.

⁸²⁰ § 48 Abs. 1 GenG.

Die Instrumente des Mission Investing

Diese Macht zu nutzen, stellt nicht nur eine große Chance für die Anteilseigner dar, sondern wird angesichts immer neu aufgedeckter unternehmerischer Skandale in zunehmenden Maße als Pflicht der Eigentümer angesehen.⁸²¹

Rubriken, in denen Aktionäre Widerstand leisten

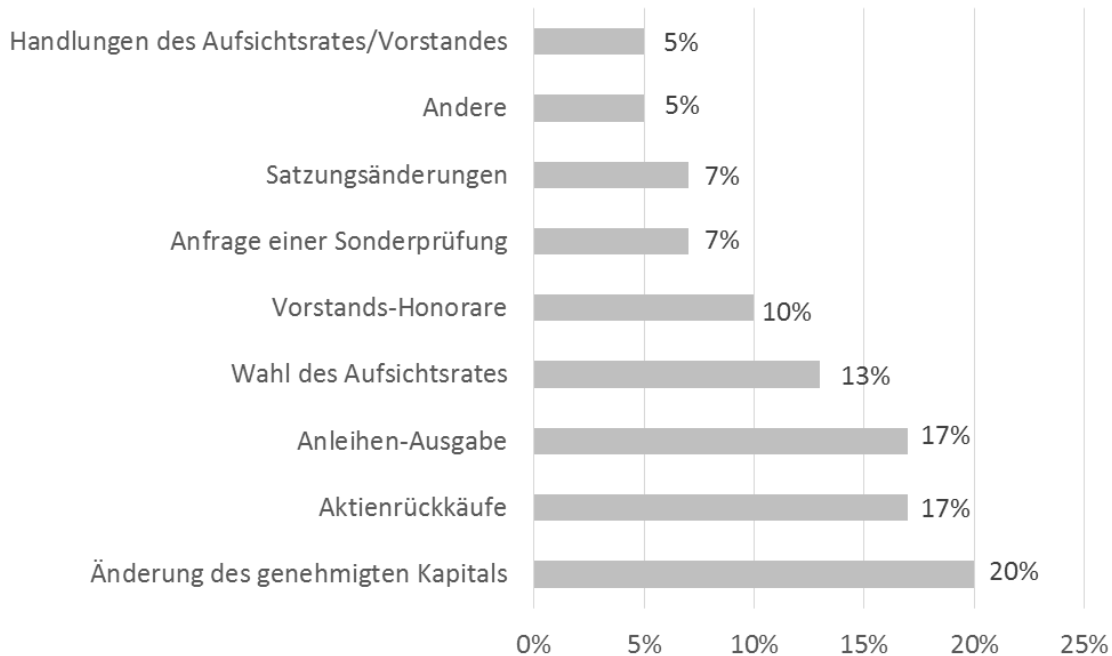


Abb. 25: Tagesordnungspunkte, die häufig auf Widerstand stoßen

Quelle: Eigene Darstellung nach Schäfer und Hertrich (2013), S. 33.

Dieser Pflicht kommen speziell institutionelle Investoren allerdings nur ungern nach. Denn die jährlichen Hauptversammlungen bieten vielen von ihnen eine ungenügende und zu selten stattfindende Plattform, um ihre Anliegen vorzubringen.⁸²² Stiftungen, die ihre Engagement-Aktivitäten nicht mit Bedacht planen und durchführen, laufen zunehmend Gefahr, viele ihrer Aktionärsrechte leichtfertig aufzugeben. Sie setzen hierdurch die Möglichkeit aufs Spiel, die Unternehmensführung auf soziale und ökologische Thematiken aufmerksam zu machen.⁸²³ Denn selbst wenn die von Stiftungen initiierten Engagement-Praktiken auf Hauptversammlungen nur selten zu messbaren Erfolgen führen, geht es in den meisten Fällen darum, die ideellen Vorstellungen der Stiftung auf die Tagesordnung zu bringen und auf diese Weise einen Dialog anzuregen.⁸²⁴

⁸²¹ Vgl. Eurosif Bellagio Forum (2006), S. 34.

⁸²² Vgl. Tonello (2013), S. 1.

⁸²³ Vgl. Rockefeller Philanthropy Advisors (2004), S. 9.

⁸²⁴ Vgl. Beatty (2007), S. 1.

5.3.5.3. Engagement in der Öffentlichkeit

Neben dem diskreten Unternehmensdialog und den unter Ausschluss der Öffentlichkeit ausgetragenen Engagement-Aktivitäten der Hauptversammlung stehen Aktionären Instrumente zur Verfügung, die die breite Öffentlichkeit betreffen. Diese Instrumente des Engagements zielen darauf ab, das betroffene Unternehmen medienwirksam in der Öffentlichkeit zu kritisieren, um auf diese Weise das Management unter Druck zu setzen.⁸²⁵

Indem Anteilseigner öffentlich Kritik an ihrem Unternehmen äußern, tragen sie den ansonsten in der Hauptversammlung stattfindenden Konflikt zwischen Aktionären und Managern „in die öffentliche Arena“.⁸²⁶ Die Unfähigkeit des Managements kann hierbei ebenso angeprangert werden wie die Vernachlässigung der Rechte der Aktionäre.⁸²⁷ Es sind aber vor allem gesellschaftliche und ethisch motivierte Themen wie die Honorare des Vorstandes, Korruptionsvorfälle oder Umweltsünden, die in der Öffentlichkeit effektiv zu Sprache gebracht werden können.⁸²⁸ Dieses Vorgehen wird in der Presse teilweise als „Politik der Bloßstellung“ beschrieben, während die sich damit auseinandersetzende Fachliteratur meist den englischen Begriff des „Public Targeting“ favorisiert.⁸²⁹ Ebenfalls öffentlich einsehbar ist das Engagement, wenn Aktionäre mit Regulierungsbehörden Kontakt aufnehmen, um diese als externe Sachverständige heranzuziehen. Der Kontakt zu politischen Einrichtungen wie Parlamenten kann sich im Hinblick auf deren öffentliche Rolle ebenfalls als sinnvolle Strategie herausstellen, um seinen Forderungen gegenüber dem Unternehmen den gewünschten Nachdruck zu verleihen.⁸³⁰

Falls keine der bisher beschriebenen Aktionen des Shareholder Engagements ausreicht, um das Management zum Handeln zu bewegen, haben Aktionäre die Möglichkeit, rechtliche Schritte gegen die Konzernführung einzuleiten.⁸³¹ Dies sollte jedoch sorgfältig überlegt sein und nur als letzte Möglichkeit in Betracht gezogen werden. Denn eine gerichtliche Klage birgt nicht nur finanzielle Risiken für den Kläger, sondern kann auch die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens negativ beeinflussen.⁸³² Es liegt nahe zu vermuten, dass ein juristischer Prozess die Reputation und den Aktienkurs eines Unternehmens negativ beeinflussen kann. Es fehlt jedoch an entsprechenden, sich mit dem deutschen Aktienmarkt

⁸²⁵ Vgl. Kamal (2009), S. 13.

⁸²⁶ Fieseler et al. (2008), S. 33.

⁸²⁷ Vgl. Burgy (2013), S. 103.

⁸²⁸ Vgl. Fieseler et al. (2008), S. 33.

⁸²⁹ Vgl. Schobinger (2003), S. 19.

⁸³⁰ Vgl. Burgy (2013), S.101ff.

⁸³¹ Ebd., S. 103.

⁸³² Vgl. Juschus (2007), S. 15.

befassenden empirischen Studien, die diese Hypothese belegen. Über die Auswirkungen einer solchen Klage kann somit nur spekuliert werden.⁸³³

5.3.5.4. Aktienverkauf als Engagement-Praktik

Wenn der Dialog und andere Engagement-Praktiken nicht den erwünschten Effekt erzielen, dann stellt das Abstoßen eines Aktientitels meist die letzte zweckmäßige Alternative für Investoren dar.⁸³⁴ Unzufriedene Aktionäre können sich somit, frei nach der *Wall Street Rule*, von ihren Anteilen trennen, indem sie diese veräußern.⁸³⁵ Einige Autoren bezeichnen diese *Exit*-Strategie nicht mehr als Teil des Shareholder Engagements, da der Verkauf und somit der Bruch mit einem Unternehmen wenig mit Engagement zu tun hat.⁸³⁶ Andere Autoren wiederum berufen sich auf die Tatsache, dass der Verkauf von Aktien unter Umständen dazu benutzt werden kann, die Unternehmensführung unter Druck zu setzen, und sehen den Aktienverkauf daher als Teil des Engagements an.⁸³⁷ Es ist hierbei festzuhalten, dass der Verkauf von Aktien jegliche weitere Einflussnahme von Seiten des Investors unmöglich macht, solange dieser nicht wieder Aktionär des betreffenden Unternehmens wird.⁸³⁸ Es ist zu vermuten, dass die meisten Anleger, die eine Aktie verkaufen, intendieren, ihre Beziehung mit dem Unternehmen zu beenden, und weniger Interesse daran haben, zukünftig Einfluss auf das Unternehmen zu nehmen. Nach dieser Logik liegt es nahe, den *Exit* nicht als Form des Shareholder Engagements anzusehen.⁸³⁹ Stiftungen, die beispielsweise größerer Aktienbeteiligungen aus Protest gegen unethisches Verhalten verkaufen, wollen hiermit aber etwas bewirken.⁸⁴⁰ Insoweit wird der Aktienverkauf in dieser Arbeit als letzte Form des Shareholder Engagements dargestellt (siehe Abb. 23).

5.3.6. Engagement – Folgen und Herausforderungen

Neben diesen Engagement-Praktiken sehen einige Quellen das Bilden von Allianzen als eigenständige Engagement-Praktik an.⁸⁴¹ Die Zusammenarbeit mit anderen Aktionären dient dazu, Kräfte von ähnlichen Interessenlagern zu bündeln, um auf diese Weise größtmöglichen Nutzen aus den Engagement-Aktivitäten zu ziehen. Insbesondere großen Unternehmen, bei denen einzelne Aktionäre nur begrenzte Einflussmöglichkeiten haben,

⁸³³ Ebd., S. 32.

⁸³⁴ Vgl. Bergius (2013), S. 9.

⁸³⁵ Vgl. Gillan und Starks (2007), S. 5.

⁸³⁶ Vgl. Burgy (2013), S. 104.

⁸³⁷ Für eine Studie über die Auswirkungen von Aktienverkäufen auf die Corporate Governance von Unternehmen siehe: Admati und Pfleiderer (2009), S. 2476f.

⁸³⁸ Wenn von allen Aktionärs-Praktiken ausgegangen wird, für die ein Investor auch Aktionär sein muss (beispielsweise die Teilnahme an der Hauptversammlung).

⁸³⁹ Vgl. Juschus (2007), S. 15f.

⁸⁴⁰ Vgl. Bergius (2013), S. 9, und Abschnitt 5.2.4.4.

⁸⁴¹ Vgl. Burgy (2013), S. 103f.

sehen sich mit dieser Form des Engagements konfrontiert.⁸⁴² Die Bildung von Allianzen als eigenständige Engagement-Praktik zu sehen, scheint jedoch irreführend. Vielmehr sollte die Zusammenarbeit von Aktionären als Arbeitsmethode, die bei alle Engagement-Instrumente zum Einsatz kommen können, betrachtet werden.

Ähnlich wie bei den bereits besprochenen Screening-Techniken stellt sich beim Shareholder Engagement die Frage, inwieweit dieses tatsächlich ermöglicht, das Verhalten von Unternehmen hin zum Positiven zu verändern. Die wissenschaftliche Literatur, die sich dem Thema widmet, beschäftigt sich dabei in den meisten Fällen mit den Anträgen auf Hauptversammlungen und der Frage, inwieweit diese Anträge das Wahlverhalten der Aktionäre beeinflussen (siehe Abb. 25). Daneben beschäftigen sich einige Publikationen mit dem Einfluss dieser Anträge auf den Aktienpreis des betroffenen Unternehmens.⁸⁴³ In welchem Ausmaß diese Anträge jedoch das Verhalten des Unternehmens beeinflussen, wird weniger oft untersucht.⁸⁴⁴

Dies liegt vor allem daran, dass sich der Erfolg von Shareholder-Engagement-Aktivitäten naturgemäß schlecht messen lässt. Wenn sich Anträge auf der Hauptversammlung gewisser Themen annehmen und diese Themen dann im Laufe des Geschäftsjahres von den Führungskräften angegangen werden, lässt sich der Zusammenhang dieser beiden Ereignisse – aufgrund mangelnder Transparenz – nur äußerst schwer nachweisen.⁸⁴⁵ Wenn im Laufe des Geschäftsjahres progressive soziale und ökologische Ergebnisse von der Unternehmensführung erzielt wurden, beansprucht diese Seite den Erfolg dieser Aktionen nicht selten für sich.⁸⁴⁶ Mangelnde Transparenz stellt somit in gleicher Weise ein Problem für jene Aktionäre dar, die über Erfolg oder Misserfolg ihres Engagements informiert sein wollen. Die Tatsache, dass der Großteil des Shareholder Engagements hinter verschlossenen Türen, im Rahmen privater Verhandlungen, stattfindet, macht eine Messung in vielen Fällen nahezu unmöglich.⁸⁴⁷ Diese Umstände sind teilweise dafür verantwortlich, dass die sich mit der Thematik befassende Literatur generell mit einigen methodischen und empirischen Schwierigkeiten zu kämpfen hat.⁸⁴⁸

Ein Blick auf die Literatur, die sich seit der Jahrtausendwende mit dem Thema theoretisch beschäftigt, offenbart eine große Uneinigkeit darüber, ob und inwieweit Shareholder Engagement ein effektives Instrument darstellt, um den Wandel in einem Unternehmen

⁸⁴² Vgl. McLaren (2002), S. 7.

⁸⁴³ Vgl. Thomas und Cotter (2007), S. 372.

⁸⁴⁴ Vgl. Sjöström (2008), S. 147.

⁸⁴⁵ Vgl. Gillan und Starks (1998), S. 19f.

⁸⁴⁶ Vgl. Purcell (1979), S. 30.

⁸⁴⁷ Vgl. Sparkes und Cowton (2004), S. 54.

⁸⁴⁸ Vgl. Schäfer (2012), S. 29.

voranzutreiben. Zwar sind einige Autoren optimistisch, dass Shareholder Engagement dazu beitragen kann, mehr Unternehmen zur Wahrnehmung ihrer sozialen und ökologischen Pflichten zu bewegen.⁸⁴⁹ Es hat aber den Anschein, dass der weit größere Teil der Autoren dem Thema skeptisch gegenübersteht.⁸⁵⁰ Shareholder Engagement wird zwar als Möglichkeit angesehen, die unternehmensinterne Debatte über CSR für ein breiteres Publikum zu öffnen; dieser Prozess wird jedoch mit nicht zu unterschätzenden Kosten in Verbindung gebracht und bindet auf diese Weise die Ressourcen der Engagement-willigen Aktionäre.⁸⁵¹ Hinzu kommt der Umstand, dass Engagement nur in den seltensten Fällen dazu in der Lage ist, ein Umdenken in einer gesamten Branche einzuläuten, und sich vielmehr mit moderaten unternehmensspezifischen Veränderungen zufriedengeben muss.⁸⁵² Diese theoretische Skepsis wird von Schäfer und Hertrich (2013) für den deutschen Markt mit Fakten untermauert. Die beiden Autoren bestätigen, dass Shareholder Engagement in Deutschland weiterhin ein relativ ineffektives Instrument darstellt, um als Aktionär seine Interessen wahrzunehmen. Obwohl die Autoren auf einzelne erfolgreich geführte Engagement-Aktionen bei im DAX notierten Unternehmen verweisen, verbleibt ihr Fazit für den von ihnen untersuchten Zeitraum weitgehend desillusionierend.⁸⁵³ Dessen ungeachtet sehen sie die Zukunft des Engagements in Deutschland aufgrund einer sich vorteilhaft entwickelnden Gesetzgebung und der verstärkten Repräsentanz von internationalen Investoren durchaus positiv.⁸⁵⁴

Neben diesen, sich mit der Messung und dem Einfluss von Engagement-Praktiken befassenden Aspekten, findet ein Argument immer wieder Verwendung, um potentielle Nutzer abzuschrecken: Engagement binde zu viele humane und finanzielle Ressourcen, als dass es zielführend zum Einsatz kommen könnte.⁸⁵⁵ Demnach sei es unmöglich, dieses Instrument breitenwirksam auf mehrere im Portfolio befindliche Unternehmungen anzuwenden.⁸⁵⁶ Insbesondere für deutsche Stiftungen, die im Gegensatz zu professionell geführten Anlagefonds in den allermeisten Fällen nur über ehrenamtliche Mitarbeiter verfügen, ist dies ein kritischer Punkt.⁸⁵⁷ Denn während Anlageentscheidungen (d. h. Screens) im Verlauf der jährlich stattfindenden Stiftungsratssitzungen getroffen und verhältnismäßig einfach umgesetzt werden können, benötigt die Umsetzung von

⁸⁴⁹ Vgl. Sparkes und Cowton (2004), S. 54f.

⁸⁵⁰ Vgl. u.a. Sjöström (2008), S. 147; Haigh und Hazelton (2004), S. 59.

⁸⁵¹ Vgl. O'Rourke (2003), S. 236.

⁸⁵² Vgl. Haigh und Hazelton (2004), S. 67f; O'Rourke (2003), S. 236f.

⁸⁵³ Der von der Studie untersuchte Zeitraum reicht von 2008 bis 2010. Vgl. Schäfer und Hertrich (2013), S. 33–38.

⁸⁵⁴ Ebd., S. 38.

⁸⁵⁵ Vgl. Lipman (2006), S. 2, und Schepers und Sethi (2003), S. 26.

⁸⁵⁶ Vgl. Staub-Bisang (2012), S. 33.

⁸⁵⁷ Vgl. Kowark (2008), S. 1.

Die Instrumente des Mission Investing

Engagement-Praktiken Ressourcen, die bei den meisten deutschen Stiftungen nur im begrenzten Maße vorhanden sind. Folglich liegt der Schluss nahe, dass direktes Engagement ohne Intermediäre allein kapitalstarken Stiftungen, die auf fest angestellte Mitarbeiter zurückgreifen können, als MI-Option überhaupt zur Verfügung steht. Neben dieser Hürde stellt auch die Anlage des Stiftungsvermögens an sich ein Problem dar. Stiftungen, die ihre Vermögensverwaltung externen Beratern oder Banken übertragen, verlieren die Macht, von ihren Stimmrechten direkt Gebrauch zu machen.⁸⁵⁸

Diese Ergebnisse lassen den Schluss zu, dass von einer kleinen Stiftung initiierte Engagement-Praktiken es schwer haben werden, sich das nötige Gehör zu verschaffen und daher wahrscheinlich nicht in direkten Einflussmöglichkeiten auf Unternehmen münden. Nichtsdestotrotz bilden Engagement-Praktiken eine wichtige ideelle Säule in einer am Zweck der Stiftung ausgerichteten Anlagestrategie. Denn die von einer Stiftung in ihrer Satzung festgelegten Werte erhalten durch die nach außen kommunizierten Engagement-Praktiken eine lebendige Hülle. Dessen ungeachtet scheint es beim Engagement Aufgrund einer großen Abhängigkeit vom eingesetzten Vermögen der Stiftung mehr als bei den anderen Instrumenten der Nachhaltigen Geldanlage ratsam, den Zusammenschluss mit anderen Stiftungen oder Interessensgemeinschaften, die dem eigenen Zweck nahestehen, zu suchen.

⁸⁵⁸ Vgl. Lipman (2006), S. 1.

5.4. Impact Investment im deutschen Stiftungssektor

5.4.1. Eine terminologische Einordnung

Unter Impact Investments werden all diejenigen Investments zusammengefasst, die neben einer finanziellen Rendite ex aequo eine positive gesellschaftliche Wirkung intendieren.⁸⁵⁹ Die Bandbreite an Impact-Investing-Ansätzen ist dabei so vielfältig wie die bestehenden sozialen und ökologischen Herausforderungen.⁸⁶⁰ Dies hat zur Folge, dass dieses Finanzinstrument ein breites Spektrum an Sektoren in den unterschiedlichsten geografischen Regionen dieser Erde mit den unterschiedlichsten Wirkungszielen abzudecken hat. Diese Anforderungen haben in den letzten Jahren zu einer Vielzahl an Finanzierungsinstrumenten geführt, die unter dem Sammelbegriff des Impact Investing geführt werden. Diese reichen von direkten Instrumenten wie der Vergabe von Wagniskapital, Krediten, Sparbriefen, Garantien und Darlehen bis zu indirekten Investments über soziale Venture Capital Fonds.⁸⁶¹

Während die meisten Stiftungen ihrem Stiftungszweck durch die Vergabe von Fördermitteln Rechnung tragen, nutzen einige Stifter alternative Formen der Finanzierung, um Unternehmungen mit sozialen oder ökologischen Leitmotiven mit Kapital zu versorgen.⁸⁶² Impact Investment bezeichnet eine solche alternative Form der Finanzierung. Diese Anlagen dienen primär dazu, den Zweck der Stiftung zu unterstützen, während sie überdies eine gewisse finanzielle Rendite anstreben.⁸⁶³ Ähnlich der Fördermittelvergabe helfen Impact Investments einer Stiftung dabei, ihre philanthropischen Ziele zu erreichen.⁸⁶⁴ Sie sorgen dafür, dass karitative Einrichtungen und Unternehmungen, die soziale und ökologische Probleme lösen, einfacher an benötigtes Kapital gelangen.⁸⁶⁵ Im Gegensatz zu der reinen Fördermittelvergabe befähigen Impact Investments Stiftungen allerdings dazu, ihr eingesetztes Kapital zu „recyclen“. Indem die Impact Investments beispielsweise als Darlehen strukturiert werden, ermöglicht dieses Finanzinstrument der Stiftung, ihr eingesetztes Kapital – mit einer moderaten, risikoadjustierten Rendite – wiederzuerlangen.⁸⁶⁶

⁸⁵⁹ Vgl. Weber & Scheck (2012), S. 8.

⁸⁶⁰ Vgl. O'Donohoe et al. (2010), S. 18.

⁸⁶¹ Vgl. Oehri et al. (2013), S. 38 und 41.

⁸⁶² Vgl. McGrath (2001), S. 1.

⁸⁶³ Für ein besseres Verständnis des Begriffs Impact Investing siehe: Höchststädter und Scheck (2014).

⁸⁶⁴ Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 15f.

⁸⁶⁵ Vgl. Benabentos et al. (2012), S. 3.

⁸⁶⁶ Vgl. The Rockefeller Foundation (2013), S. 1.

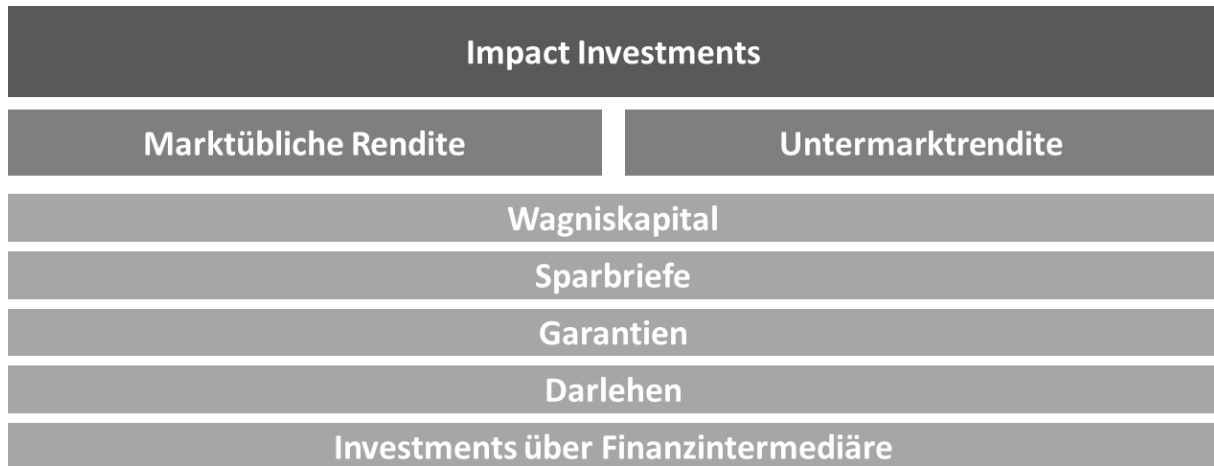


Abb. 26: Möglichkeiten des Impact Investments für Stiftungen

Quelle: Eigene Darstellung nach Cooch et al. (2007), S. 10, und BVDS (2013d), S. 25.

Auch wenn die Mehrzahl der von US-Stiftungen getätigten Impact Investments immer noch Darlehen sind, umfasst das Anlagespektrum von zweckbezogenen Investitionen eine Fülle von weiteren Finanzinstrumenten.⁸⁶⁷ Die Bandbreite reicht von Mikrokrediten über Garantien bis hin zur Start-up-Finanzierung von Sozialunternehmen und lässt sich generell einer der folgenden zwei Kategorien zuordnen (siehe Abb. 26):⁸⁶⁸

- Investitionen, die eine marktübliche Rendite anstreben oder zumindest den Kapitalerhalt sicherstellen;
- Investitionen, die eine Untermarktrendite intendieren.

Investitionen, die einen unter der üblichen Marktrendite liegende Erlös erwirtschaften, werden im Zusammenhang mit Stiftung nicht selten als sogenannte Program-Related-Investments (PRIs) bezeichnet.⁸⁶⁹ Einige Institutionen wie die Rockefeller Foundation interpretieren den Begriff PRI sehr breit und renditeunabhängig.⁸⁷⁰ Die meisten Stiftungen folgen jedoch der Maxime der F.B. Heron Foundation, die diese Anlageart unter Investitionen mit einer unterdurchschnittlichen Performance einordnet.⁸⁷¹ Die Bezeichnung PRI ist jedoch aus mehreren Gründen im deutschen Sprachgebrauch mit Vorsicht zu verwenden. Der Ursprung dieses Begriffs findet sich im Jahr 1969 in den Vereinigten Staaten. In diesem Jahr wurde der Internal Revenue Code, der neue gesetzliche Regelungen für Stiftungen auf den Weg brachte, verabschiedet.⁸⁷² Unter Paragraph 4944(a)(b) geht dieser Gesetzestext darauf ein, ob und inwieweit Stiftungen für Investitionsverhalten, welches die Ausübung ihrer

⁸⁶⁷ Vgl. Godeke und Bauer (2008), S. 61.

⁸⁶⁸ Vgl. Trillium Asset Management (2007), S. 8.

⁸⁶⁹ Vgl. Godeke und Bauer (2008), S. 61.

⁸⁷⁰ Vgl. The Rockefeller Foundation (2013), S. 1.

⁸⁷¹ Vgl. Swack et al. (2007), S. 9.

⁸⁷² Vgl. Chernoff (2005), S. 1.

steuerbefreiten Tätigkeit gefährden würde, durch zusätzliche Steuern zu bestrafen sind.⁸⁷³ Ein solches Verhalten liegt dann vor, wenn Investitionen, die einen Mangel an kaufmännischer Sorgfalt offenbaren, getätigt werden.⁸⁷⁴

Die Bundessteuerbehörde der Vereinigten Staaten (IRS)⁸⁷⁵ gestattet Stiftungen durch Paragraph 4944(c) des Internal Revenue Codes jedoch eine Ausnahme für Investitionen, die als PRIs strukturiert sind.⁸⁷⁶ Als PRIs definiert diese Behörde Investitionen, die zusätzlich folgende Eigenschaften besitzen:

- Der primäre Zweck ist die Verfolgung eines oder mehrere der steuerbefreiten Ziele der Stiftung.
- Die Ertragserwirtschaftung oder die Wertsteigerung der Anlage steht nicht im Vordergrund.
- Die Absicht, Einfluss auf legislative oder politische Akteure auszuüben, besteht nicht.

Erstere Regelung impliziert, dass nur Investitionen, die dem Stiftungszweck dienlich sind, als PRIs angesehen werden können. Investitionen, bei denen keine Verbindung zwischen dem Stiftungszweck und den wirtschaftlichen Interessen besteht, sind demnach nicht als PRIs einzustufen.⁸⁷⁷ Die zweite Voraussetzung bemisst, inwieweit eine Investition die primäre Absicht hat, eine Rendite zu erzielen, und lässt sich in der Regel daran bemessen, ob die Wertanlage für rein renditeausgerichtete Investoren von Interesse ist. Diese Herangehensweise birgt aber die Gefahr, dass eine Investition, die zufällig eine gute Rendite erzielt, nicht als PRI eingestuft wird. In einer solchen Situation bedarf es der Analyse, ob die Investition denn den Stiftungszweck vorantreibt. Das letzte Merkmal wägt ab, inwieweit die Intention besteht, durch PRIs Lobbyaktivitäten zu verfolgen.⁸⁷⁸ Diese drei zur Definition von PRIs herangezogenen Faktoren sind demnach gemeinsam zu verwenden, um sicherzustellen, ob die Investition einer amerikanischen Stiftung als PRI bezeichnet werden kann.

Um der Fülle von amerikanischen Publikationen mit ihren vagen Definitionen von PRIs entgegenzuwirken, treten Kramer und Cooch (2007) dafür ein, den Begriff PRI nur für Investitionen zu benutzen, die wirklich die von der IRS geforderten Kriterien erfüllen. Der Gebrauch von PRI als Begriff in der deutschen Stiftungslandschaft erscheint jedoch aufgrund

⁸⁷³ Vgl. Cornell University Law School (2013), S. 1.

⁸⁷⁴ 26 U.S. Code § 4944(a)(b). Vgl. Chernoff (2005), S. 1.

⁸⁷⁵ Die Bundessteuerbehörde der Vereinigten Staaten ist der Internal Revenue Service (IRS).

⁸⁷⁶ Vgl. IRS (2014a), S. 1.

⁸⁷⁷ Vgl. Chernoff (2005), S. 2.

⁸⁷⁸ Vgl. IRS (2014a), S. 1.

seiner Bindung an US-amerikanische Gesetze nicht zielführend zu sein.⁸⁷⁹ Im deutschen Sprachgebrauch werden neben dem präferierten Begriff des Impact Investments vor allem die Begriffe proaktives-, zweckförderndes-, oder wirkungsorientiertes Investieren verwendet, um diese Art der satzungszweckorientierten Geldanlage⁸⁸⁰ zu beschreiben.⁸⁸¹

5.4.2. Impact Investing – Motivation und Szenarien

Amerikanische Stiftungen sind vom Gesetzgeber dazu verpflichtet, jährlich fünf Prozent ihres gesamten Stiftungsvermögens dem Stiftungszweck zukommen zu lassen.⁸⁸² Diesen fünf Prozent können, neben den vergebenen Fördermitteln und den administrativen Ausgaben einer Stiftung, die von der Stiftung getätigten PRIs zugerechnet werden.⁸⁸³ Laut einer Studie des Geldinstitutes JP Morgan nehmen vor allem große amerikanische Stiftungen diese Art der Nutzung der Fördermittel in Anspruch.⁸⁸⁴ Sie nutzen demzufolge nicht nur das Grundstockvermögen zu satzungszweckorientierten Investments, sondern auch die Möglichkeit, diese Anlagen mit für Förderzwecke vorgesehenen Mitteln zu finanzieren.⁸⁸⁵

Neben steuerlichen Vorteilen bringt diese Art des Investments vor allem ökonomische Vorzüge mit sich.⁸⁸⁶ Von amerikanischen Stiftungen vergebene Fördermittel sind die Mittel, die zur unmittelbaren Zweckverwirklichung der Stiftung eingesetzt werden. Wenn diese Fördermittel als Spende beispielsweise an einen gemeinnützigen Verein fließen, haben sie per definitionem eine finanzielle Rendite von minus 100 Prozent. PRIs haben demgegenüber eine finanzielle Performance, die zwar nur vereinzelt jene der konventionellen Finanzmarktinstrumente erreicht, jedoch in den seltensten Fällen minus 100 Prozent ausmacht.⁸⁸⁷ Hierdurch ergeben sich für Stiftungen attraktive Möglichkeiten, ihr Stiftungskapital zu vermehren, während sie gleichzeitig ihrem karitativen Zweck nachkommen.

Cooch und Kramer (2007) veranschaulichen diesen Prozess, indem sie zwei hypothetische Strategien für ein Stiftungsportfolio vorstellen. In der ersten Strategie schüttet eine Stiftung jährlich 5 Prozent ihres Stiftungskapitals an Fördermitteln aus und investiert keine

⁸⁷⁹ Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 17.

⁸⁸⁰ Vgl. Bischoff und Wiener (2013), S. 4.

⁸⁸¹ Vgl. BVDS (2013d), S. 24.

⁸⁸² Vgl. Deep und Frumkin (2001), S. 2f.

⁸⁸³ Sofern diese PRIs den Regularien der IRS entsprechen. Vgl. IRS (2014a), S. 1f.

⁸⁸⁴ Dieser Bericht schätzt, dass der Wert von Impact Investments auf 400 Mrd. US Dollar im Jahre 2020 ansteigen wird, und appelliert an die Finanzmärkte, dafür geeignete Investment-Vehikel zu schaffen. Vgl. O'Donohoe et al. (2010), S. 15.

⁸⁸⁵ Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 16.

⁸⁸⁶ Vgl. Benabentos et al. (2012), S. 12f.

⁸⁸⁷ Eine Studie, die 653 Darlehen, die von Stiftungen an soziale Projekte vergeben wurden, untersuchte, kommt zu dem Ergebnis, dass 85 % dieser Darlehen komplett zurückgezahlt wurden. Vgl. Cooch et al. (2007), S. 24.

Die Instrumente des Mission Investing

Fördermittel in PRIs. Das Grundstockvermögen der Stiftung erzielt eine jährliche Rendite von 8 Prozent.⁸⁸⁸ Hieraus ergibt sich folgende Formel für die Rendite dieses Portfolios:

$$(0,95 * 8 \%) + (0,05 * -100\%) = 2,6 \%$$

Wenn diese Stiftung nun ein Prozent ihres Fördervolumens in PRIs, die eine jährliche Rendite von 2 Prozent erzielen, investiert und ihre reine Fördertätigkeit ohne Rückzahlungsverpflichtung auf 4 Prozent zurückfährt, ergibt sich folgendes Szenario:

$$(0,95 * 8 \%) + (0,04 * -100 \%) + (0,01 * 2 \%) = 3,6002\%$$

Wenn anhand dieser beiden Szenarien 100 Millionen Euro über einen Zeitraum von 20 Jahren angelegt werden, ergibt sich am Ende des zwanzigsten Jahres ein Bild, welches die Befürworter von PRIs in ihrer Überzeugung bestärken sollte. Das konventionelle Portfolio kann nominal auf 167 Mio. Euro anwachsen, während das PRI-Portfolio sich innerhalb der 20 Jahre mehr als verdoppelt und einen Nominalwert von 203 Mio. Euro erreicht (siehe Abb. 27). Hierbei ist zu beachten, dass der Anteil der konventionellen Investments in beiden Portfolios in gleichem Maße wächst und dass die von PRIs erwirtschafteten Erträge wieder in PRIs angelegt werden.

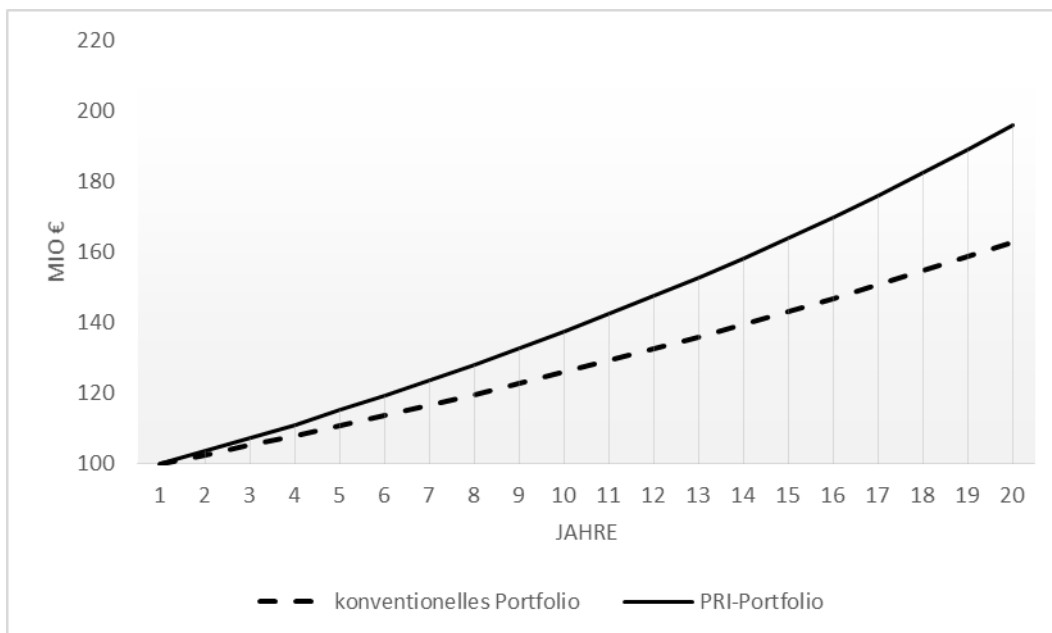


Abb. 27: Das Nominalwachstum eines konventionellen und PRI-Portfolios im Vergleich

Quelle: Eigene Darstellung

Die Autoren konkludieren, dass das PRI-Portfolio im zwanzigsten Jahr über 16 Prozent seines Kapitals der Erfüllung des Stiftungszwecks zukommen lassen kann, während das

⁸⁸⁸ Ebd., S. 9.

konventionelle Portfolio bei den 5 Prozent an ausgeschütteten Fördermitteln bleibt. Von diesem hypothetischen Szenario, welches in dieser Form juristisch nur in den USA zulässig ist, lässt sich das ökonomische Potenzial der von Stiftungen getätigten Impact Investments ableiten. Im Vergleich zur reinen Fördermittelvergabe ermöglichen diese, dass Kapital an die Stiftung zurückfließt. Mit der Zeit – wie an dem Beispiel veranschaulicht – kann dieses zu einem deutlich erhöhten Grundstockvermögen führen.⁸⁸⁹

Der Mechanismus von Impact Investments führt bei Stiftungen, neben ökonomischen Vorteilen, außerdem zu einer sich wandelnden Beziehung zu ihren Fördergeldbeziehern. Die einmalige Fördergeldvergabe wird abgelöst von einer auf mehrere Jahre ausgerichteten komplexeren Verbindung der beiden Parteien. Investments sorgen im Gegensatz zu Spenden zusätzlich dafür, dass die Stiftung ein laufendes Interesse daran hat, über den Zustand des jeweiligen Projekts unterrichtet zu werden, um bei Schwierigkeiten und anderen Rückschlägen den Empfänger beraten zu können.⁸⁹⁰

Neben den Vorzügen für Stiftungen bieten Impact Investments ihren Empfängern ebenfalls einige Vorteile. Sie ermöglichen den Destinatären, humane und finanzielle Kapazitäten aufzubauen, die durch Spenden allein nur selten entstehen würden. Erstens ermöglichen Impact Investments, den Bedarf an Finanzmitteln effektiver zu stillen als es mit Spenden allein möglich wäre.⁸⁹¹ Zweitens erfordert beispielsweise ein Darlehen, welches an eine Stiftung zurückgezahlt werden muss, in den meisten Fällen andere Qualitäten, als es das Verwalten einer reinen Spende bedarf. Die gemeinnützigen Empfänger entwickeln durch Transaktionen dieser Art finanzielles Knowhow, eine gewisse geschäftliche Disziplin und eine veränderte Geisteshaltung.⁸⁹² Geld wird nicht mehr kurzfristig Projekten zugeordnet, sondern muss überdies auf längere Sicht verwaltet werden.

Der Aufbau von finanziellen und personellen Fähigkeiten ist nicht der einzige positive Aspekt, den Impact Investments für ihre Empfänger bereithalten können. Impact Investments können gemeinnützigen Körperschaften dabei helfen, eine individuelle finanzielle Referenzliste,⁸⁹³ die alle bisher durchgeführten Anlagen aufführt, aufzubauen.⁸⁹⁴ Mit einer gewissen Anzahl an solchen erfolgreich abgewickelten Investments steigt die Wahrscheinlichkeit, dass sich ein Projekt für neue potentielle Investoren empfiehlt.⁸⁹⁵ Anfangs können dies andere sozial

⁸⁸⁹ Vgl. Fritz (2012), S. 26.

⁸⁹⁰ Vgl. Ford Foundation (1991), S. 55f.

⁸⁹¹ Vgl. Ford Foundation Program Staff (2013), S. 1.

⁸⁹² Vgl. Letts et al. (1997), S. 6.

⁸⁹³ Neudeutsch als „Track-Record“ bezeichnet.

⁸⁹⁴ Vgl. Knight Foundation (2013), S. 1.

⁸⁹⁵ Vgl. Ford Foundation (1991), S. 56.

motivierte Investoren,⁸⁹⁶ im Laufe der Zeit aber zusehends konventionelle Anleger sein. Stiftungen können demzufolge mithilfe von Impact Investments theoretisch ohne größere Probleme als Risikokapitalgeber auftreten und auf diese Weise innovative Initiativen in ihrer Anfangsphase unterstützen.⁸⁹⁷

Im Großen und Ganzen haben Impact Investments nicht nur für Stiftungen Vorteile, sondern auch für all jene sozialen Einrichtungen, die sich mehr finanzielle Unabhängigkeit, zusätzliches Knowhow und eine längerfristige Planungssicherheit wünschen.⁸⁹⁸ Diese Professionalisierung und Leistungssteigerung der Destinatäre kann dem gesamten sozialen Sektor zugutekommen und somit den Einfallsreichtum, mit dem an zukünftige soziale Probleme herangegangen wird, fördern.⁸⁹⁹

Diesen theoretischen Vorteilen von Impact Investing stehen einige aus der Praxis abgeleitete Schwachpunkte gegenüber. Impact Investments, die darauf abzielen, die grundlegenden Bedürfnisse von Armen zu befriedigen, müssen sich beispielsweise die Kritik gefallen lassen, dass sie nicht in der Lage sind, neben der sozialen Mehrwertgenerierung einen finanziellen Mehrwert für den Investor zu schaffen.⁹⁰⁰ Darüber hinaus wird auch die Dauer, die bis zur erfolgreichen Rückführung des Kapitals an den Investor vergeht, als Hindernis von Impact Investments betrachtet.⁹⁰¹ Ein Bericht der Social Enterprise Initiative an der Harvard Business School bestätigt diese Eindrücke. Laut dieser Studie nehmen die meisten Impact Investing Fonds finanzielle Einbußen in Kauf, um Sozialunternehmen in ihrem langwierigen Aufbauprozess ordnungsgemäß unterstützen zu können.⁹⁰² Diese kritischen Stimmen sind aber insofern mit Vorsicht zu genießen, als dass sie sich auf den schon sehr viel weiter entwickelten amerikanischen Impact Investing Markt beziehen.⁹⁰³

5.4.3. Ansätze und Prozesse des Impact Investing

Generell können Impact Investments nur erfolgreich sein, wenn das vom Kapitalgeber eingesetzte Kapital wieder an diesen zurückfließt. Diese *gewinnabhängige* Form der Impact Investments bezeichnet das bis hierhin beschriebene Finanzinstrument. In den letzten

⁸⁹⁶ Im Unterschied zu konventionellen Investoren sind Social Impact Investoren speziell auf Unternehmungen, die einen sozialen oder ökologischen Zweck verfolgen, spezialisiert. Sie bieten diesen Unternehmen nicht selten Anschubfinanzierungen über zinslose oder verzinsten Darlehen, Spenden oder Eigenkapitalbeteiligungen an.

⁸⁹⁷ Vgl. Adloff (2004), S. 274.

⁸⁹⁸ Vgl. Ford Foundation Program Staff (2013), S. 1.

⁸⁹⁹ Vgl. Achleitner et al. (2009), S. 31.

⁹⁰⁰ Als Beispiel hierfür kann die von Bill Gates und Mark Zuckerberg unterstützte Bildungsorganisation Bridge International Academies genannt werden. Dieses bei Investoren begehrte Sozialunternehmen bietet eine schulische Ausbildung für Kinder in Kenia an. Trotz bedeutender sozialer Erfolge lässt der finanzielle Erfolg immer noch auf sich warten. Stevis und Clark (2015), S. 1.

⁹⁰¹ Vgl. Starr (2012), S. 1.

⁹⁰² Vgl. Chan et al. (2010), S. 22–25.

⁹⁰³ Mehr zu den allgemeinen Problemen des deutschen Impact Investing und SRI Marktes in Kapitel 7.

Jahren trat zu diesem – ausgehend von einem Projekt zur Rehabilitation britischer Gefangener⁹⁰⁴ – ein *erfolgsabhängiges* Finanzierungsinstrumente hinzu: der sogenannte Social Impact Bond, dessen Erfolg von der erzielten sozialen Wirkung ausgeht.⁹⁰⁵ Die Rendite, beispielsweise in Form einer Dividende, fließt im Falle dieses Anlageinstruments nicht von der gemeinnützigen Organisation an den Investor zurück, sondern wird vom Staat, der Einsparungen durch das Projekt erwartet, übernommen (siehe Abb. 28). Bei dem britischen Gefangenen-Projekt wurde der Staat beispielsweise nur zur Zahlung verpflichtet, solange das Rehabilitationsprojekt eine Reduktion der Rückfallquote von über 7,5 Prozent erzielte.⁹⁰⁶ War dies der Fall, kam der Staat, der sich hierdurch die Kosten für eine erneute Inhaftierung der Rückfälligen ersparte, für die fälligen Zahlungen an die Investoren auf. In ähnlicher Weise funktionieren Development Impact Bonds, die ein Entwicklungsprojekt durch private Geldgeber vorfinanzieren und im Erfolgsfall des Projekts ihr Geld von Spendern oder lokalen Regierungsstellen zurückerhalten.⁹⁰⁷ In Deutschland befinden sich diese *erfolgsabhängigen* Impact-Investing-Instrumente jedoch noch in der Pilotphase.⁹⁰⁸ In Amerika werden diese von der amerikanischen Regierung als „Pay-for-success“ bezeichneten Initiativen bereits gezielter gefördert. Im Jahr 2015 betrug diese budgetierte Förderung, die lokale Regierungsstellen dazu animieren soll, *evidenzbasierte* Programme zu unterstützen, bereits 300 Millionen Dollar. Die US-Regierung erhofft sich durch diese Förderung von Jugendgerichtbarkeits- und Obdachlosen-Aktivitäten eine langfristige Entlastung des US-Bundeshaushalts.⁹⁰⁹

⁹⁰⁴ Vgl. Walker (2010), S. 1.

⁹⁰⁵ Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 11.

⁹⁰⁶ Vgl. Warrell (2010), S. 1.

⁹⁰⁷ Vgl. Center for Global Development & Social Finance (2013), S. 6.

⁹⁰⁸ Siehe dazu: Abschnitt 5.4.4.2 Stichwort: Juvat.

⁹⁰⁹ Vgl. The White House (2015), S. 126.

Die Instrumente des Mission Investing

„Gewinnabhängige“ Finanzierungsinstrumente



„Erfolgsabhängige“ Finanzierungsinstrumente

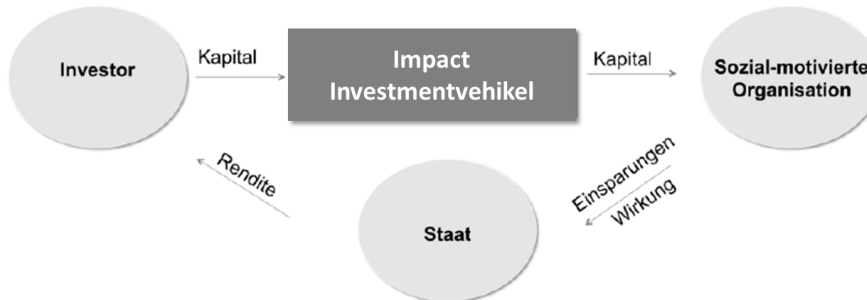


Abb. 28: Gewinnabhängige vs. erfolgsabhängige Finanzierungsinstrumente

Quelle: Weber und Scheck (2012), S. 11 [sic!].

5.4.4. Impact Investing für deutsche Stiftungen

Es ist keine große Überraschung, dass insbesondere Stiftungen die Anlageklasse des Impact Investing für sich entdeckt haben.⁹¹⁰ Denn Stiftungen, die neben ihrem gemeinnützigen Auftrag ein Vermögen zu verwalten haben, gelten gemeinhin als ideale Investoren für die Idee des Impact Investings.⁹¹¹ Einerseits haben sie durch ihre Fördertätigkeit Erfahrung darin, Projekte mit einem möglichst hohen Wirkungsgrad auszuwählen, andererseits verfügen sie über die notwendigen Finanzmittel, um langfristig und ohne kurzfristige Renditeerwartungen Projekte unterstützen zu können.⁹¹²

Stiftungen in Deutschland sind dazu verpflichtet, die von ihnen erwirtschafteten Erträge gänzlich – mit Ausnahme des Anteils, der der freien Rücklage zugeführt werden darf – zur Fördermittelvergabe zu nutzen.⁹¹³ Anders als ihre US-amerikanischen Pendanten besitzen deutsche Stiftungen bisher nicht die Möglichkeit sich Impact Investments als Teil dieser Fördermittel anrechnen zu lassen.⁹¹⁴ Diese Regelung hat zur Folge, dass Stiftungen hierzulande Impact Investments mit einer gewissen Rückzahlungsverpflichtung nur aus dem Grundstockvermögen der Stiftung vornehmen können.⁹¹⁵ Die Verwaltung des Grundstockvermögens ist jedoch, durch Regelungen in den Landesstiftungsgesetzen, daran

⁹¹⁰ Vgl. Godeke und Bauer (2008), S. 4.

⁹¹¹ Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 15.

⁹¹² Ebd., S. 15f.

⁹¹³ Vgl. Abschnitt 4.3.1.

⁹¹⁴ Wie es bei US-amerikanischen PRIs der Fall ist. Vgl. 26 U.S. Code § 4944(a)(b)(c).

⁹¹⁵ Vgl. Scheuerle et al. (2013), S. 80.

gebunden, mindestens einen nominalen Werterhalt sicherzustellen.⁹¹⁶ Impact Investments, die für deutsche Stiftungen als Anlageobjekt in Frage kommen wollen, sollten sich bemühen, eine marktübliche Rendite zu erzielen. Denn nur in diesem Fall können Stiftungen, die sich bei der Verwaltung des Grundstockvermögens an ihre treuhänderischen Pflichten zu halten haben, in diese investieren.⁹¹⁷

Bisher halten sich Stiftungen mit diesen Investments zurück. Sie ziehen es vielmehr vor, beispielsweise Sozialunternehmer⁹¹⁸ im Rahmen ihrer konventionellen Fördermittelvergabe zu unterstützen.⁹¹⁹ Diese Förderung ohne Rückzahlungsverpflichtungen bietet, solange das geförderte Sozialunternehmen über einen gemeinnützigen Status verfügt, jene Rechtssicherheit, die Impact Investments in Deutschland fehlt.⁹²⁰ Die Förderung fließt in diesem Fall als Spende an den Sozialunternehmer, der der Stiftung aufgrund seines gemeinnützigen Status eine Spendenbescheinigung ausstellen kann. Dieser gemeinnützige Status der Sozialunternehmer verhindert jedoch zunächst auch, dass dieser Gewinne an seine Investoren ausschütten kann. Denn jegliche gemeinnützige Körperschaft ist der Selbstlosigkeit verpflichtet und darf keine Gewinnanteile oder sonstige Zuwendungen an ihre Mitglieder oder Gesellschafter auszahlen.⁹²¹ Erwirtschaftete Erträge können somit nicht an am Unternehmen beteiligte Impact-Investoren ausgezahlt werden, sondern müssen in das gemeinnützige Unternehmen zurückfließen.⁹²² Es hat somit zunächst den Anschein, dass die Neigung von Stiftungen, größtenteils Unternehmungen mit gemeinnützigem Status mit Spenden zu unterstützen, dazu führt, dass jene Impact-Investment-Vehikel, die auf eine Gewinnbeteiligung abzielen, nicht genutzt werden können.

5.4.4.1. Impact Investments als Wagniskapital

Der Trend bei Sozialunternehmern in Deutschland geht von der reinen gemeinnützigen Körperschaft hin zu Hybridkonstruktionen.⁹²³ Diese Hybridkonstruktionen bestehen beispielsweise aus einer Doppelstruktur aus einem eingetragenen Verein und einer

⁹¹⁶ Vgl. Abschnitt 4.3.1.

⁹¹⁷ Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 17.

⁹¹⁸ Als Sozialunternehmen werden Unternehmen bezeichnet, die als vorrangiges Ziel ein soziales oder ökologisches Problem nachhaltig lösen wollen. Vgl. Spiess-Knafl (2012), S. 1.

⁹¹⁹ Hierbei sind u.a. die Robert Bosch Stiftung, die Vodafone Stiftung und die Siemens Stiftung zu nennen. Vgl. Scheuerle et al. (2013), S. 52, und Fußnote 958.

⁹²⁰ Wenn das Sozialunternehmen als gemeinnützig anerkannt ist (wie beispielsweise als gGmbH oder gUG), ist die Auszahlung einer Rendite in den meisten Fällen nicht möglich, da alle Erträge in das Unternehmen zurückfließen müssen. Vgl. Scheuerle et al. (2013), S. 77; Doerner (2012), S. 1.

⁹²¹ § 55 Abs. 1 Nr. 1 Satz 2 AO.

⁹²² Wenn Stiftungen ihr Vermögen aber real erhalten wollen, scheint diese Wertanlage wenig wettbewerbsfähig zu sein.

⁹²³ Vgl. Doerner (2012), S. 1.

Unternehmergesellschaft (gUG).⁹²⁴ Hierbei werden die Aufgaben innerhalb einer organisatorischen Einheit je nach Bedarf zwischen der gemeinnützigen und der gewerblichen Rechtsform aufgeteilt.⁹²⁵ Die Organisation nutzt die Vorteile verschiedener Rechtsformen und es entsteht ein Gebilde aus mehreren organisatorischen Komponenten: ein „Hybrid“. Diese Entwicklung ist aus Sicht von Stiftungen, die sich dem proaktiven Investieren zuwenden, erfreulich. Denn grundsätzlich ist es für gemeinnützige Stiftungen möglich, sich an solch steuerpflichtigen Kapitalgesellschaften zu beteiligen. Im Gegensatz zu Beteiligungen an gemeinnützigen Körperschaften, die der Stiftung zur Zweckverwirklichung dienen, tragen Beteiligungen an steuerpflichtigen Gesellschaften dazu bei, Mittel für die Fördertätigkeit der Stiftung zu beschaffen.⁹²⁶

Generell können mehrere Arten der Beteiligungen an steuerpflichtigen Unternehmen identifiziert werden. Schlüter (2005) unterscheidet im stiftungsrelevanten Kontext vier Arten der Unternehmensbeteiligungen:⁹²⁷

- Beteiligungen, die mittelbar bei der Erreichung der satzungsmäßigen Ziele helfen, werden als „Zweckverwirklichungsbetriebe“ bezeichnet.⁹²⁸ Der Zweck der Stiftung und der Unternehmensgegenstand sind hierbei identisch.⁹²⁹
- Beteiligungen, die der reinen Vermögensverwaltung dienen und nicht mit dem Stiftungszweck korrespondieren.
- Unternehmensbeteiligungen, die als wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb einzuordnen sind.
- Beteiligungen, die als Zweckbetrieb deklariert werden können.

Von diesen vier Arten sind im Hinblick auf die ideelle Zielsetzung von MI jedoch nur die Zweckverwirklichungsbetriebe und die als Zweckbetrieb deklarierten wirtschaftlichen Geschäftsbetriebe von Interesse.⁹³⁰ Denn es sind diejenigen Unternehmensbeteiligungen, bei denen sich der Unternehmenszweck und der Stiftungszweck ähneln, die für die Impact-

⁹²⁴ Seit dem Inkrafttreten des Gesetzes zur Modernisierung des GmbH-Rechts im Jahr 2008 kann eine sogenannte „Mini-GmbH“, die als „Unternehmergesellschaft (haftungsbeschränkt)“ oder „UG (haftungsbeschränkt)“ bezeichnet wird, gegründet werden. Diese Sonderform der GmbH ist mit einem Stammkapital von 1 Euro ausgestattet und kann, wie auch eine GmbH, den gemeinnützigen Status erhalten. Vgl. Hoelscher et al. (2010), S. 28f.

⁹²⁵ Vgl. Schwengsbier (2014), S. 56.

⁹²⁶ Eine Eigenkapitalbeteiligung an einer gemeinnützigen Körperschaft bringt, aufgrund des bestehenden Verbots, den Gewinn dieser gemeinnützigen Körperschaft auszuschütten, beispielsweise der Stiftung keine zusätzlichen Mittel ein. Vgl. Schauhoff (2010), § 6 Rn. 67.

⁹²⁷ Vgl. Schlüter (2005), S. 320f.

⁹²⁸ Vgl. Schlüter (2005), S. 316.

⁹²⁹ Im Sinne der §§ 51 ff. AO.

⁹³⁰ Zur Unterscheidung eines wirtschaftlichen Geschäftsbetriebes und einem Zweckbetrieb siehe Abschnitt 4.3.2.1.

Investing-Strategie einer Stiftung in Frage kommen.⁹³¹ Beteiligungen an diesen Körperschaften können somit dazu beitragen, den Grad der Zweckverwirklichung einer Stiftung zu erhöhen.⁹³²

Grundsätzlich sind diese Beteiligungen einer gemeinnützigen Stiftung an steuerpflichtigen Kapitalgesellschaften der Vermögensverwaltung zuzuordnen.⁹³³ Auf die Höhe der Beteiligung kommt es hierbei nicht an.⁹³⁴ Einzig entscheidend ist, dass es sich bei der Kapitalgesellschaft nicht um eine Körperschaft im Rahmen einer sogenannten Betriebsaufspaltung handelt.⁹³⁵ Eine Betriebsaufspaltung liegt vor, wenn eine gemeinnützige Körperschaft als Mehrheitsgesellschafter einer Kapitalgesellschaft dieser Kapitalgesellschaft wesentliche Betriebsgrundlagen zur Nutzung bereitstellt.⁹³⁶ Ist dies der Fall, dann kann die Mehrheitsbeteiligung an dieser steuerpflichtigen Körperschaft nicht der steuerfreien Vermögensverwaltung zugeordnet werden, sondern wird als steuerpflichtiger wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb angesehen.⁹³⁷ Ähnlich wird nach der Rechtsprechung des Bundesfinanzhofs mit Vermögensverwaltungen verfahren, die entscheidenden Einfluss auf die Geschäftsführung der Kapitalgesellschaft nehmen.⁹³⁸ Eine solche Einflussnahme kann bereits von dem Bestehen einer Personalunion⁹³⁹ zwischen den Gremien der Stiftung und der Geschäftsführung der Beteiligungsgesellschaft abgeleitet werden.⁹⁴⁰ Nehmen die Gremienmitglieder der Stiftung jedoch nur die ihnen zustehenden Gesellschafterrechte auf Ebene der Tochtergesellschaft wahr, kann dieses Engagement allein nicht zu einem wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb führen.⁹⁴¹

Zusätzlich dazu besteht grundsätzlich bei der bloßen Beteiligung von Stiftungen an einer gewerblichen Personengesellschaft ein steuerpflichtiger wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb.⁹⁴² Diese Regelungen sollen die Wettbewerbsneutralität erhalten und führen dazu, dass Gewinne aus gewerblich tätigen Personengesellschaften besteuert werden müssen, bevor sie an die ansonsten steuerbefreiten Körperschaften weitergegeben werden.⁹⁴³ Wenn diese

⁹³¹ Stiftungszweck im Sinne von § 51ff AO.

⁹³² Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 11.

⁹³³ § 14 Satz 3 AO.

⁹³⁴ Vgl. Sauer und Schwarz (2012), S. 167.

⁹³⁵ Vgl. AEAO zu § 64 Abs. 1 Nr. 3 S. 5 AO.

⁹³⁶ Dies betrifft Wirtschaftsgüter, die der Kapitalgesellschaft als Betriebsgrundlage dienen. Beispielsweise verpachtet eine Stiftung ein Betriebsgrundstück an eine Kapitalgesellschaft, an der sie die Aktienmehrheit hält. Vgl. Hof (2014), § 11a Rn. 66f.

⁹³⁷ Vgl. Schauhoff (2010), § 6 Rn. 68.

⁹³⁸ Vgl. Bundesfinanzhof (1971), Urteil vom 30.06.1971, Az.: I R 57/70, Tatbestand Nr. 4.

⁹³⁹ Eine Personalunion beschreibt die Besetzung mehrere Ämter und Funktionen mit ein und demselben Handlungsträger. Vgl. Schubert und Klein (2006), S. 227.

⁹⁴⁰ Vgl. Schauhoff (2010), § 6 Rn. 68f.

⁹⁴¹ Vgl. Sauer und Schwarz (2012), S. 167.

⁹⁴² Vgl. Wigand et al. (2011), § 5 Rn. 39.

⁹⁴³ Vgl. Manteuffel (2011), Kommentar zum BFH-Urteil vom 25.5.2011, Az.: I R 60/10.

Personengesellschaften jedoch ausschließlich vermögensverwaltend⁹⁴⁴ tätig sind, liegt kein wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb vor.⁹⁴⁵ Dienen von Stiftungen gehaltene Personengesellschaften somit nur zur Vermögensverwaltung, kann selbst die Einflussnahme auf die Geschäftsführung dieser Tochtergesellschaft nicht zu einem wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb führen.⁹⁴⁶

5.4.4.2. Die unsichere rechtliche Lage – Folgen und Herausforderung

Die scharfe Trennung zwischen dem, was als wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb angesehen wird und was eine selbstlose Vermögensverwaltung ausmacht, wird durch die Vergabe von Wagniskapital an Sozialunternehmer zwar nicht in Frage gestellt. Es entsteht jedoch der Eindruck, dass sich viele Stiftungen mit den oben erläuterten rechtlichen Anforderungen dieser Anlagestrategie überfordert fühlen und daher versuchen, diese zu meiden. Denn während Stiftungen keine rechtlichen Bedenken bei der Verfolgung einer nachhaltigen Anlagestrategie – mit beispielsweise Negativ-Filtern – haben, fanden Schneeweiß und Weber (2012) Hinweise darauf, dass Impact Investments bei Stiftungen durchaus auf rechtliche Unsicherheit stoßen.⁹⁴⁷ Diese Unsicherheit wird von Seiten der Stiftungsliteratur zusätzlich gefördert, indem immer wieder die Gefahr des Verlusts des gemeinnützigen Status erwähnt wird.⁹⁴⁸ Speziell PRIs, die in ihrer ursprünglichen Form nur in den Vereinigten Staaten zulässig sind, wird unterstellt, dass diese aufgrund der deutschen Gesetzeslage als unzulässig erklärt werden könnten und daher die Gemeinnützigkeit gefährden.⁹⁴⁹ Und tatsächlich ist es Stiftungen in Deutschland momentan nicht möglich, Stiftungsmittel mit Rückzahlungsverpflichtung an Destinatäre auszugeben. Denn die von der Stiftung erwirtschafteten Mittel sind ausschließlich für „steuerbegünstigte(n) satzungsmäßige(n) Zwecke“ zu verwenden.⁹⁵⁰ Allein aus dem Grundstockvermögen dürfen solche Investitionen mit Rückzahlungsverpflichtung, auf die im folgenden Abschnitt näher eingegangen wird, getätigt werden.

⁹⁴⁴ Der Begriff der Vermögensverwaltung ist in § 14 Satz 3 AO definiert.

⁹⁴⁵ Vgl. Bundesfinanzhof (2011), Urteil vom 25.05.2011, Az.: I R 60/10.

⁹⁴⁶ Vgl. Sauer und Schwarz (2012), S. 167.

⁹⁴⁷ Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 34.

⁹⁴⁸ Vgl. u.a. Reiche (2012), S 1; Wigand et al. (2011), S. 105.

⁹⁴⁹ Vgl. Schröder (2010), S. 42f.

⁹⁵⁰ § 55 Abs. 1 Nr. 5 AO.

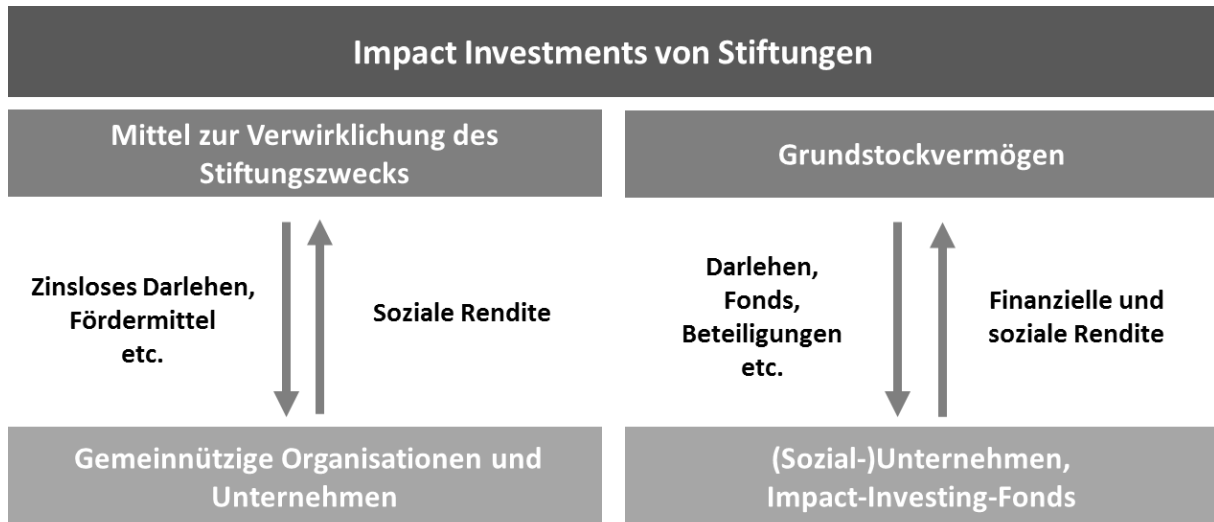


Abb. 29: Aktuelle Impact-Investing-Optionen für Deutsche Stiftungen

Quelle: Eigene Darstellung

Beteiligen sich Stiftungen mit ihrem Grundstockvermögen an als Kapitalgesellschaft strukturierten Sozialunternehmen, die als Zweckverwirklichungsbetriebe oder Zweckbetriebe angesehen werden, wird diese Beteiligung der Vermögensverwaltung der Stiftung zugerechnet (siehe Abb. 29). Werden diese Beteiligungen dann zudem mit einer für diese Anlageart notwendigen Sorgfalt realisiert, sollten sich die Risiken – die in Extremfällen zur Vernichtung des eingesetzten Kapitals führen können – in Grenzen halten.⁹⁵¹ Steuerliche Konsequenzen scheint eine Stiftung daher nicht befürchten zu müssen, solange sie darauf achtet, dass:

- die Sozialunternehmen keine Hybridkonstruktion, die als Betriebsaufspaltung eingestuft werden könnte, aufweisen;⁹⁵²
- keine Personalunion zwischen der Stiftung und der Beteiligung vorliegt;⁹⁵³
- kein Einfluss auf die laufende Geschäftsführung der Kapitalgesellschaft genommen wird.⁹⁵⁴

Diese im deutschen Recht festgelegten Anforderungen an Beteiligungen, die im Rahmen einer Vermögensverwaltung zu behandeln sind, werden in den meisten Landesstiftungsgesetzen durch stiftungsrechtliche Regelungen ergänzt.⁹⁵⁵ Laut diesen, dem Gesetzestext entstammenden Forderungen haben Stiftungen bei direkten Beteiligungen darauf zu achten, dass:

⁹⁵¹ Vgl. Schlüter (2005), S. 321.

⁹⁵² AEAO zu § 64 Nr. 3 S. 3.

⁹⁵³ Vgl. Wigand et al. (2011), S. 121.

⁹⁵⁴ AEAO zu § 64 Nr. 3 S. 3.

⁹⁵⁵ Diese Vorgaben lassen sich in den meisten Landesstiftungsgesetzen wiederfinden. Siehe dazu: Tabelle 1 auf S. 63.

Die Instrumente des Mission Investing

- eine dem Anlagerisiko entsprechende Sorgfalt eingehalten wird;
- eine marktübliche Rendite mit diesem Investment intendiert wird.

Besonders große deutsche Stiftungen wie beispielsweise die BMW Stiftung Herbert Quandt, die Vodafone Stiftung und die Siemens Stiftung haben es deshalb gewagt, sich des Themas Impact Investing anzunehmen.⁹⁵⁶ Diese Stiftungen besitzen die notwendigen finanziellen und personellen Möglichkeiten, um eine solche Initiative nicht nur anzustoßen, sondern auch deren langfristige Ziele verfolgen zu können. Zwar konnte Fritz (2010) nur feststellen, dass mit zunehmender Größe einer Stiftung auch deren Affinität zur Nutzung von ESG-Anlagekriterien zunimmt.⁹⁵⁷ Hiervon kann an dieser Stelle jedoch die, noch zu untersuchende, Hypothese abgeleitet werden, dass mit zunehmendem Stiftungsvermögen auch die Affinität zur Nutzung von Impact Investments zunimmt. Denn die genannten Stiftungen fördern nicht nur die Start- und Wachstumsfinanzierung von Sozialunternehmen, sondern versuchen bereits, Projekte auch mithilfe von ideeller Unterstützung, Knowhow und ihres Netzwerks zur finanziellen Eigenständigkeit zu führen.⁹⁵⁸ Daneben wird mit dem Konzept des Social Impact Bonds in Deutschland nicht mehr nur experimentiert, sondern es werden Pilotprojekte konkret umgesetzt.⁹⁵⁹ Juvat, eine gemeinnützige Tochter der Benckiser Stiftung Zukunft, ist ein solches Projekt, welches Mithilfe der BHF-BANK-Stiftung, des sozialen Wagniskapitalgebers BonVenture, der BMW Stiftung Herbert Quandt und der Eberhard von Kuenheim Stiftung zunächst vorfinanziert wurde. Der Freistaat Bayern, der sich durch das Projekt Einsparungen im sozialen Bereich erhofft, erstattet für den Fall, dass die Projektpartner die bis Ende 2015 vereinbarten Ziele erreichen, diese Vorfinanzierung inklusive einer überschaubaren Verzinsung zurück.⁹⁶⁰

Eigentlich befinden sich Stiftungen in der Position, den gesellschaftlichen Fortschritt über die Vergabe von Impact Investments zu fördern. Tatsächlich werden jedoch nur die wenigsten diesem Anspruch gerecht.⁹⁶¹ Denn während kapitalstarke Stiftungen aufgrund der ihnen zur Verfügung stehenden personellen und finanziellen Möglichkeiten Wagniskapital, Darlehen oder Garantien vergeben können, scheinen kleinere und mittelgroßen Stiftungen daran zu scheitern. Als Grund hierfür wird neben der fehlenden Leistungsfähigkeit und einer grundlegenden Risikoaversion⁹⁶² unter anderem immer wieder die unzureichende Kommunikation zwischen dem Programmbereich und den Vermögensverwaltern einer

⁹⁵⁶ Vgl. Scheuerle et al. (2013), S. 52.

⁹⁵⁷ Vgl. Fritz (2010), S. 68.

⁹⁵⁸ Vgl. Hehenberger und Cummings (2012), S. 59.

⁹⁵⁹ Vgl. Kyriasoglou (2012), S. 1f.

⁹⁶⁰ Vgl. Eleven gemeinnützige GmbH (2014), S. 1.

⁹⁶¹ Vgl. Adloff (2004), S. 282.

⁹⁶² Vgl. Fritz (2012), S. 27.

Stiftung aufgeführt.⁹⁶³ Köszegi (2009) sieht in der mangelnden Kommunikation zwischen den beiden Bereichen der Stiftung sogar das größte Hemmnis für MI in Deutschland.⁹⁶⁴ Denn insbesondere bei kleineren Stiftungen, deren Vermögensverwaltung meist an Banken ausgegliedert ist, kommt diese Aufgabentrennung zum Tragen. Diese Argumentation, die ursprünglich aus der amerikanischen Stiftungsliteratur stammt, ist in dieser Form jedoch nicht unmittelbar auf den heutigen deutschen Stiftungssektor übertragbar.⁹⁶⁵ Denn wenn Stiftungen hierzulande Impact Investments nach wie vor größtenteils dadurch tätigen, dass sie Sozialunternehmen mit ihren Fördergeldern unterstützen und nicht auf das vom Vermögensverwalter betreute Grundstockvermögen zurückgreifen, dann ist das Programmteam nicht auf die Kommunikation mit den Finanzberatern der Stiftung angewiesen.⁹⁶⁶

Es entsteht insofern der Eindruck, dass wenige konkrete Hindernisse Stiftungen wirklich daran hindern, sich dem Feld des Impact Investing, beispielsweise zunächst über die reine Fördermittelvergabe an Sozialunternehmen, anzunähern. Die Höhe der Fördermittel spielt aufgrund von bestehenden Intermediären wie Social Venture Capital Fonds und Social Impact Bonds, die diese Fördermittel gebündelt an Sozialunternehmen weiterleiten, nur eine untergeordnete Rolle.⁹⁶⁷ Einige rechtliche Bedenken werden durch diese Vorgehensweise ebenfalls ausgeräumt. Hierdurch ist es Stiftungen zudem möglich, sich mit der Thematik der Sozialunternehmer vertraut zu machen, ohne dabei gleich das Grundstockvermögen der Stiftungen in Anspruch nehmen zu müssen. Neben den rechtlichen Vorbehalten gegenüber MI gibt es aber auch Stimmen, die der Ökonomisierung des Stiftungssektors kritisch gegenüber stehen und die Aufgabe von Stiftungen in einer nicht unternehmerischen und auf Erwerb ausgerichteten Nächstenliebe sehen.⁹⁶⁸ Zusammenfassend sind es jedoch meist Sorgen aufgrund der rechtlichen Situation, die dazu führen, dass Stiftungen vor Impact Investments mit Rückzahlungsverpflichtungen noch zurückschrecken.⁹⁶⁹

5.5. Zusammenfassung

Kapitel 5 untersuchte die Instrumente, die für eine satzungszweckorientierte Geldanlage bei Stiftungen in Frage kommen, und ging nach einer Erläuterung der Funktionsweise dieser

⁹⁶³ Vgl. Interview mit Johannes Weber, Geschäftsführer des Social Venture Funds. Vgl. Moehrle (2013), S. 4.

⁹⁶⁴ Vgl. Köszegi (2009), S. 9.

⁹⁶⁵ Schon 2003 beschrieb Jed Emerson dieses Problem als: „a firewall between fund management and grantmaking“. Vgl. Emerson (2003b), S. 40.

⁹⁶⁶ Wie bei der Siemens Stiftung und Vodafone Stiftung zu sehen ist. Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 16.

⁹⁶⁷ Vgl. Stahl (2012), S. 2ff.

⁹⁶⁸ Vgl. BVDS (2013d), S. 62.

⁹⁶⁹ Vgl. Scheuerle et al. (2013), S. 77.

Investmentvehikel besonders auf die damit verbundenen sozioökonomischen Folgen und Herausforderungen ein. Der erste Abschnitt dieses Kapitel skizziert die verschiedenen Investmentfilter-Ansätze, die bei ihrer Finanzanalyse ESG-Faktoren heranziehen. Die hierbei identifizierten Positiv-, Negativ-, sowie Best-in-Class-Ansätze stellen die Befürworter von MI jedoch vor eine Vielzahl methodischer und konzeptioneller Probleme. Denn das Screening stellt die herkömmlichen ökonomischen Prinzipien von Finanztheoretikern in mehreren Hinsichten in Frage:

- Die Miteinbeziehung von zusätzlichen nachhaltigen Anlagekriterien müsste – durch die Einführung einer Nebenbedingung – die Erreichung eines effizienten Portfolios theoretisch unmöglich machen.
- Dadurch, dass keine strukturelle Identität mit dem Marktportfolio erreicht werden kann, müsste der Diversifikationseffekt von gefilterten Portfolios suboptimal ausfallen.

Folglich müsste die Rendite solcher, nach ESG-Gesichtspunkten gefilterten Portfolios unter der Rendite von nicht-gefilterten Portfolios liegen. Nach Beleuchtung verschiedener inhomogener Studien, die sich mit dieser Thematik beschäftigen, zeigt sich jedoch, dass SRI-Investoren keine systematisch nachteiligen Auswirkungen durch diese Anlagemethodik zu befürchten haben (siehe Abb. 21). Dieses übliche Vorurteil gegen die nachhaltige Geldanlage konnte somit widerlegt werden. Ein anderes von Befürwortern von MI ins Feld geführte Argument ließ sich jedoch nicht bestätigen: die Vorstellung, dass SRI-Anleger die Möglichkeit haben, durch ihre Transaktionen die Kapitalkosten von Unternehmen zu beeinflussen, ließ sich, im Hinblick auf die vorhandene Literatur, nicht belegen.

Dennoch scheint der Kauf oder Verkauf von Titeln aufgrund von ESG-Gesichtspunkten für Stiftungen relevant zu sein: Selbst wenn sich – ökonomisch gesehen – der Einfluss auf die Kapitalkosten des jeweiligen Unternehmens in Grenzen hält, geht es um den moralischen Aspekt dieser Handlung und um die Signalwirkung, die eine solche Aktion haben kann. Für Stiftungen sind, ausgehend von den in diesem Kapitel aufgeführten Prinzipien moralischen Handelns, jene Unternehmen, die die ideellen Ziele der Stiftung unterminieren, zu meiden. Die subjektive Entscheidung darüber, welche Unternehmungen als zweckfremd anzusehen sind, ist jedoch fallabhängig und kann dementsprechend nur schwer generalisiert werden.

Im Anschluss an das Screening wurde in diesem Kapitel auf das Instrument des aktiven Aktionärstums eingegangen. Von der aufgeführten Definition lässt sich ableiten, dass dieses Instrument zwar für institutionelle Anleger geeignet ist, um sich der Lösung des Prinzipal -

Agent-Problems anzunehmen.⁹⁷⁰ Stiftungen, die sich erhoffen, durch sozial sowie ökologisch motiviertes Engagement Prozesse anzustoßen, sehen sich in Deutschland jedoch weiterhin mit einer noch in den Kinderschuhen steckenden *Kultur des Engagements* konfrontiert. Diese Tatsache verhindert – zusammen mit einer Stiftungskultur, die sich seit jeher öffentlichkeitsscheu gibt – dass, mit Ausnahme einiger einzelner Fälle, Stiftungen vor allem das öffentliche Engagement meiden.⁹⁷¹ Kleinere Stiftungen, die sich dazu entschließen, von ihren Stimmrechten Gebrauch zu machen, können zwar als wichtige Triebkräfte für das Engagement in Deutschland angesehen werden. Diese Stiftungen sehen sich aber allzu oft mit Kapazitätsproblemen konfrontiert, die kaum Spielraum für weitreichende Engagement-Aktivitäten lassen. Somit ist davon auszugehen, dass in diesem Bereich kapitalstärkeren Stiftungen – als treibende Kraft hin zu einer gesunden *Kultur des Engagements* – eine Schlüsselrolle zukommt.

In einem letzten Schritt wurde auf das Anlageinstrument eingegangen, welches versucht, neben einer finanziellen Rendite ex aequo eine positive gesellschaftliche Wirkung zu erreichen: Impact Investing.⁹⁷² Wie die Fördermittelvergabe sollen von Stiftungen getätigte Impact Investments dem satzungsmäßigen Zweck der Stiftung dienen. Während die reine Fördermittelvergabe traditionell jedoch eine finanzielle Rendite von minus 100 Prozent aufweist, ermöglichen aus dem Fördermitteln getätigte Impact Investments den Rückfluss von Kapital an die Stiftung. Hierdurch kann das Stiftungsvermögen mit der Zeit vermehrt werden, während die Stiftung ihrem zweckfördernden Auftrag nachkommt. Exemplarisch wurde in diesem Abschnitt ein amerikanisches Stiftungsportfolio konstruiert, welches durch die Nutzung von PRIs über einen Zeitraum von zwanzig Jahren zu einem deutlich erhöhten Grundstockvermögen führte. Aufgrund der Tatsache, dass solche aus den Fördermitteln getätigten Impact Investments mit Rückzahlungsverpflichtung hierzulande jedoch nicht der vorgeschriebenen Mittelverwendung zugerechnet werden können, sind bisher nur zwei Optionen für Stiftungen hinsichtlich eines Impact Investment Engagements möglich:

Impact Investments mit Rückzahlungsverpflichtung werden aus dem Grundstockvermögen der Stiftung getätigt. Eine Regelung wie bei amerikanischen PRIs existiert hierzulande nicht. Diese Investments dürfen daher, selbst wenn diese Tatsache von einigen Publikationen hierzulande gerne ausgeblendet wird, nicht aus für den Stiftungszweck veranschlagten

⁹⁷⁰ Die „Agency-Theorie“ behandelt das Verhältnis zwischen einem Agenten (Auftragnehmer) und einem Prinzipal (Auftraggeber). In dieser Wirtschaftsbeziehung weist der Agent einen Informationsvorsprung gegenüber dem Prinzipal auf. Diese Asymmetrie von Informationen kann ineffiziente Vertragsbildungen und Marktversagen begünstigen. Vgl. Zantow und Dinauer (2011), S. 143.

⁹⁷¹ U.a. Aktivitäten der Nord-Süd Stiftung, Greenpeace Umweltstiftung. Vgl. Riedel und Schneeweiß (2008), S. 44.

⁹⁷² Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 8.

Fördermitteln getätigt werden.⁹⁷³ Denn noch verhindern klare rechtliche und wirtschaftliche Anforderungen dieses Vorgehen. Dennoch kann dieses Vehikel dabei helfen, einen gewissen Anteil des Grundstockvermögens der Stiftung in zweckfördernde Sozialunternehmen zu investieren. Denn solange diese als Zweckverwirklichungsbetriebe oder Zweckbetriebe angesehen werden, wird diese Beteiligung der Vermögensverwaltung der Stiftung zugerechnet. Lediglich das für die Anlageart der Unternehmensbeteiligung typischerweise hohe Risikomaß lässt Stiftungen vor Impact Investments, die aus dem Stiftungsvermögen getätigt werden, zurückschrecken. Lösungen, die versuchen, dieses Risiko durch die Bündelung von Kapital unterschiedlicher Stiftungen und die Streuung auf verschiedene Beteiligungen zu minimieren, erscheinen demnach sinnvoll.⁹⁷⁴

Impact Investments ohne Rückzahlungsverpflichtung können – solange der Destinatär über einen gemeinnützigen Status verfügt – aus den Geldern, die zur Mittelverwendung veranschlagt worden sind, getätigt werden. Kritiker monieren, dass diese Form des Impact Investments aufgrund einer nicht erforderlichen Rückzahlung des Kapitals nicht wirklich als MI-Instrument einzustufen ist. Hierzu ist jedoch anzumerken, dass das Anlagespektrum von Impact Investments sehr breit gefächert ist und hierin ebenfalls Investments enthalten sein können, die keine oder nur eine geringe Rendite erwirtschaften. Denn selbst ohne den Rückfluss von Kapital an die Stiftung kann diese Art des Impact Investing durch eine professionalisierende und kapazitätserweiternde Wirkung innerhalb des dritten Sektors gesellschaftlichen Mehrwert generieren.

⁹⁷³ Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 18 Abb. 6. Die Autoren orientieren sich in dieser Tabelle jedoch fälschlicherweise an einem amerikanischen Handbuch (Grantmakers In Health (2011), S. 2), das gleichermaßen PRIs berücksichtigt („Typical assets: Program or endowment“).

⁹⁷⁴ Schon Hübl und Dreyer (2005) empfehlen kleineren Stiftungen den Anschluss an größere Einrichtungen und Initiativen zu suchen. Vgl. Hübl und Dreyer (2005), S. 11.

6. Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren

6.1. Einführung

Ursprünglich aus dem Militärwesen stammend, wurde der Begriff „Strategie“ ab der Mitte des 20. Jahrhunderts in der Betriebswirtschaftslehre verwendet. Zunächst wurde er im Rahmen der Spieltheorie benutzt und Ansoff (1965) prägte das Verständnis dessen, was heute als Strategie bezeichnet wird.⁹⁷⁵ Repräsentativ für die damalige, klassische Auffassung vom strategischem Management wird in der anglo-amerikanischen Literatur meist Chandler (2001) zitiert, für den Strategie „the determination of basic long-term goals and objectives of an enterprise, and the adoption of courses of action and the allocation of resources necessary for carrying out these goals“ ist.⁹⁷⁶ Als Strategie werden dementsprechend jene Maßnahmenkombinationen bezeichnet, die zur Erreichung der langfristigen Ziele der Organisation beitragen. Im Gegensatz zur moderneren Schule um Mintzberg, die sich durch eine konzeptionelle Offenheit bei der Strategieformulierung auszeichnet, die dynamisch den Verhältnissen angepasst werden kann,⁹⁷⁷ ist Chandlers Verständnis von Strategien ein konzeptionell geschlossener Prozess. Es scheint in Chandlers engem Strategieverständnis demnach nur begrenzt Möglichkeiten zu geben, neben der formal geplanten Strategie ebenso auf nicht geplante, kurzfristig auftauchende Phänomene eingehen zu können. Diese Kritikpunkte greift der dynamische Ansatz von Mintzberg auf und präsentiert ein System, in dem geplante Strategien jederzeit verworfen und neue Strategien entwickelt werden können. Dieser Ansatz scheint im Hinblick auf die hier behandelte Stiftungsthematik jedoch begrenzt anwendbar. Denn die langfristige Ausrichtung von Stiftungen bewirkt, dass das Tagesgeschäft und kurzfristig auftretende Phänomene wenig Einfluss auf die Strategie der Stiftung haben. Aus diesem Grund würden Stiftungen Chandlers klassisches Verständnis von Strategie präferieren. Hierbei setzt sich die Strategie aus aufeinanderfolgenden, miteinander verbundenen Einzelentscheidungen, die in einem hierarchischen Verhältnis zu andern Komponenten des strategischen Managements stehen, zusammen.⁹⁷⁸

Als strategisches Management wird jener in Abb. 30 skizzierte Prozess verstanden, „in dessen Mittelpunkt die Formulierung und Umsetzung von Strategien in Unternehmungen stehen“.⁹⁷⁹ Die oberste Führungsebene legt zunächst die Mission und die grundlegende

⁹⁷⁵ Vgl. Bea und Haas (2015), S. 56.

⁹⁷⁶ Vgl. Chandler (2001), S. 23.

⁹⁷⁷ Vgl. Mintzberg (1978).

⁹⁷⁸ Vgl. Welge und Al-Laham (2012), S. 17.

⁹⁷⁹ Welge und Al-Laham (2012), S. 23.

Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren

Entwicklungsrichtung der Organisation fest.⁹⁸⁰ Auf dieser Mission aufbauend, werden anschließend Ziele konkretisiert und Erfolgsparameter aufgestellt.⁹⁸¹ Daraufhin wird mithilfe der Strategieformulierung verdeutlicht, wie die Organisation ihre vorher definierten Ziele zu erreichen hat, bevor dann die Strategie operativ umgesetzt wird. Wie in Abb. 30 aufgezeigt, stehen Strategien somit in einem strukturierten Unterordnungsverhältnis zum Auftrag und den strategischen Zielen der Organisation und im Überordnungsverhältnis zu den taktischen Maßnahmen.

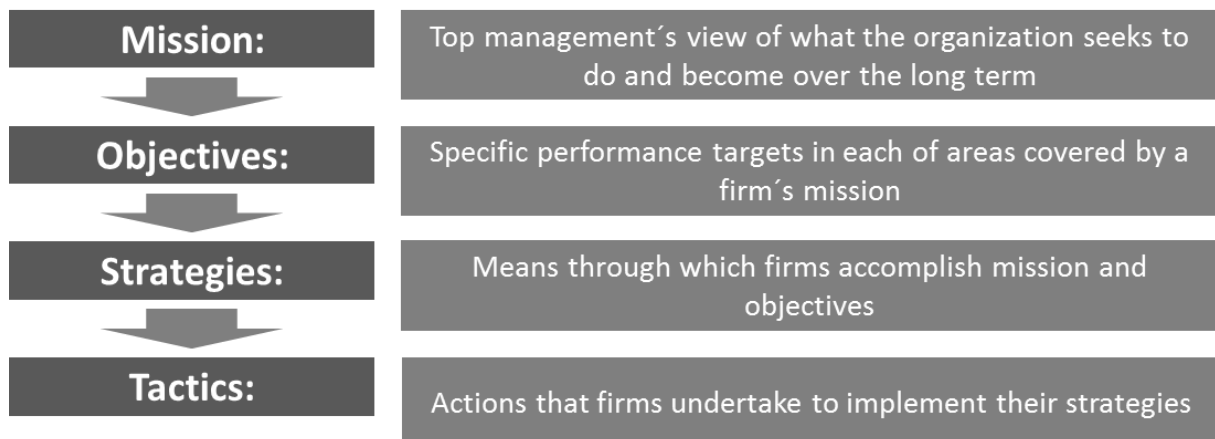


Abb. 30: Strategien als hierarchisches Konstrukt
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Barney (1997), S. 11.

Diese Definitionen von Strategie und strategischem Management stammen jedoch aus der Privatwirtschaft und konzentriert sich folglich auf Märkte, Kunden und den Wettbewerb. Die Ziele, die diese Strategien erreichen sollen, sind bei diesen Organisationen daher in den meisten Fällen finanzieller Natur.⁹⁸² Im Gegensatz zu diesen auf Effizienz ausgerichteten Formalzielen herrscht im öffentlichen Sektor und bei Stiftungen nicht selten eine Sachzieldominanz vor.⁹⁸³ Im Gegensatz zu den Formalzielen von profitausgerichteten Unternehmen sind Sachziele ideeller Natur. Die strategischen Modelle müssen für den Non-Profit-Sektor deshalb insofern angepasst werden, als dass sie drei wichtige Faktoren innerhalb des gemeinnützigen Sektors negieren:

1. Das präskriptive Ziel des Non-Profit-Sektors ist ein soziales/ökologisches.
2. Der produzierte Mehrwert von Non-Profit-Organisationen ist nur schwer in monetären Aspekten messbar.

⁹⁸⁰ Mit diesem Schritt wird die prinzipielle Frage geklärt, wie das Management den Begriff der Unternehmensführung auffasst und auszulegen gedenkt.

⁹⁸¹ Der Zielbildungsprozess beschreibt die Suche nach einem konsensfähigen Unternehmensziel. Dieser Prozess beinhaltet mehrere Schritte, die u.a. von Welge und Al-Laham (2012), S. 201–210 erläutert werden.

⁹⁸² Vgl. Andrews (1971), S. 21.

⁹⁸³ Vgl. Kropfberger (2000), S. 351.

3. Non-Profit-Organisationen beziehen ihre Einnahmen nicht von ihren Kunden.⁹⁸⁴

Werden diese Besonderheiten berücksichtigt, kann das hierarchische Konstrukt des klassischen Strategieverständnisses jedoch als Grundstein für den Aufbau einer Strategie innerhalb dieses Non-Profit-Sektors genommen werden. Nur die Erfolgsparameter scheinen hinsichtlich einer effektiveren und effizienteren Erfüllung des Sachziels angepasst werden zu müssen.⁹⁸⁵ Der Fokus dieser Arbeit liegt jedoch neben der effizienteren auch auf der zweckbezogenen Nutzung des der Stiftung zur Verfügung stehenden Vermögens. Bisher existiert nur wenig Literatur, die diesen Gestaltungsprozess einer Stiftung auf dem Weg zu einer MI-Strategie nicht nur praktisch, sondern auch theoretisch beleuchtet.⁹⁸⁶ Hierbei wird als MI-Strategie jener vielstufiger Entwicklungsprozess verstanden, mit dem Stiftungen versuchen, die MI-Thematik innerhalb ihrer bisherigen Anlage- und Fördertätigkeiten zu disponieren,⁹⁸⁷ um auf diese Weise die soziale Wirkung der Stiftung als Ganzer zu maximieren.⁹⁸⁸

Die methodische Abarbeitung der – in Abb. 30 angeführten – strategischen Teilprozesse und die Anwendung dieses Modells auf die Organisationsform einer Stiftung bildet somit die grundlegende Struktur dieses Kapitels. Ziel ist die theoretische Heranführung des Lesers an die relevanten Einzelentscheidungen, die für die erfolgreiche Umsetzung einer MI-Strategie gefällt werden müssen.

6.2. Die Mission: Stifterwille und Werte

Die Strategieentwicklung in der Privatwirtschaft beginnt meist mit der Formulierung einer Mission.⁹⁸⁹ Diese Mission versucht, Mehrwert für die Anteilseigner des Unternehmens zu schaffen. Die Strategieentwicklung im öffentlichen Sektor beginnt ebenso mit der Frage nach der Mission der Organisation.⁹⁹⁰ Die Mission der in diesem Sektor tätigen Non-Profit-Organisationen wird real und nicht finanziell formuliert.⁹⁹¹ Mit der Mission wird ein spezielles soziales oder ökologisches Problem, welches die Organisation zu mindern hofft, adressiert. Diese Mission ist bei Deutschen Stiftungen insofern festgelegt, als dass die Stiftung einen in ihrer Satzung festgelegten und ausformulierten Zweck verfolgt.⁹⁹² Dieser Stiftungszweck reicht von sehr vage definierten bis hin zu speziellen, regional-begrenzten Fördertätigkeiten.

⁹⁸⁴ Vgl. Moore (2000), S. 183.

⁹⁸⁵ Vgl. Anheier (2014), S. 260.

⁹⁸⁶ Als praktische Handbücher sind u.a. zu nennen: Schneeweiß und Weber (2012), Godeke et al. (2009) und Godeke und Bauer (2008).

⁹⁸⁷ Zur Findung der MI-Thematik siehe Kapitel 3.

⁹⁸⁸ Vgl. Kramer et al. (2010), S. 6.

⁹⁸⁹ Vgl. Welge und Al-Laham (2012), S. 199.

⁹⁹⁰ Vgl. Moore (2000), S. 189.

⁹⁹¹ Ebd., S. 190.

⁹⁹² § 81 Abs. 1 Nr. 3 BGB.

Zur Klärung der Grundprinzipien der Stiftung bietet sich – falls der Stifter nicht mehr zu Rate gezogen werden kann – somit zunächst die Interpretation dieses vom Stifter formulierten Zwecks an.⁹⁹³ Diese Interpretation des Stiftungszwecks müssen, falls kein anderes Stiftungsgremium diese Aufgabe wahrnimmt, die Treuhänder und Mitarbeiter einer Stiftung übernehmen. Es sind somit Personen, die die festgelegten Präferenzen des Stifters in konkrete Handlungen der Stiftung umsetzen.⁹⁹⁴

Inwieweit der Stifterwille Handlungen zulässt, die als SRI-konform gelten können, variiert. Mit Bezug auf die in ihren Satzungen und Anlagerichtlinien⁹⁹⁵ festgeschriebenen Vorgaben zu SRI lassen sich drei Gruppen von Stiftungen definieren.⁹⁹⁶

1. Erstere Gruppe beschreibt jene Stiftungen, bei denen der Stiftungszweck selbst ein SRI-Element aufweist. Investitionen im Bereich des MI stellen somit für sich betrachtet eine Realisation des Stiftungszwecks dar, was dazu führt, dass stiftungsrechtliche Bedenken größtenteils ausgeschlossen werden können.⁹⁹⁷
2. Die zweite Gruppe wird von Stiftungen gebildet, in deren Stiftungszweck selbst zwar keine konkreten Bezüge zu SRI festzustellen ist, deren Statuten jedoch auf SRI-Aktivitäten hinweisen. Diese Stiftungen können beispielsweise einen Zweck, der kein SRI-Element aufweist, erfüllen, während die Mittel zur Zweckerfüllung jedoch aus – in Anlagerichtlinien festgehaltenen – SRI-Anlageaktivitäten stammen.⁹⁹⁸
3. Zur dritten Gruppe gehören jene Stiftungen, bei denen weder der Stiftungszweck noch die Stiftungsstatuten Hinweise auf eine SRI-bezogene Investitions-Strategie liefern. Die Gremien dieser Stiftungen haben zunächst zu ermitteln, ob die Satzung und der Stifterwille SRI-Anlagen überhaupt gestatten und ob diese der Verwirklichung des Stiftungszwecks nicht entgegenstehen.⁹⁹⁹

Der Handlungsspielraum, der dem Stiftungsrat bei der Interpretation des Stiftungszwecks und der Auswahl eines MI-Ansatzes gegeben ist, wird größtenteils vom Stifter selbst – durch die Formulierung der Stiftungssatzung¹⁰⁰⁰ – bestimmt.¹⁰⁰¹ Denn jeglicher Auslegung des in der Satzung formulierten Stiftungszwecks von Seiten des Stiftungsrats sind ökonomische und vor allem rechtliche Grenzen gesetzt.¹⁰⁰² Für Stifter, die einer Ausrichtung ihrer Stiftung

⁹⁹³ Vgl. Prewitt (2003), S. 317.

⁹⁹⁴ Vgl. Wigand et al. (2011), § 3 Rn. 25.

⁹⁹⁵ Zur Definition von Anlagerichtlinien siehe Fußnote 379 und Abschnitt 4.3.3.

⁹⁹⁶ Vgl. Jakob und Picht (2012), S. 28.

⁹⁹⁷ Vgl. Weber et al. (2012), S. 117.

⁹⁹⁸ Vgl. Jakob und Picht (2012), S. 28.

⁹⁹⁹ Ebd., S. 27f.

¹⁰⁰⁰ Zur Interpretation des Stiftungszwecks siehe: Abschnitt 4.3.3.

¹⁰⁰¹ Vgl. Fritz (2009), S. 59.

¹⁰⁰² Vgl. Kapitel 4.3.

nach den Grundsätzen des MI nicht abgeneigt sind, empfiehlt es sich daher, diesen Gremien Anlagerichtlinien mit auf den Weg zu geben. Auf diese Weise stellt der Stifter sicher, dass für den Fall des mangelnden direkten SRI-Bezugs innerhalb der Satzung der Stiftung diese Werte dennoch schriftlich festgehalten sind und bei der Vermögensverwaltung miteinbezogen werden können. Hierdurch erspart der Stifter den Gremien seiner Stiftung die mühevollen Erörterung der Frage, inwieweit die Satzung seiner Stiftung SRI-Anlagen überhaupt gestattet.

Im Rahmen von MI können Anlagerichtlinien somit als Hilfe zur Verwirklichung des Stifterwillens gesehen werden.¹⁰⁰³ Denn wenn die Satzung keine Vorgaben zur Vermögensverwaltung macht, sind es die Anlagerichtlinien, die als Bindeglied zwischen dem Stiftungszweck und der Vermögensverwaltung stehen. Sie sorgen dafür, dass der Förderschwerpunkt einer Stiftung auch bei ihrer Vermögensverwaltung zum Tragen kommt.¹⁰⁰⁴ Somit kann nicht nur der soziale oder ökologische Zweck einer Stiftung auf die MI-Strategie übertragen werden, sondern beispielsweise auch der geografische Fokus der Stiftung dazu führen, dass nur regional fokussiert Mission Investments getätigt werden.

6.3. Die Zielsetzung: Bindende Vorgaben und ordnungsgemäße Ermessensausübung

6.3.1. Zur Definition eines Zielsystems

MI-motivierte Anleger fragen sich generell, inwieweit ihre Investitionen sozialen und ökologischen Mehrwert erzeugen. Diese vom Anleger getätigten Annahmen können explizit in Bezug auf ihr Ergebnis und die hierfür erforderlichen Maßnahmen formuliert werden.¹⁰⁰⁵ Als Werkzeug des strategischen (Stiftungs-)Managements wird in der US-amerikanischen Wirtschaftsliteratur hierbei häufig auf das Konzept der „Theory of Change“ verwiesen.¹⁰⁰⁶ Dieses Hilfsmittel dient dazu, die Intentionen, die hinter einem Ziel der Organisation stehen, zu identifizieren, indem die Voraussetzungen, der Wirkungspfad und die erforderlichen Eingriffe hierfür aufgezeigt werden.¹⁰⁰⁷ Das Konzept hilft Organisationen dabei, die von ihnen initiierten Entwicklungen effektiver planen, beschreiben, überwachen und bewerten zu können.¹⁰⁰⁸ Im Falle von MI-motivierten Stiftungen bedeutet dies vereinfacht ausgedrückt Folgendes: eine Schritt-für-Schritt-Erklärung der Prozesse, die dazu führen, dass ein gewisses Investment der Stiftung den gewünschten Erfolg erzielt. Die Theory of Change

¹⁰⁰³ Vgl. Fritz (2010), S. 48ff.

¹⁰⁰⁴ Ebd., S. 59.

¹⁰⁰⁵ Vgl. Godeke et al. (2009), S. 37.

¹⁰⁰⁶ Frei übersetzt: Theorie des Wandels. Vgl. Rangan et al. (2011), S. 11.

¹⁰⁰⁷ Vgl. Kickul und Lyons (2012), S. 79.

¹⁰⁰⁸ Vgl. Stein und Valters (2012), S. 3ff.

Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren

beschreibt demnach die Frage danach, auf welche Weise die Stiftung gesellschaftlichen Wandel bewirken will.¹⁰⁰⁹

Die Instrumente, die bei Stiftungen diesen Wandel herbeiführen sollen, werden detailliert in Kapitel 5 erläutert. Auf welche Weise diese Instrumente zu Veränderungen führen, wird dort ebenfalls dargelegt. Mit Bezug auf die angestrebte Wirkung dieser MI-Instrumente lassen sich an dieser Stelle jedoch folgende Punkte festhalten:

- Screening:

Die hiermit verbundene Vorstellung ist, dass SRI-motivierte Anleger durch die Nutzung von Screening-Techniken die Kapitalkosten von Unternehmen beeinflussen können. Ziel dieser Strategie ist es somit, indirekt die Geschicke von Unternehmen im Sinne des SRI-Anlegers zu lenken.¹⁰¹⁰

- Engagement:

Auch bei dieser Strategie besteht das Ziel darin, die Unternehmensführung im Sinne des SRI-Investors zu beeinflussen. Durch den Dialog mit Unternehmen, die Ausübung von Stimmrechten oder den öffentlichen Diskurs sollen die Unternehmen dazu gebracht werden, unerwünschte Aktivitäten zu stoppen und erwünschte Aktivitäten, die für einigen Investoren von besondere Bedeutung sind, verstärkt zu verfolgen.¹⁰¹¹

- Impact Investing

Dieses MI-Instrument ist im Gegensatz zu den beiden anderen dazu in der Lage, direkt den gewünschten gesellschaftlichen Mehrwert zu generieren.¹⁰¹² Indem beispielsweise eine Stiftung, die sich dem Kampf gegen die Folgen der Obdachlosigkeit verschrieben hat, ein Darlehen an eine Obdachlosenzeitung vergibt, eröffnet die Stiftung einen zweiten Weg, der dabei hilft, die gesteckten Ziele zu erreichen.

Das Konzept der Theory of Change kann somit generell helfen, implizite und explizite Annahmen darüber zu entwickeln, inwieweit die Intervention der Stiftung zu Veränderungen geführt hat.¹⁰¹³ Die Frage nach der Theory of Change ist demzufolge eng mit der Frage nach

¹⁰⁰⁹ Vgl. Active Philanthropy (2014), S. 1.

¹⁰¹⁰ Vgl. Abschnitt 5.2.4.4 auf S. 106.

¹⁰¹¹ Vgl. Abschnitt 5.3.6 auf S. 139.

¹⁰¹² Vgl. Abschnitt 5.4 auf S. 142.

¹⁰¹³ Vgl. Stein und Valters (2012), S. 4.

der angenommenen und tatsächlich erzielten Wirkung des MI-Engagements der Stiftung verflochten.

6.3.2. Kreation von Themenfeldern

Eine oft zitierte Beschreibung der amerikanischen Ford Foundation lautet: „eine große Masse an Geld, vollständig umgeben von Leuten, die davon etwas wollen“.¹⁰¹⁴ Diese despektierliche, aber durchaus passende Definition beschreibt das Problem von Stiftungen, die es versäumen, sich einer speziellen Thematik zu verschreiben. Denn wenn die Stiftungsmittel sich nicht auf ein spezielles Themenfeld konzentrieren, besteht, meist unabhängig von den Ressourcen der Stiftung, die Gefahr, dass die Bemühungen der Stiftung nicht die gewünschte Wirkung erzeugen.¹⁰¹⁵ Die Konkretisierung von Themenfeldern stellt für Stiftungen daher einen essentiellen Schritt dar, um den Zweck der Stiftung wirkungsvoll verfolgen zu können.¹⁰¹⁶

Porter (1980) empfiehlt die Differenzierung, die Fokussierung und die Kostenführerschaft als generische Strategien oder Positionierungsstrategien für kommerzielle, gewinnorientierte Organisationen.¹⁰¹⁷ Während letztere Strategie für gemeinnützige Organisationen nicht relevant ist, versuchen Stiftungen ebenfalls, sich innerhalb des sozialen Sektors bestmöglich zu positionieren und ihr Profil im Hinblick auf andere Stiftungen zu schärfen.¹⁰¹⁸ Denn im Kampf um mediale Aufmerksamkeit, Fördermittel oder Spenden bedarf es auch im Non-Profit-Bereich einer strategischen Positionierung. Diese Positionierung findet bei Stiftungen beispielsweise durch die Festlegung auf zentrale Wirkungsfelder, die Fokussierung auf spezielle Zielgruppen oder einen geografische Region statt. In ersterem Fall wird meist ein Themengebiet gewählt, in dem schon andere Stiftungen aktiv sind. Für die Stiftung bietet es sich dann an, eine Nische innerhalb des Themengebiets zu besetzen, um sich von den anderen „Marktteilnehmern“ abzusetzen.¹⁰¹⁹ Es wird eine Marktnische besetzt, in welcher die Stiftung kompetenzführend tätig sein kann, indem sie für eine fokussierte Zielgruppe wenige spezifische Projekte mit Hilfe einiger strategischen Partner umsetzt.¹⁰²⁰

Andererseits können Stiftungen sich innerhalb des sozialen Sektors auf eine einzigartige Weise positionieren, die in den Augen ihrer Zielgruppe einen Mehrwert darstellt (d. h.

¹⁰¹⁴ Im Original: „a large body of money completely surrounded by people who want some“. Vgl. Macdonald (1956), S. 3.

¹⁰¹⁵ Vgl. Joseph C. K. Breiteneicher und Marble (2003), S. 652.

¹⁰¹⁶ Vgl. Lang und Schnieper (2006), S. 290f.

¹⁰¹⁷ Vgl. Porter (1980).

¹⁰¹⁸ Vgl. Lang und Schnieper (2006), S. 290.

¹⁰¹⁹ Vgl. Fleisch (2013), S. 20f.

¹⁰²⁰ Ebd., S. 7–9.

Differenzierung).¹⁰²¹ Es wird ein Themengebiet gewählt, in dem keine andere Stiftung aktiv ist, welches allerdings „eine relevante gesellschaftliche Knappheit“ besitzt.¹⁰²² Beispielhaft hierfür kann die Pionierarbeit Deutscher Stiftungen im Umfeld des Sozialen Unternehmertums als eine auf Differenzierung ausgelegte generische Strategie bezeichnet werden. Die ursprünglich knappen Ressourcen in diesem Themenfeld ermöglichten es den hier tätigen Stiftungen, sich erfolgreich von anderen Stiftungen abzuheben und so beispielsweise zusätzliche Spendengelder zu akquirieren. Breitenreicher und Marble (2003) zufolge sind Stiftungen, die es unterlassen, einen solchen thematischen Schwerpunkt zu setzen, schwerer in ihrer Förderpolitik, Wirkung und Entscheidungsfindung zu kontrollieren und es kann regelrecht der Eindruck entstehen, dass sie willkürlich alles fördern. Als Folge werden sie mit Förderanfragen überschüttet und binden hierdurch kostbare zeitliche und personelle Mittel.¹⁰²³ Stiftungen, die es verpassen, für ihre Projektarbeit konkrete Wirkungsfelder festzulegen, riskieren somit die Verschwendung von Ressourcen.¹⁰²⁴ Hierbei ist zu beachten, dass nicht jedes Themenfeld, in dem Stiftungen mit ihrer Projektarbeit wirken, auch schon über Anlagemöglichkeiten verfügt. Zum Beispiel würde sich eine Stiftung, die durch ihre Projektarbeit im Bereich Kunst und Kultur wirkt, ein zweites Wirkungsfeld für das von ihr verwaltete Vermögen suchen.

Mit der Frage nach der Theory of Change und der Festlegung auf Themenfelder, in denen die Stiftung Mehrwert zu generieren erhofft, wurde hier zunächst auf die ideellen Zielvorstellungen der Stiftung eingegangen. Neben diesen wohltätigen und thematischen Schwerpunkten hat die Stiftung bei der Formulierung einer Strategie zudem konkrete Ziele, die sie mit ihrem MI-Engagement zu erreichen hofft, zu definieren. Diese nicht ideell geprägten Ziele werden im weiteren Verlauf dieses Abschnitts erläutert.

6.3.3. Anlageziele des MI-Engagements

6.3.3.1. Rendite

Eine Non-Profit-Organisation verfolgt, wie der Name bereits andeutet, nicht das Ziel, Umsatz zu generieren oder Gewinne zu erzielen.¹⁰²⁵ Ihr Ziel ist ideeller Natur. Zur Verwirklichung dieses ideellen Ziels benötigt die Stiftung jedoch Mittel. Wie diese generiert werden sollen, kann die Stiftung generell in den Anlagerichtlinien festlegen.¹⁰²⁶ Es hat den Anschein, dass Anlagerichtlinien der richtige Ort ist, an dem eine Stiftung ihren Wunsch nach einer zweckbezogenen Vermögensverwaltung ausformulieren kann. Denn da sich die

¹⁰²¹ Vgl. Chew (2009), S. 185.

¹⁰²² Lang und Schnieper (2006), S. 291.

¹⁰²³ Vgl. Joseph C. K. Breitenreicher und Marble (2003), S. 652.

¹⁰²⁴ Vgl. Fleisch (2013), S. 21.

¹⁰²⁵ Vgl. Schäfer und Mayer (2012), S. 11.

¹⁰²⁶ Vgl. Abschnitt 4.3.3.

Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren

Vermögensverwaltung an diese Richtlinien zu halten hat, sind sie das geeignete Mittel, um die finanziellen Ressourcen direkt mit dem philanthropischen Zweck der Stiftung zu verknüpfen.¹⁰²⁷

Im Falle der auf die Dauer errichteten Stiftung sind die mit der Vermögensverwaltung beauftragten Treuhänder zudem an die stiftungsrechtlichen Grundlagen gebunden.¹⁰²⁸ Das frei verfügbare Stiftungsvermögen muss darüber hinaus ordnungsgemäß bewirtschaftet werden.¹⁰²⁹ Neben diesem steuerrechtlichen und landesstiftungsrechtlichen Ermessensspielraum – der in Kapitel 4.3 näher beleuchtet wurde – haben sich die Organe der Stiftung nach den in der Satzung formulierten Vorgaben zur Vermögensverwaltung zu richten. Beinhaltet die Satzung jedoch hierzu keine Angaben, so liegt es bei den Stiftungsorganen, diese zu konkretisieren und weiterzuentwickeln.¹⁰³⁰ Hierbei müssen Erkenntnisse darüber eingebracht werden, was zum Zeitpunkt der Errichtung der Stiftung dem Willen des Stifters am ehesten entsprochen hätte.¹⁰³¹

In diesem Umfeld gilt es für Stiftungen zu definieren, was sie sich von ihrem MI-Engagement finanziell erwarten. Die grundlegende Definition von MI geht davon aus, dass diese Art der Anlage neben einer sozialen auch eine finanzielle Rendite anstrebt.¹⁰³² Bei der Diskussion über die anzustrebende finanzielle Rendite scheiden theoretisch jene Optionen, die keine finanzielle Rendite beabsichtigen (beispielsweise Spenden), von vornherein aus. Stiftungen stehen somit vor der Wahl, ob sie eine zusätzliche Rendite, die über den gesetzlich geforderten Rahmen hinausgeht, von ihrem MI-Engagement erwarten oder ob sie sich mit dem realen Kapitalerhalt des durch diese Anlageart platzierten Portfolios zufriedengeben. Im Hinblick auf die finanziellen Vorteile amerikanischer PRIs, die, wie oben beschrieben, das Stiftungsportfolio auf Dauer vergrößern können, wäre zusätzlich der Anteil dieser Investments am Stiftungsportfolio und deren angestrebte finanzielle Rendite festzulegen, wenn diese Investmentvehikel in Deutschland erfolgreich zugelassen würden.

6.3.3.2. Risiko

Das Risiko einer Stiftung liegt traditionell größtenteils bei der Verwaltung ihres Grundstockvermögens.¹⁰³³ Hierbei steht die Maximierung der Rendite in direkter Konkurrenz

¹⁰²⁷ Vgl. Godeke und Bauer (2008), S. 43.

¹⁰²⁸ Vgl. Abschnitt 4.3.1.

¹⁰²⁹ Vgl. Tabelle 1: Übersicht der Landesstiftungsgesetze.

¹⁰³⁰ Vgl. Benke (1997), S. 2.

¹⁰³¹ Dazu kann auf jegliche Äußerung des Stifters (im Stiftungsgeschäft oder im Testament) Bezug genommen werden. Vgl. Forschungsinstitut für Stiftungsgründung und Stiftungsrecht (2014), S. 1.

¹⁰³² Erstens sollen sie den Stiftungszweck unterstützen. Zweitens sollen sie den angelegten Betrag mindestens erhalten oder eine finanzielle Rendite erwirtschaften. Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 16.

¹⁰³³ Vgl. Haase-Theobald (2009), S. 30f.

Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren

zum Anlageziel der Sicherheit.¹⁰³⁴ Ein erhöhtes Maß an Profitabilität lässt sich demnach nur mit einem erhöhten Maß an Risiko erreichen.¹⁰³⁵ Neben diesem Risiko – welches der traditionellen Vermögensverwaltung anhaftet – existiert jenes Risiko, das Stiftungen für ihr MI-Engagement zusätzlich zu akzeptieren bereit sind.

Während die meisten Stiftungen bereits über ein ausreichend gestreutes Portfolio verfügen, gilt es zu evaluieren, inwieweit MI dabei helfen kann, dieses Portfolio zusätzlich zu diversifizieren. Werden hierbei gedanklich verschiedene Szenarien durchgespielt, wird deutlich, dass MI durch die Bandbreite an zur Verfügung stehenden Anlageprodukten¹⁰³⁶ theoretisch in der Lage ist, das traditionell auf Renten ausgerichtete Deutsche Stiftungsportfolio zusätzlich zu streuen.¹⁰³⁷ Nachhaltige Investments weisen eine schwache Korrelation mit anderen Anlageklassen auf und können folglich das Anlagerisiko deutlich reduzieren.¹⁰³⁸ Direkte Beteiligungen mit MI-Bezug sind beispielsweise in der Lage, ein klassisches Stiftungsportfolio, welches sich Größtenteils aus Renten und eventuell auch Aktienpositionen zusammensetzt, mit einer zusätzlichen, nicht korrelierenden Position weiter zu diversifizieren.¹⁰³⁹ Darüber hinaus können Investments in ehemalige Fördergeldempfänger dazu beitragen, das Risiko von MI und des gesamten Portfolios zu minimieren.¹⁰⁴⁰ Denn üblicherweise verfügen Stiftungen über umfangreiches Knowhow die Situation ihrer Fördergeldempfänger betreffend. Dieses Knowhow erleichtert die Risikoanalyse von potentiellen Investment-Zielen, was dazu führt, dass Stiftungen diese Art der Anlage präferieren. Aufgrund dieser Vorteile gingen beispielsweise 76 Prozent der Impact Investments der amerikanischen F.B. Heron Foundation an aktuelle und ehemalige Fördergeldempfänger.¹⁰⁴¹

Trotz der hypothetisch risikomindernden Vorteile von MI kommt der Risikoanalyse von MI-Produkten eine besondere Bedeutung zu. Denn mit der Anlageentscheidung fällt zugleich die Entscheidung darüber, welches Maß an Risiko für eine Stiftungen als akzeptabel angesehen werden kann. Aufgrund der Tatsache, dass Stiftungen häufig unterschiedliche Maßstäbe ansetzen, wenn es um die Risikoevaluation einer MI-Anlage geht, scheint es ratsam zu sein, diese Maßstäbe in Anlagerichtlinien festzulegen.¹⁰⁴² Hierdurch kann im Falle von

¹⁰³⁴ Vgl. Benke (1999), S. 13; Kapitel 4.4.1.

¹⁰³⁵ Zur ausführlicheren Betrachtung der Begriffe Rendite und Risiko siehe Kapitel 4.2 **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden..**

¹⁰³⁶ Vgl. Swack et al. (2007), S. 9.

¹⁰³⁷ Im Jahr 2010 betraf der Anteil an festverzinslichen Positionen in deutschen Stiftungsportfolios 55 %. Vgl. BVDS (2010), S. 82, und Weber et al. (2012), S. 116.

¹⁰³⁸ Vgl. Staub-Bisang (2012), S. 68f.

¹⁰³⁹ Vgl. Tidwell (2012), S. 31.

¹⁰⁴⁰ Vgl. Cooch et al. (2007), S. 38.

¹⁰⁴¹ Vgl. Grantmakers In Health (2011), S. 94.

¹⁰⁴² Vgl. Cooch et al. (2007), S. 38.

auftretenden Verlusten auf diese Statuten und die kapitalerhaltene Intention der Investments verwiesen werden. US-amerikanischen Stiftungen nehmen bei Investments, die eine marktübliche Rendite anstreben und aus dem Grundstockvermögen getätigt werden, eine sehr viel sorgfältigere Risikoanalyse vor, als wenn das MI-Engagement mit Fördergeldern finanziert wird. Die Logik dahinter scheint schlüssig: Mission Investments, die aus Fördergeldern getätigt werden und ihrer Rückzahlungsverpflichtung nicht mehr nachkommen können, können im Notfall als Spenden deklariert werden.¹⁰⁴³ MI-Investments aus dem Grundstockvermögen müssen dagegen die „dauernde und nachhaltige Erfüllung des Stiftungszwecks“¹⁰⁴⁴ sicherstellen und sind dementsprechend achtsamer zu verwalten.¹⁰⁴⁵ Ab welchem Maß an eingegangenem Risiko Stiftungen dazu bereit sind, ihr MI-Engagement aufgrund einer nicht mehr gegebenen ordnungsgemäßen Bewirtschaftung¹⁰⁴⁶ zu beenden, sollte folglich ebenso in den Anlagerichtlinien der Stiftung festgelegt werden.¹⁰⁴⁷

6.3.3.3. Zeithorizont

Ähnlich den konventionellen Anlegern haben Stiftungen neben der Rendite und dem Risiko eines Investments zu entscheiden, in welchem zeitlichen Rahmen sich ihr MI-Engagement bewegen soll. Aufgrund der auf Dauer ausgerichteten Natur von Stiftungen wird gewöhnlich von einem langen Anlagehorizont ausgegangen.¹⁰⁴⁸ Dies befähigt Stiftungen dazu, Investments zu tätigen, die nicht auf eine kurzfristige Gewinnmaximierung, sondern auf eine langfristige Wertsteigerung des Grundstockvermögens abzielen. Im Rahmen des Impact Investings¹⁰⁴⁹ werden solche Investments oft als „geduldiges Kapital“ bezeichnet. Der Acumen Fund, ein global agierender sozialer Wagniskapitalgeber, machte diesen Begriff populär und beschrieb damit Fremd- oder Eigenkapitalinstrumente, die Sozialunternehmer langfristig mit Kapital versorgen.¹⁰⁵⁰ Selbst wenn dieser von Acumen verfolgte Ansatz der Philanthropie für Stiftungen nicht immer passend ist, unterstreicht er dennoch die Bedeutung eines nicht zu unterschätzenden Faktors: der Klarheit darüber, welchen zeitlichen Rahmen ein Investment abdecken soll.¹⁰⁵¹ Die Definition des Zeithorizonts ist bei einer MI-Strategie somit ähnlich wichtig wie bei einer konventionellen Anlagestrategie. Entgegen der auf die Ewigkeit ausgerichteten Vorstellung einer Stiftung kann eine MI-Strategie jedoch die Formulierung eines zeitlichen Rahmens erfordern. Beispielsweise kann ein solches Ziel

¹⁰⁴³ Diese Überlegung stammt aus einer US-amerikanischen Veröffentlichung. Inwieweit dies auch für den deutschen Markt zutrifft, ist rechtlich nicht gänzlich geklärt. Vgl. Cooch et al. (2007), S. 38.

¹⁰⁴⁴ § 4 Abs.1 BremStiftG.

¹⁰⁴⁵ Vgl. Abschnitt 4.3.1.

¹⁰⁴⁶ § 8 Abs.1 S. 1 ThürStiftG.

¹⁰⁴⁷ Vgl. Fritz (2010), S. 167.

¹⁰⁴⁸ Vgl. Falk (2008), S. 3.

¹⁰⁴⁹ Mehr zum Impact Investing: Siehe Abschnitt 5.4.

¹⁰⁵⁰ Vgl. Novogratz (2011), S. 1.

¹⁰⁵¹ Vgl. Rockefeller Philanthropy Advisors (2014), S. 29.

beschreiben, dass nach fünf Jahren 50 Prozent des Stiftungsvermögens in gescreenten Instrumenten und 5 Prozent in Impact Investments anzulegen sind. Hierdurch kann der Erfolg oder Misserfolg des MI-Engagements nach einigen Jahren dokumentiert und in der Folge kommuniziert werden.

6.4. Wahl der zweckbezogenen Investitionsstrategie

6.4.1. Einführung

Nach der Reflexion des Organisationszwecks und der Diskussion über die ideellen Ziele, Wirkungsfelder und finanzielle Erwartungshaltung, folgt dem klassischen Verständnis von strategischem Management zufolge die Wahl der Mittel, die zur Erreichung dieser Mission und Ziele benötigt werden.¹⁰⁵² Es werden die Voraussetzungen und Wege spezifiziert, die dabei helfen, die vermögentechnischen Ziele der Stiftung in der Praxis umzusetzen. Die Mehrzahl der Stiftungen hierzulande verfolgt traditionell eine konservative Anlagestrategie, die ausschließlich von Risiko- und Ertragsgesichtspunkten bestimmt wird.¹⁰⁵³ Eine wachsende Anzahl an Stiftungen weicht jedoch neuerdings von diesem Schema ab. Sie orientieren sich hin zu einer zweckbezogenen Investitionsstrategie, die neben den Fördergeldern auch die Vermögensverwaltung als Mittel zur Verwirklichung des Stiftungszwecks versteht.¹⁰⁵⁴

Die nähere Betrachtung der Mission der Stiftung und die hieraus resultierende inhaltliche Festlegung der Stiftung bilden somit den Ausgangspunkt für die Schaffung eines Orientierungsrahmens für eine konsistente Stiftungsstrategie.¹⁰⁵⁵ Eine solche inhaltliche Festlegung muss bereits bei der Formulierung von Anlagerichtlinien, wie sie oben empfohlen wurde, vorgenommen werden.¹⁰⁵⁶ Diese Anlagerichtlinien werden im folgenden Abschnitt durch Maßnahmen prozessualer Art, die die Bildung einer Stiftungsstrategie intendieren, ergänzt.

6.4.2. Schritte zur strategischen Vermögensaufteilung

Die Strukturierung des Stiftungsportfolios – auch als Asset Allokation bezeichnet – ist ein Ansatz, bei dem die Stiftung die Entscheidung darüber fällt, wie ihr Grundstockvermögen auf die zur Verfügung stehenden Anlagekategorien aufgeteilt wird. Empirische Studien zu dieser Thematik haben verschiedene Ergebnisse bezüglich der Relevanz der Asset Allokation hervorgebracht. Generell wird jedoch ein Großteil der Renditeunterschiede bei Fonds durch

¹⁰⁵² Vgl. Abb. 30: Strategien als hierarchisches Konstrukt.

¹⁰⁵³ Vgl. Then et al. (2012), S. 6f.

¹⁰⁵⁴ Vgl. Jakob und Picht (2012), S. 26.

¹⁰⁵⁵ Vgl. Lang und Schnieper (2006), S. 288.

¹⁰⁵⁶ Zur Definition von Anlagerichtlinien siehe Fußnote 379 und Abschnitt 4.3.3.

deren unterschiedliche Gewichtung von verschiedenen Asset-Klassen erklärt.¹⁰⁵⁷ Bei der traditionellen, rein rendite-risiko-optimierten Vermögensverwaltung greifen Stiftungen hierbei auf die gesamte Bandbreite an Investitionsinstrumenten wie Aktien, Anleihen, Immobilien und Private-Equity-Fonds zurück. Die Zusammensetzung des Portfolios wird an diesem Punkt von Faktoren wie dem Anlageziel, der Einstellung zum Risiko, der gewünschten Rendite sowie durch den Zeithorizont beeinflusst. Bei Stiftungen, die eine zweckorientierte Vermögensanlage anstreben, werden diese Faktoren durch die anvisierten sozialen und ökologischen Ziele ergänzt.¹⁰⁵⁸

Die Allokation von Wertanlagen basiert auf der Beobachtung, dass unterschiedliche Kategorien von Anlagen verschiedene Rendite- und Risiko-Niveaus erreichen. Aufbauend auf dem theoretischen Fundament der modernen Portfoliotheorie können Investoren durch die Streuung des Portefeuilles auf mehrere Anlageklassen dafür sorgen, dass sich das Risiko und die Volatilität reduzieren, während das Renditeziel nur in geringem Maße korrigiert werden muss.¹⁰⁵⁹ Eine nähere Betrachtung der zur Verfügung stehenden Asset-Klassen erscheint demnach als logischer nächster Schritt. Asset-Klassen setzen sich aus ähnlichen Vermögenswerten zusammen, die untereinander ein homogenes und gegenüber anderen Vermögenswerten ein heterogenes Rendite-Risiko-Profil aufweisen.¹⁰⁶⁰ Darüber hinaus erscheint es zweckmäßig, zwischen den von Vermögensverwaltern bevorzugten standardisierten Assets (z. B. Aktien, Anleihen) und nicht standardisierten Assets (z. B. Immobilien, Kunst) zu unterscheiden.¹⁰⁶¹

Im Portfoliomanagement wird mit dem strategischen Investmenthorizont generell eine Zeitspanne von einem bis fünf Jahren bezeichnet.¹⁰⁶² Stiftungen, die einen auf die Ewigkeit ausgerichteten Anlagehorizont besitzen, haben somit eine über das Strategische hinausgehende Asset Allokation vorzunehmen.¹⁰⁶³ Die von Stiftungen bevorzugte Entscheidungsfindungsmethodik stellt hierbei der Top-down-Ansatz dar.¹⁰⁶⁴ Bei diesem Ansatz werden die existierenden „Entscheidungsebenen sukzessive von oben nach unten gemäß ihrem Aggregationsgrad abgearbeitet“.¹⁰⁶⁵ Entscheidungen zur Asset Allokation fallen demnach zunächst auf Asset-Klassen-Ebene, bevor Entschlüsse auf Länder,- Branchen,- und Währungsebene gefällt werden (siehe Abb. 31).

¹⁰⁵⁷ Vgl. Urwin (2010), S. 5.

¹⁰⁵⁸ Vgl. Godeke et al. (2009), S. 56.

¹⁰⁵⁹ Vgl. Abschnitt 4.2: Grundsätze der Vermögensverwaltung.

¹⁰⁶⁰ Vgl. Bruns und Meyer-Bullerdiek (2013), S. 193.

¹⁰⁶¹ Ebd., S. 194f.

¹⁰⁶² Vgl. Bruns und Meyer-Bullerdiek (2013), Abb. C.13, S. 205.

¹⁰⁶³ Vgl. Falk (2008), S. 3.

¹⁰⁶⁴ Vgl. Seidemann (2010), S. 55.

¹⁰⁶⁵ Garz et al. (2012), S. 169.

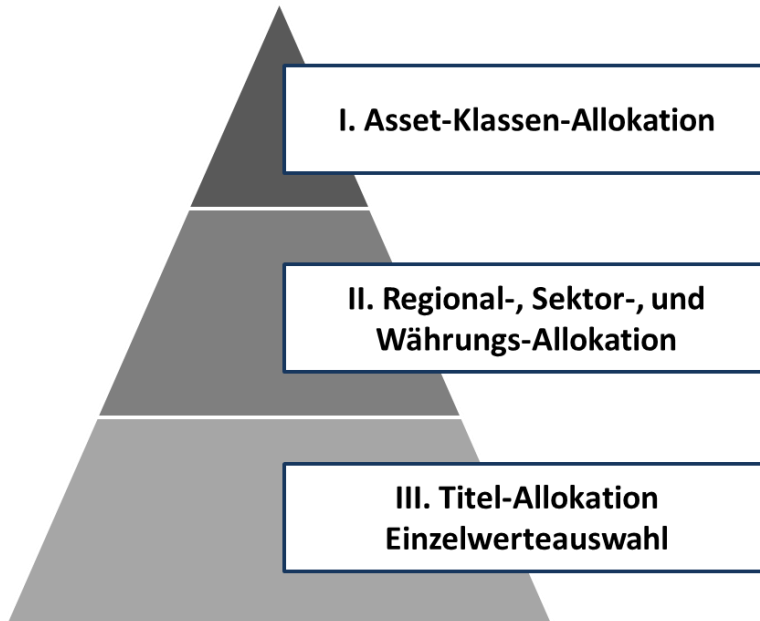


Abb. 31: Top-down-Ansatz bei der Asset Allokation

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Garz et al. (2012), S. 153.

Ob eine Asset-Klasse für den Investor in Frage kommt, hängt laut Spremann (2008) von zwei Faktoren ab:¹⁰⁶⁶

- von den jeweiligen Merkmalen der Assets;
- von der Relevanz dieser Merkmale für den Investor.

Die Kriterien, die Stiftungen bei der Auswahl der Asset-Klassen heranziehen, unterscheiden sich aufgrund der rechtlichen Anforderungen an MI nur in geringem Maße von den Grundanforderungen der traditionellen Vermögensverwaltung.¹⁰⁶⁷ Rendite, Risiko und Liquidität werden somit als Kriterien herangezogen und durch das Ziel der Zweckorientierung ergänzt.¹⁰⁶⁸ Hinsichtlich des Zeitpunktes, an dem neben den traditionellen Anlagekriterien überdies jene zweckorientierten Kriterien zum Tragen kommen, kann teilweise nur spekuliert werden. Es gibt Autoren, die davon ausgehen, dass das Kriterium der Nachhaltigkeit (d. h. die Zweckorientierung) in der Regel erst bei der Titelselektion zum Tragen kommt.¹⁰⁶⁹ Andererseits kann hypothetisch davon ausgegangen werden, dass MI-relevante Anlagerichtlinien schon auf der Länder- und Branchen-Ebene die Entscheidungsfindung beeinflussen können. Denn Anlagerichtlinien, die versuchen, eine Zweckkonformität bei der Vermögensverwaltung herzustellen, beinhalten nicht selten Vorgaben zu Branchen und

¹⁰⁶⁶ Vgl. Spremann (2008), S. 11.

¹⁰⁶⁷ Zu den rechtlichen und den ökonomischen Anforderungen siehe Abschnitt 4.3.1.

¹⁰⁶⁸ Abgesehen von MI-Instrumenten aus Fördergeldern. Vgl. Abschnitt 4.4.2.

¹⁰⁶⁹ Vgl. Seidemann (2010), S. 55.

Regionen, in denen Investments unterbunden oder aktiv gefördert werden sollen.¹⁰⁷⁰ Auf diese Weise kommen die zweckorientierten Kriterien nicht erst bei der Einzeltitelauswahl zum Tragen, sondern grenzen das Anlageuniversum schon auf einer Aggregats-Ebene ein (siehe Ebene II in Abb. 31).

Zusammenfassend können nach Emerson et al. (2004) zwei Dinge als essentiell betrachtet werden, um als Vermögensverwalter das volle Potenzial eines Stiftungsportfolios auszuschöpfen zu können. Erstens ist es erforderlich, dass Stiftungen ein Verständnis für die Bandbreite an zur Verfügung stehenden Anlageinstrumenten entwickeln. Zweitens gilt es zu begreifen, inwieweit die bisherige Investitionsstrategie angepasst werden muss, um extrafinanzielle, zweckrelevante Faktoren berücksichtigen zu können.¹⁰⁷¹

6.4.3. Das Kontinuum der Anlagemöglichkeiten

Die in Kapitel 5 vorgestellten Instrumente des MI unterscheiden sich nicht nur bezüglich ihres zu erwartenden Impacts, sondern auch in Bezug auf ihre finanzielle Performance. Die meisten Publikationen zum Thema SRI und Impact Investing versuchen, diese Wechselbeziehung grafisch darzustellen und die Wertanlagen thematisch einzuteilen. Auf der einen Seite werden hierbei jene Investments abgebildet, die rein finanzieller Natur sind („Finance First“-Ansatz), auf der anderen Seite jene Anlagen, die rein ideelle Zwecke verfolgen („Impact Only“-Ansatz).¹⁰⁷² Diese, durchaus auch kritisch zu sehende, Einteilung der Anlagen in zwei sich gegenüberstehende Philosophien bildet in den meisten Fällen das grafische Grundgerüst jener Abbildungen, die eine weitere Unterteilung der Anlagemöglichkeiten vornehmen (siehe Abb. 32).¹⁰⁷³



Abb. 32: Eine grobe Einteilung des Spektrums an Anlagemöglichkeiten

Quelle: Eigene Darstellung

Diese Einteilung von Anlagemöglichkeiten in nur zwei Kategorien wird mit Hinblick auf vorhandene SRI-Literatur in der Regel durch eine Dritte Kategorie ergänzt. Denn es liegt in der Natur der Nachhaltigen Geldanlage, eine Brücke zwischen den traditionellen, rein

¹⁰⁷⁰ Vgl. Abschnitt 5.2: Negative und positive Screening-Techniken.

¹⁰⁷¹ Vgl. Emerson et al. (2004), S. 10.

¹⁰⁷² Vgl. Sonen Capital (2012), S. 10 und Beschreibungen von Godeke et al. (2009), S. 39.

¹⁰⁷³ Mehr zu dieser Kritik an der Einteilung von Investmentansätzen in Abschnitt 6.4.4.

Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren

renditeausgerichteten Investments auf der einen und der Philanthropie auf der anderen Seite zu schlagen. Anlagemöglichkeiten, die eine positive soziale oder ökologische Wirkung haben und zusätzlich hierzu eine gewisse finanzielle Rendite erzielen, bilden demnach eine Zwischenkategorie zwischen den traditionellen Investments auf der einen und Spenden auf der anderen Seite (siehe Abb. 33). Aufgrund der in Kapitel 5.2.5.2 aufgezeigten Möglichkeit nachhaltiger Anlageprodukte, die Renditen herkömmlicher Investments zu erzielen, reicht diese Zwischenkategorie auch in der Grafik an die finanzielle Rendite traditioneller Investments heran.

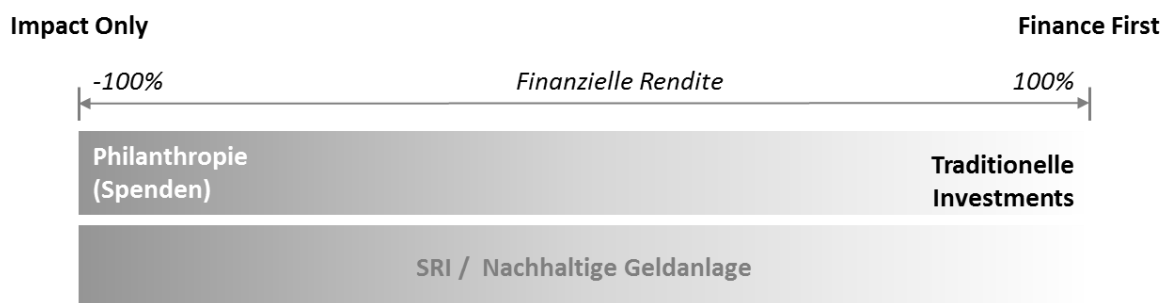


Abb. 33: Die Vermischung von traditionellen und philanthropischen Anlagezielen

Quelle: Eigen Darstellung

Ein populärer Ansatz bei Stiftungen ist es jedoch, die SRI-Anlagemöglichkeiten und Impact Investments nicht nur innerhalb dieses Spektrums aufzuzeigen, sondern gezielt zwischen Investments mit einer marktüblichen Rendite und solchen, die Untermakrenditen erbringen, zu unterscheiden.¹⁰⁷⁴ Die SRI-Ebene wird hierfür erneut geteilt und führt zu einer strikten Trennung zwischen den finanziell und den karitativ ausgerichteten Mission Investments.¹⁰⁷⁵ Aufgrund des wirkungsorientierten Ansatzes von MI wird an dieser Stelle aus der eindimensionalen Darstellung, die nur dazu in der Lage ist, die MI-Instrumente anhand ihrer finanzielle Rendite einzuordnen, ein zweidimensionales Koordinatensystem, das die verschiedenen MI-Instrumente zusätzlich anhand einer Wirkungsdimension einzuordnen vermag (siehe Abb. 34).¹⁰⁷⁶ Hierzu wird das Anlagespektrum in Mission Investments mit Markt- und Untermakrendite unterteilt. Zur Unterscheidung dieser beiden Kategorien wird das Kriterium herangezogen, ob eine marktübliche Rendite von diesen Investments angestrebt oder ob bewusst auf Rendite verzichtet wird. Marktübliche Investments wären somit jene Anlageoptionen, die theoretisch auch für konventionelle Anleger interessant sind.

¹⁰⁷⁴ Vgl. Godeke und Bauer (2008), S. 47f.

¹⁰⁷⁵ Vgl. Cooch und Kramer (2007), S. 46.

¹⁰⁷⁶ Vgl. die Grafiken aus Abschnitt 2.3.2.2.

Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren

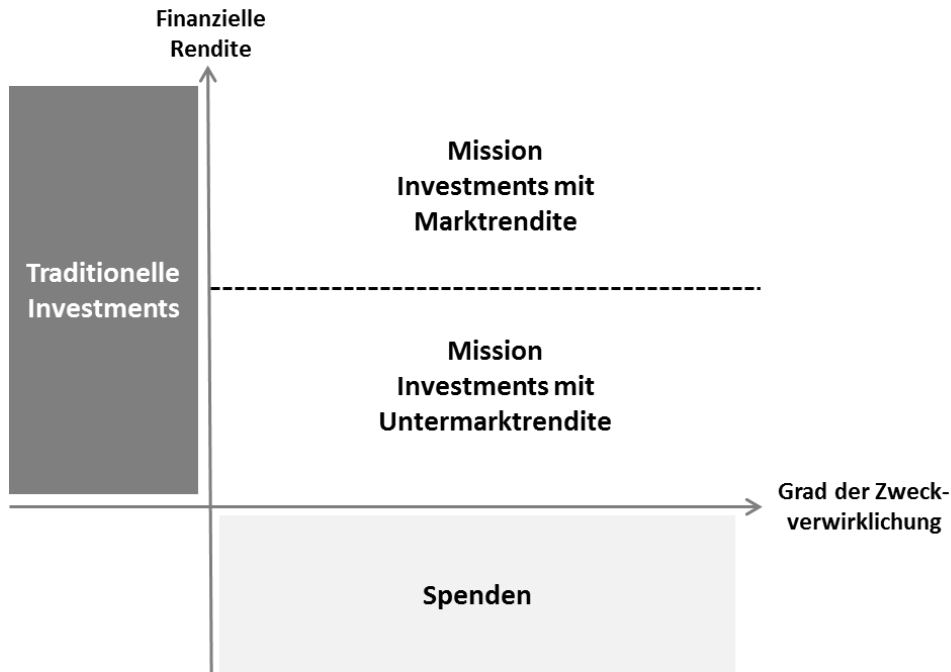


Abb. 34: Die Teilung des MI-Anlagespektrums der Stiftung

Quelle: Eigene Darstellung

Auch Schneeweiß und Weber (2012) unterteilen Investments bezüglich ihrer angestrebten Rendite. Die Autoren ergänzen zudem eine Kategorie, in die jene Investments fallen, die nur einen Kapitalerhalt intendieren. Zwischen Spenden auf der einen Seite und traditionellen Investments auf der anderen Seite finden sich demnach drei Anlagekategorien, die für Stiftungen bedeutsam sind. Hinsichtlich der Relevanz für den Deutschen Stiftungsmarkt unterscheiden die Autoren zusätzlich, ob die Investments aus dem Grundstockvermögen oder den Fördermitteln der Stiftung getätigt werden (siehe Abb. 35).

Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren

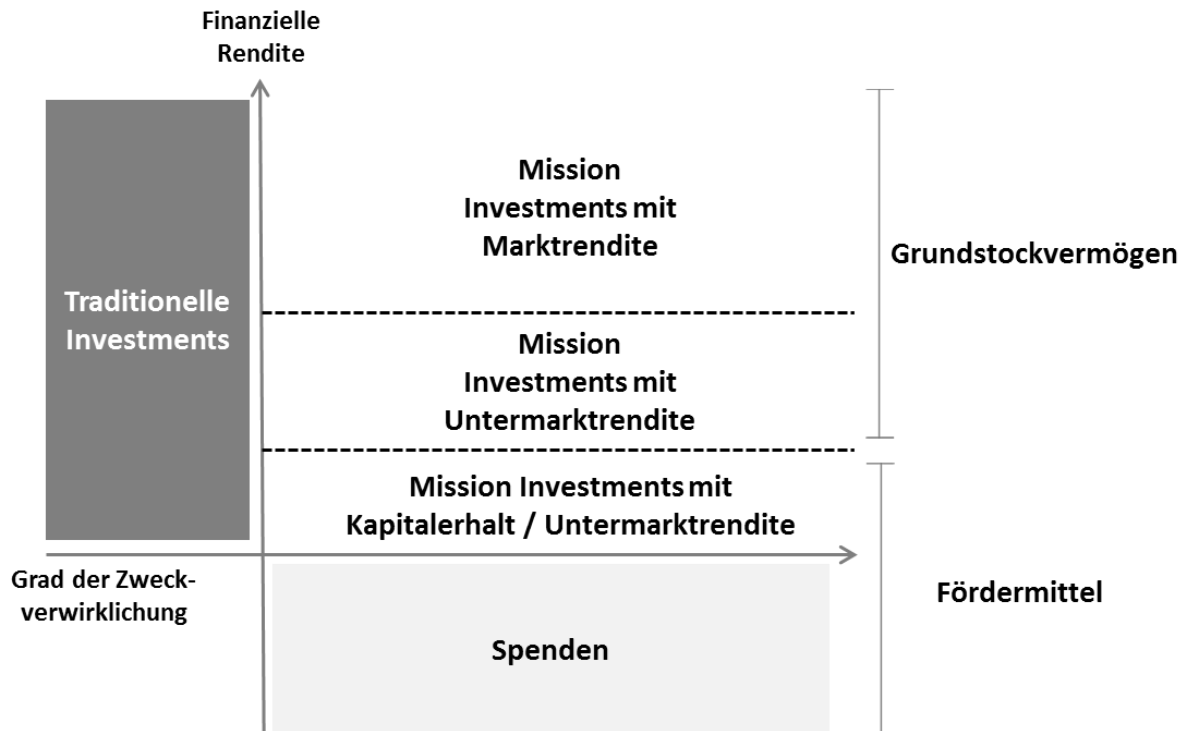


Abb. 35: Das Anlagespektrum einer Stiftung

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Schneeweiß und Weber (2012), S. 15.

Diese von den Autoren verwendete Einteilung des Anlagespektrums erscheint in Bezug auf den Deutschen Stiftungssektor sinnvoll. Denn besonders das Grundstockvermögen kann hierzulande – aufgrund gesetzlicher Regelungen – nicht nach Belieben investiert werden. Diese Einordnung des Anlagespektrums bietet somit zunächst eine Übersicht über die zur Verfügung stehenden Anlagemöglichkeiten, indem Kategorien hinsichtlich der Marktrendite oder Untermarktrendite gebildet werden. Die Autoren versäumen es jedoch, die konkreten MI-Instrumente den von ihnen identifizierten Kategorien zuzuordnen und abzubilden.¹⁰⁷⁷ Diese Lücke versucht Abb. 36 zu schließen, indem die in dieser Arbeit besprochenen MI-Instrumente im gezeigten Anlagespektrum anhand ihrer intendierten Rendite und des zu erwartenden Grads der Zweckverwirklichung eingeordnet werden. Dem negativen Screening wird hierbei adhäriert, am wenigsten zur Zweckverwirklichung beizutragen; ihm folgen das Engagement, das positive Screening und das Impact Investing.¹⁰⁷⁸ Letzterem MI-Instrument wird demnach die höchste potentielle gesellschaftliche Wirkung zugeschrieben.

¹⁰⁷⁷ Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 25f.

¹⁰⁷⁸ Diese Einteilung fußt auf einer Studie des Meyer Memorial Trust, einer US-amerikanischen Stiftungen, die maßgeblich an der Weiterentwicklung von MI beteiligt ist. Vgl. Baratoff und Chen (2008), S. 19. Studie der Harvard Kennedy School zu den MI-Investments des Meyer Memorial Trusts: Bleiberg et al. (2010).

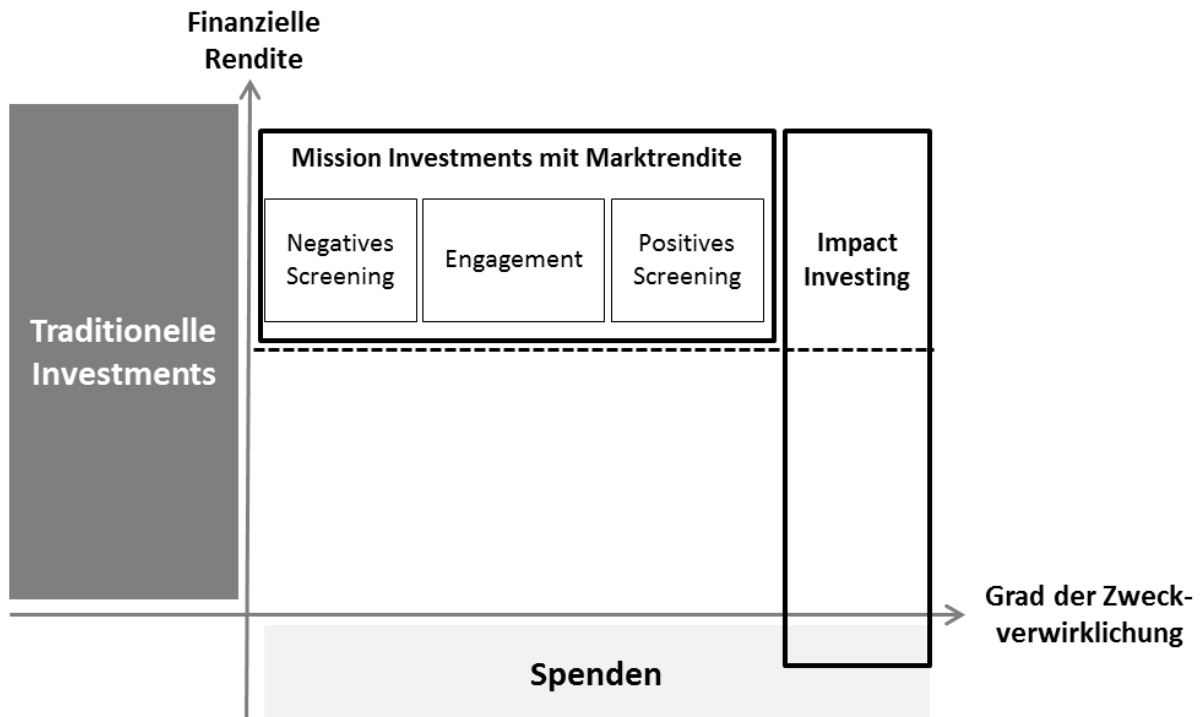


Abb. 36: Die MI-Instrumente im Anlagespektrum

Quelle: Eigene Darstellung

Dieser Darstellung der MI-Instrumente liegt die Annahme zugrunde, dass mit jeglichen Instrumenten der Nachhaltigen Geldanlage (d. h. Screens und Engagement) generell eine Rendite, die mindestens der Marktrendite entspricht, angestrebt wird. Denn nur durch diese Intention kann das Grundstockvermögen in diese Instrumente investiert werden, ohne die rechtlichen Grenzen bei der Vermögensverwaltung zu überschreiten. Für Impact Investments, deren Rendite je nach Strukturierung stark variieren kann, gilt diese Einteilung nicht. Denn für dieses Instrument existiert ein Quasikontinuum, bei dem keine klare Trennlinie zwischen der einen und der anderen Renditekategorie gezogen werden kann (siehe Abb. 36).¹⁰⁷⁹

In der Amerikanischen Stiftungsliteratur wird hinsichtlich der Anlagemöglichkeiten von Stiftungen an diesem Punkte häufig auf eine von der F.B. Heron Foundation entwickelte Abbildung, die die Bandbreite der Anlagemöglichkeiten für Stiftung aufzeigt, verwiesen (siehe Abb. 37).¹⁰⁸⁰ Diese Darstellung versucht, die Investmentmöglichkeiten einer Stiftung nicht nur hinsichtlich ihrer zu erwartenden Rendite auf einer Metaebene zu trennen, sondern auch, sie anhand ihres Risikos zu sortieren. Bei der nachhaltigen Asset Allokation sollte dieser risikobasierten Einteilung laut Staub-Bisang (2012) ein besonderes Augenmerk

¹⁰⁷⁹ Emerson führt dies auf die zunehmende Anzahl und Komplexität der Anlageinstrumente innerhalb des MI-Marktes zurück. Vgl. Emerson et al. (2004), S. 12.

¹⁰⁸⁰ Vgl. Swack et al. (2007), S. 9.

Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren

geschenkt werden. Denn Aufgrund des oft bestehenden kurzen Track Records von MI-Produkten kann deren zukünftige Rendite stark von der vergangenen Rendite abweichen.¹⁰⁸¹

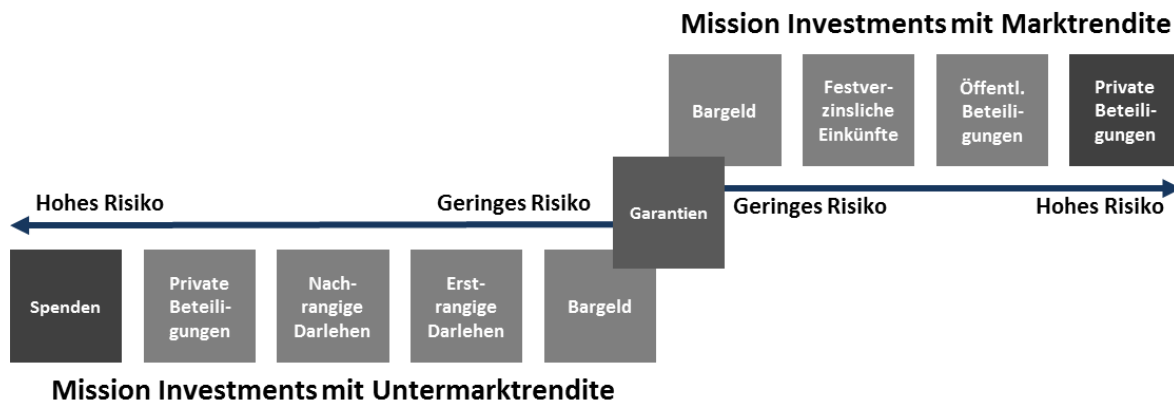


Abb. 37: Das Kontinuum an Asset-Klassen nach der F.B. Heron Foundation

Quelle: Eigene Darstellung nach Swack et al. (2007), S. 9.

Während sich im Zentrum der Abbildung die risikoärmeren Investments befinden, steigt nach links und rechts hin das Risikoniveau der Anlagen an. Garantien bilden hierbei eine Ausnahme, da ihr Risikoniveau stark variieren kann. Die Bandbreite von SRI-Produkten reicht somit auf beiden Rendite-Ebenen von Bargeld-Anlagen bei nachhaltigen Banken bis hin zu privaten Beteiligungen an Unternehmen, die eine gewisse soziale Wirkung intendieren. Abgesehen von Immobilien, die generell als wertbeständige und demzufolge als passende Anlage für Stiftungen angesehen werden,¹⁰⁸² deckt die F.B. Heron Foundation damit die größten für Stiftungen relevanten Asset-Klassen ab. Auch die von Stiftungen getätigten Spenden werden, obwohl sie keine finanzielle Rendite erwirtschaften, in diese Darstellung mitaufgenommen. Denn Spenden bieten Stiftungen die Möglichkeit, eine Beziehung zu den Fördergeldempfängern aufzubauen und somit langfristig solche „Spenden empfangenden“ Organisationen zu potentiellen Investmentzielen zu machen.¹⁰⁸³

Wird dieses Kontinuum an Asset-Klassen der F.B. Heron Foundation nun in die in diesem Kapitel entwickelten Darstellung des Anlagespektrums eingefügt, entsteht folgendes Bild:

¹⁰⁸¹ Vgl. Urwin (2010), S. 6.

¹⁰⁸² Vgl. Schindler (2003), S. 3.

¹⁰⁸³ Siehe hierzu Kapitel 3.2.2. Vgl. Swack et al. (2007), S. 9.

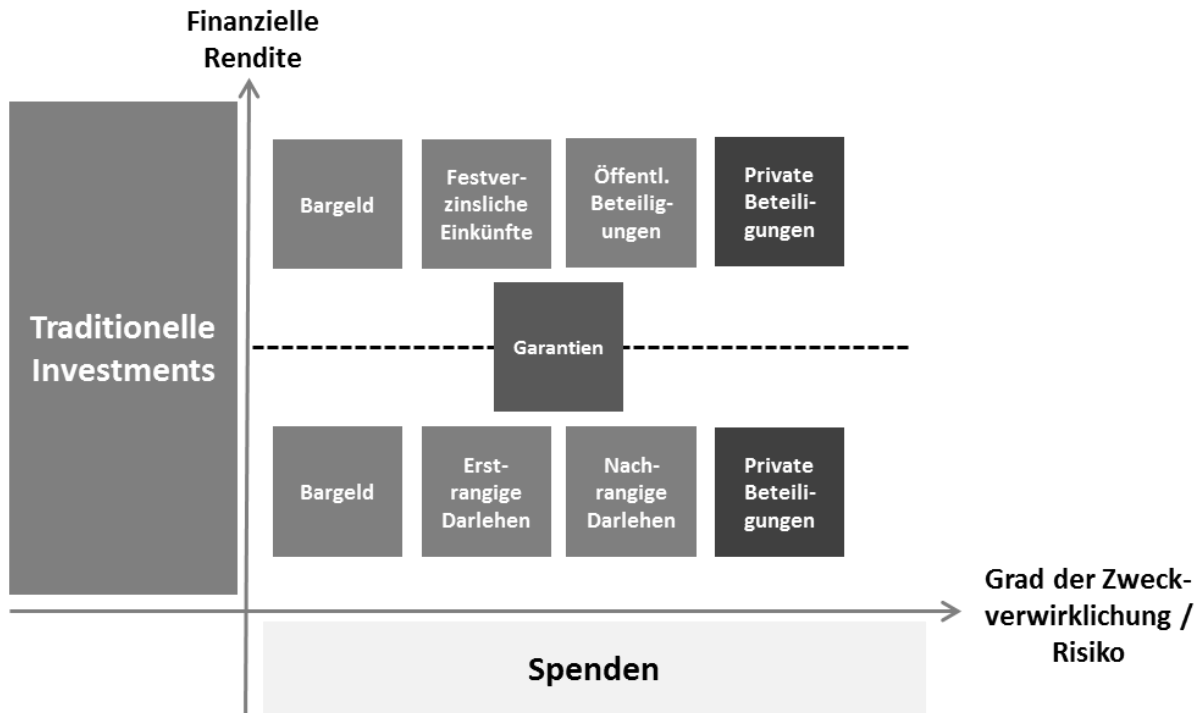


Abb. 38: Die Assetklassen F.B. Heron Foundation und

Quelle: Eigene Darstellung.

Die Achse der Zweckverwirklichung wird, der schematischen Verständlichkeit halber, gleichgesetzt mit dem von der F.B. Heron Foundation verwendeten Risikomaß für die jeweiligen Anlageklassen. Allein Spenden fallen in dieser Darstellung weg, da diese in dem zugrunde liegendem Anlagespektrum bereits vorkommen.¹⁰⁸⁴ Diese Darstellung geht in ihrer praktischen Anwendbarkeit noch einen Schritt weiter als Abb. 36. Denn an dieser Stelle werden nicht nur die Instrumente des MI, sondern konkrete Asset-Klassen in dem der Stiftung zu Verfügung stehendem Anlagespektrum aufgezeigt. Mit Blick auf dieses Anlagespektrum gilt es, die nach Rendite- und Risiko-Aspekten passende Anlageklasse für den gewünschten Zweck herauszusuchen.¹⁰⁸⁵ Am Ende muss jedoch in den seltensten Fällen jede einzelne Anlage dem Rendite-Risiko-Profil gerecht werden. Es ist vielmehr erforderlich, dass das gesamte Stiftungsportfolio zusammengenommen das gewünschte Profil erreicht.¹⁰⁸⁶ Diese Sichtweise ermöglicht es Stiftungen, in ihrem MI-Portfolio theoretisch risikoarme, rein renditeausgerichtete Investments zu halten. Werden diese Positionen dann mit risikoreicheren wirkungsorientierten Anlagen in einem Portfolio kombiniert, kann aus der Portfoliosicht eine gewisse Rendite bei einem moderaten Risiko und einer gewissen Wirkung erzielt werden.

¹⁰⁸⁴ Vergleiche hierzu: Abb. 34 und Abb. 37.

¹⁰⁸⁵ Vgl. Staub-Bisang (2012), S. 101.

¹⁰⁸⁶ Vgl. Wigand et al. (2011), S. 150. Für einen tieferen Einblick in die jeweiligen Asset-Klassen, ihre Risiken und Möglichkeiten in Bezug auf Nachhaltigkeit siehe: Staub-Bisang (2012), S. 123–218.

6.4.4. Erstellung einer vereinigten Investmentstrategie

Die von der F.B. Heron Foundation verwendete strenge Einteilung in Investments, die eine Marktrendite oder eine Untermarktrendite anstreben, stößt jedoch nicht nur auf Begeisterung. Kritiker bemängeln an dieser, dass all jene Publikationen, die das Anlagespektrum in „Impact Only“, „Impact First“ oder „Finance First“ einteilen, suggerieren, dass sich ein Investor zwischen einem dieser beiden Ansätze zu entscheiden habe.¹⁰⁸⁷ Es besteht somit nur die Möglichkeit, entweder eine finanzielle Rendite zu erwirtschaften oder sozialen Mehrwert zu schaffen.

Diese Trennung lässt sich teilweise auf die traditionell weitverbreitete Auffassung der wirtschaftlichen Bevorzugung zurückführen. Die Idee hierbei ist, dass Unternehmen und Vermögensverwalter ihrer sozialen Verantwortung am besten dadurch gerecht werden, dass sie einen größtmöglichen finanziellen Mehrwert für ihre Anleger erwirtschaften.¹⁰⁸⁸ Die Entscheidung darüber, ob der Anleger diesen finanziellen Mehrwert dann ebenfalls dafür einsetzt, sozialen Mehrwert zu schaffen, wird jedem Anleger indes selbst überlassen. Die strikte Trennung zwischen zwei als unvereinbar geltenden Anlagezielen herrscht teilweise bis heute vor. Diese Disparität wurde in der jüngsten Finanzkrise zwar teilweise dadurch aufgeweicht, dass Vermögensverwalter auf der Suche nach alternativen Anlageobjekten vermehrt auf SRI-Anlageformen aufmerksam wurden.¹⁰⁸⁹ Dennoch wird traditionell eine soziale Rendite weiterhin mit einer Einbuße auf Seiten der finanziellen Rendite assoziiert.¹⁰⁹⁰

Wird die Aufmerksamkeit jedoch nur auf die finanzielle Form der Mehrwertgenerierung gelegt, kann die Chance dazu verpasst werden, das gesamte Spektrum an potentiellen Wertsteigerungen zu erkennen. Die Polarisierung von Anlageobjekten steht demnach in der Kritik. Denn „Impact First“- und „Finance First“-Strategien müssen sich nicht von vornherein gegenseitig ausschließen. Laut Weber und Scheck (2012) kann durchaus „eine positive Korrelation zwischen finanzieller Rendite und sozialer Wirkung bestehen“.¹⁰⁹¹ Eine strikte Trennung zwischen der finanziellen und der sozialen Sphäre¹⁰⁹² kann demnach – mit Blick auf die finanzielle Performance von SRI-Produkten¹⁰⁹³ – als nicht mehr zeitgemäß betrachtet werden. Ein „Trade-off“ zwischen der finanziellen Rendite und einer theoretischen sozialen Mehrwertgenerierung kann nicht ausgemacht werden. Demzufolge können Stiftungen durch die Auswahl der richtigen SRI- und Impact-Investing-Produkte ihren stiftungsrechtlichen

¹⁰⁸⁷ Vgl. Freireich und Fulton (2009), S. 31f.

¹⁰⁸⁸ Vgl. Friedman (1970), S. 1.

¹⁰⁸⁹ Vgl. Eurosif (2012), S. 37.

¹⁰⁹⁰ Vgl. Grabenwarter und Liechtenstein (2011), S. 14.

¹⁰⁹¹ Weber und Scheck (2012), S. 10.

¹⁰⁹² Wie sie in Abb. 34 bis Abb. 37 dargestellt wird.

¹⁰⁹³ Vgl. Abschnitt 5.2.5.2, S. 115.

Pflichten nachkommen, während sie gleichermaßen dem moralischen Anspruch an ihre Wertanlagen gerecht werden. Es verwundert daher nicht, dass Investoren zunehmend den Gedanken ablehnen, sich zwischen Profitmaximierung und Spenden entscheiden zu müssen.¹⁰⁹⁴

Stiftungsaktivitäten im Bereich des MI versuchen, Mehrwert jenseits dieser strikten Trennung zu schaffen. Durch die Verknüpfung der finanziellen und sozialen Dimension intendiert MI ein nie dagewesenes Potenzial freizusetzen.¹⁰⁹⁵ Diese Verknüpfung versuchte schon Emerson (2002) grafisch darzustellen, indem er die finanzielle sowie die soziale Dimensionen innerhalb eines zweidimensionalen Koordinatensystems zusammenführte (siehe Abb. 39). Innerhalb dieses Koordinatensystems werden die Achsen, die den ökonomische Mehrwert (V_E) und den sozialen Mehrwert (V_S) darstellen, zusammen betrachtet.

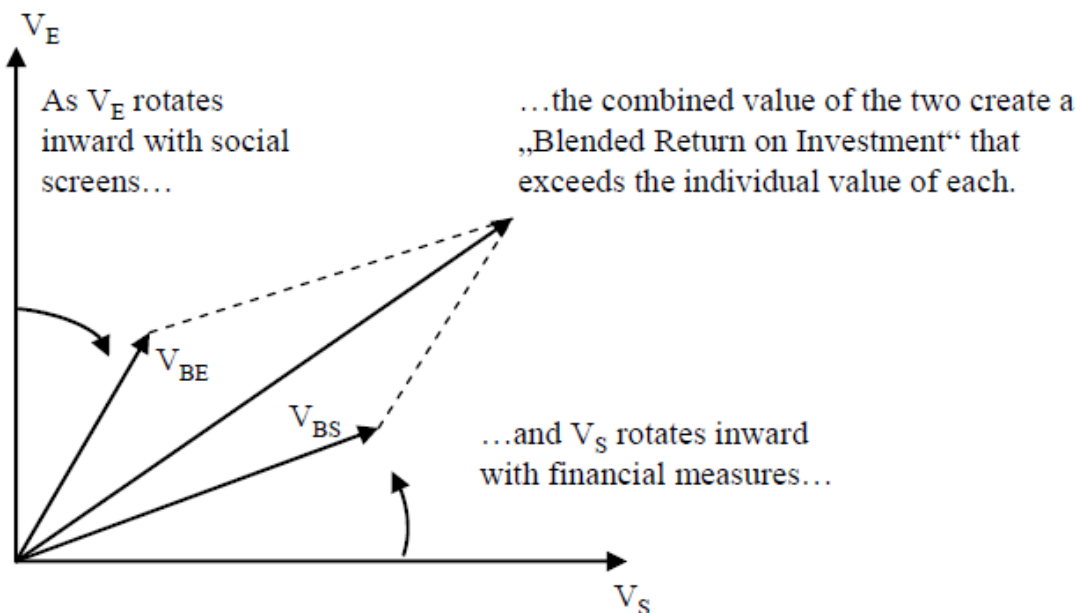


Abb. 39: Mehrwertmaximierung durch die „vereinigte Rendite“

Quelle: Emerson (2002), S. 15.

Der rein ökonomischen Wirkung (V_E) einer Anlage kann beispielsweise durch Screening-Techniken eine soziale Dimension hinzugefügt werden. Umgekehrt kann der Sozialen Wirkung (V_S) eines Investments durch finanzielle Maßnahmen eine monetäre Richtung gegeben werden.¹⁰⁹⁶ Dieses „Einschwenken“ der beiden Achsen – wie in Abb. 39 demonstriert – und der Perspektivenwechsel hin zu einer „vereinigten Rendite“, führt dazu,

¹⁰⁹⁴ Vgl. Weber (2013), S. 20.

¹⁰⁹⁵ Vgl. Kramer et al. (2010), S. 23.

¹⁰⁹⁶ Vgl. Emerson (2002), S. 15.

Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren

dass der insgesamt generierte Mehrwert maximiert wird.¹⁰⁹⁷ Die Kritiker des Ansatzes der doppelten Rendite monieren, dass es innerhalb eines sozialen Settings unangebracht sei, von einer finanziellen Rendite zu sprechen.¹⁰⁹⁸ Denn hierdurch werde die Ökonomisierung des sozialen Sektors weiter vorangetrieben. Diese Argument sollte, laut Sprinkart und Gottwald (2013) jedoch nicht dazu verwendet werden, den unvermeidlichen gesellschaftlichen Lernprozess, den der Ansatz der doppelten Rendite innerhalb der Finanzwelt und des sozialen Sektors impliziert, zu verweigern.

Die Kritik an Emersons Ansatz baut des Weiteren auf der Prämisse auf, dass dieser Ansatz Unternehmer daran hindere, eine klare Strategie zu verfolgen. Denn wenn von den Investitionsempfängern eine soziale und eine ökonomische Mehrwertgenerierung verlangt werden, kann dies dazu führen, dass eines dieser Ziele priorisiert wird. Dann wird entweder im Sinne des traditionellen Unternehmertums oder der reinen Philanthropie gehandelt.¹⁰⁹⁹ Darüber hinaus scheint die Erzielung einer gleichzeitigen Rendite in beiden Feldern unrealistisch an. Denn erfahrungsgemäß werden zur sozialen und ökologischen Mehrwertgenerierung finanzielle Mittel benötigt, die jedoch nur durch den Einsatz traditioneller unternehmerischer Maßnahmen erzeugt werden können. Dieser Druck führt laut Pirson (2012) dazu, dass Sozialunternehmen entweder eine traditionelle Strategie der Gewinnmaximierung verfolgen oder sich komplett von den üblichen Geschäftspraktiken verabschieden, um ihre soziale oder ökologische Mission nicht zu korrumpieren.¹¹⁰⁰ Eine vereinigte Rendite scheint demnach nur schwer in der unternehmerischen Praxis realisierbar zu sein. Es hat somit den Anschein, dass die Vorstellung, man könne in beiden Bereichen gleichzeitig eine Rendite erzielen, zwar Kritik hervorrufen mag, aber am Ende die Vorteile dieser Sichtweise die mutmaßlichen Nachteile mehr als ausgleichen können.

Der Nutzen einer MI-Strategie kann somit theoretisch weit über die bloße Implementierung einzelner Instrumente hinausgehen. Eigentlich sind alle Anlagen einer Stiftung in ihrer Gesamtheit und als vereintes Portfolio zu betrachten. Die Forderung nach einer solchen Portfolio-Perspektive in Bezug auf potentielle Investments wurde zwar von Wigand et al. (2011) schon für die traditionelle Vermögensverwaltung von Stiftungen verlangt. Der Appell, eine vereinigte Investmentstrategie zu verfolgen, geht einen Schritt weiter. Anlagen werden nicht nur innerhalb des Stiftungsportfolios bewertet, sondern auch in Bezug auf ihren Beitrag zur vereinigten Rendite beurteilt.¹¹⁰¹ Der so generierte Mehrwert kommt neben den

¹⁰⁹⁷ Abb. 39 geht zum Zwecke der Veranschaulichung davon aus, dass beiden Achsen gleich gewichtet werden.

¹⁰⁹⁸ Vgl. Sprinkart und Gottwald (2013), S. 127.

¹⁰⁹⁹ Vgl. Kirstein (2014), S. 16.

¹¹⁰⁰ Vgl. Pirson (2012), S. 43f.

¹¹⁰¹ Vgl. Emerson et al. (2004), S. 13.

Anteilseignern auch anderen Stakeholdern zugute.¹¹⁰² Zusammenfassend bedeutet diese Anlagestrategie, dass sowohl philanthropische als auch finanzielle Investitionsentscheidungen im Sinne einer Maximierung der vereinigten Rendite zu treffen sind, um auf diese Weise den mit Stiftungsmitteln erzeugten gesellschaftlichen Mehrwert zu maximieren.¹¹⁰³

6.4.5. Festlegung der Zuständigkeiten

Inwiefern eine Stiftung dazu in der Lage ist, ihre MI-Strategie umzusetzen, hängt neben den für diesen Zweck bereitgestellten Ressourcen größtenteils von den internen Personalkapazitäten der Stiftung ab.¹¹⁰⁴ Während große Stiftungen bei der Bewältigung ihre administrativen Aufgaben nicht selten in den Genuss von Skaleneffekten kommen,¹¹⁰⁵ haben mittelgroße Stiftungen¹¹⁰⁶ relativ gesehen den größten Verwaltungsaufwand aller Stiftungen zu tragen.¹¹⁰⁷ Denn kleinere Stiftungen, die keine oder wenige Mitarbeiter beschäftigen, können im Regelfall auf die ehrenamtliche Unterstützung des Stifters oder der Stifterfamilie zurückgreifen und somit ihre Verwaltungskosten gering halten.¹¹⁰⁸

Im Hinblick auf die Implementierung von MI scheint es jedoch nicht unbedingt von Vorteil zu sein, wenn eine Stiftung groß ist. Bekanntermaßen kommt es ab einer gewissen Stiftungsgröße zur Aufgabentrennung zwischen den Verwaltern des Stiftungsvermögens und den Programmverantwortlichen, die die Spendenaktivitäten der Stiftung überwachen.¹¹⁰⁹ Hierdurch kann eine gedankliche Barriere zwischen den Mitarbeitern der verschiedenen Abteilungen entstehen. Divergierende Tätigkeiten und Kompetenzen führen dazu, dass sich mit zunehmender Größe der Stiftung diese Aufgabenbereiche nicht nur gedacht, sondern auch rein physisch voneinander wegbewegen. Während sich die Programmverantwortlichen um ausschließlich soziale Aspekte bemühen, bewegen sich die Vermögensverwalter in rein finanziellen Sphären. Ein Konzept wie MI, welches die Zusammenarbeit und das Knowhow beider dieser Welten benötigt, scheint demzufolge auf Hindernisse zu stoßen.¹¹¹⁰

Im Falle eines geplanten MI-Engagements kann die Aufgabentrennung bei größeren Stiftungen somit zum Problem werden. Amerikanische Publikationen gehen sogar so weit,

¹¹⁰² MI fördert hierdurch die Bewegung, die den Stakeholder-Ansatz als veraltet ansieht und einen Shared-Value-Ansatz fordert. Vgl. Porter und Kramer (2011).

¹¹⁰³ Vgl. Staub-Bisang (2012), S. 87.

¹¹⁰⁴ Vgl. Wood und Hagerman (2010), S. 264.

¹¹⁰⁵ Besser bekannt als „Economies of Scale“. Vgl. Woll (2008), S. 690.

¹¹⁰⁶ In dieser Arbeit sind damit jene Stiftungen mit einem Vermögen zwischen 10 und 50 Mio. Euro gemeint.

¹¹⁰⁷ Vgl. The Foundation Center (2011), S. 3.

¹¹⁰⁸ Vgl. Freeman (1991), S. 102.

¹¹⁰⁹ Vgl. Lipman (2006), S. 6. Als Beispiel führt der Autor die Bill and Melinda Gates Foundation an.

¹¹¹⁰ Vgl. Emerson (2003b), S. 40f.

Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren

diese Aufgabentrennung als eines des größten Hindernisses auf dem Weg zu einer funktionierenden MI-Strategie darzustellen.¹¹¹¹ Während beispielsweise das Programmteam zwar geübt in der Verwaltung von Fördergeldern und der Auswahl von Fördergeldempfängern ist, haben diese Mitarbeiter – neben begrenzten zeitlichen Kapazitäten – jedoch keine spezielle Expertise, wenn es darum geht, Anlageentscheidungen zu treffen. Diese Tatsache allein kann die Bereitschaft dieser Mitarbeiter, sich mit Fragen des MI auseinanderzusetzen, bereits erheblich reduzieren.¹¹¹²

Bei kleinen und mittelgroßen Stiftungen, die die deutsche Stiftungslandschaft dominieren, stellt diese Aufgabentrennung jedoch kein sonderliches Problem dar.¹¹¹³ Diese Stiftungen verfügen zwar meist nur über begrenzte personelle, finanzielle und fachliche Kapazitäten: Die Recherche und die Prüfung von MI-Anlagemöglichkeiten und Anlagerisiken sowie die Entscheidung über Anlagevorschläge können somit die Fähigkeiten der (ehrenamtlichen) Mitarbeiter übersteigen. Die begrenzte Größe kann jedoch ebenfalls von Vorteil sein: Bis zu einer gewissen Größe einer Stiftung werden zumeist die Vermögensverwaltung und die Aufgaben des Programteams¹¹¹⁴ in ein und derselben geschäftsführenden Person vereint.¹¹¹⁵ Es entsteht somit zunächst der Eindruck, dass kleinere Stiftungen durch ihre begrenzten Kapazitäten Schwierigkeiten haben könnten, sich des MI anzunehmen. Falls sie jedoch den Schritt wagen, besitzen sie aufgrund der bestehenden Personalunionen einen administrativen Vorteil gegenüber Stiftungen mit einer strikten Aufgabentrennung.¹¹¹⁶

Große Stiftungen stehen demnach vor der Aufgabe, die Zuständigkeiten und Verantwortlichkeiten zwischen der vom übrigen Stiftungsgeschäft losgelösten Vermögensverwaltung und den Mitarbeitern der Zweckerfüllung zu verteilen. Nach Carl-August Graf von Kospoth – dem Geschäftsführer der Eberhard von Kuenheim Stiftung der BMW AG – gilt es, die bestehende gedankliche Trennung,¹¹¹⁷ die weiterhin das Selbstverständnis großer Stiftungen prägt, ein Stück weit aufzuweichen.¹¹¹⁸ Denkbare Schritte, die dabei helfen, eine wirksame organisatorische Plattform zu schaffen, auf der eine Zusammenarbeit beider Stiftungsbereiche möglich ist, sind:¹¹¹⁹

- eine gemeinsame Diskussion über die Mission und Vision der MI-Aktivitäten;
- die Entwicklung eines gemeinsamen Wertekatalogs;

¹¹¹¹ Siehe u.a. Wood und Hagerman (2010), S. 264, und Emerson (2003b), S. 40.

¹¹¹² Vgl. Broffman (2014), S. 1.

¹¹¹³ Vgl. BVDS (2013c), S. 2.

¹¹¹⁴ Beispiele: die Entscheidungen bezüglich Förderprogrammen, die externe Kommunikation etc.

¹¹¹⁵ Vgl. Falk et al. (2010), S. 13.

¹¹¹⁶ Vgl. Godeke und Bauer (2008), S. 38.

¹¹¹⁷ In englischen Publikationen oft als „firewall“ bezeichnet. Vgl. Emerson (2003b), S. 40.

¹¹¹⁸ Vgl. Heuser (2013), S. 144.

¹¹¹⁹ Vgl. Olsen und Tasch (2004), S. 14.

Die Strategie: Grundpfeiler professioneller Stiftungsarbeit definieren

- die Entwicklung einer Anlagepolitik, die gleichermaßen sämtliche MI-Anlagen miteinbezieht,¹¹²⁰
- die Kommunikation dieser überarbeiteten Grundsätze an externe Berater und Vermögensverwalter.¹¹²¹

Laut Lang und Schnieper (2006) ist das Ziel dieses Prozesses zunächst, eine gründliche und ehrliche Erwartungsklärung innerhalb beider Domänen der Stiftung sicherzustellen.¹¹²² Aufbauend auf diesem Prozess bestehen drei stiftungsinterne Ansätze, die die Aufgabenverteilung der anfallenden Recherche und Prüfungsleistungen zum Ziel haben. Erstens besteht die Option, dass die Stiftung ihre MI-Strategie mit einem festen, neugestalteten Team umsetzt.¹¹²³ Zweitens können die anfallenden MI-bezogenen Aufgaben einer der bestehenden Abteilungen zugeordnet werden. Dieser Ansatz wird in den USA nicht selten dazu verwendet, alle MI-bezogenen Tätigkeiten der Vermögensverwaltung zuzuordnen, um hierdurch die Verbindung zwischen der Zweckverfolgung und der Vermögensverwaltung der Stiftung hervorzuheben.¹¹²⁴ Letztlich können Stiftungen bei der Umsetzung der MI-Strategie auf eine vollständige Verflechtung von Vermögensverwaltern und Programmteam bauen. Bei diesem Ansatz hat sich insbesondere die F.B. Heron Foundation hervorgetan: Die Aufgabenverteilung wurde auf eine Art und Weise geregelt, dass die Anträge für potentielle Impact Investments zunächst vom Programmteam der Stiftung bearbeitet werden. Die Ergebnisse des Programmteams werden dann mit den Vermögensverwaltern der Stiftung besprochen, um die finanziellen Aspekte der Anlage abklären zu können. Hierdurch entsteht ein gemeinsam erarbeitetes Ergebnis. Dieser Prozess führt mit der Zeit nicht nur dazu, dass das Programmteam finanzielle Kompetenzen und Fähigkeiten erwirbt, sondern im Gegenzug auch dazu, dass die Arbeit der Vermögensverwalter um eine soziale Komponente erweitert wird.¹¹²⁵

Der von der F.B. Heron Foundation geförderte Austausch zwischen den Stiftungsmitarbeitern erfüllt laut Emerson (2003) den Zweck, dass die Mitarbeiter der Stiftung prüfen können, inwieweit ihre Arbeit jeweils andere Mitarbeiter dazu befähigt, den Mehrwert für die Stiftung zu maximieren.¹¹²⁶ Für welche dieser Lösungen sich eine Stiftung entscheidet, hängt am Ende von den bestimmenden Stiftungsgremien ab. Die Erfahrungen aus Amerika lassen jedoch vermuten, dass insbesondere die fest verankerte Arbeitsteilung nicht ohne besondere

¹¹²⁰ Vgl. Wood und Hagerman (2010), S. 264.

¹¹²¹ Vgl. Emerson (2003b), S. 46f.

¹¹²² Vgl. Lang und Schnieper (2006), S. 264.

¹¹²³ Vgl. Wood und Hagerman (2010), S. 264.

¹¹²⁴ Vgl. Godeke und Bauer (2008), S. 38.

¹¹²⁵ Vgl. Swack et al. (2007), S. 7f.

¹¹²⁶ Vgl. Emerson (2003b), S. 47.

Anstrengungen überwunden werden kann.¹¹²⁷ Gelingt dieser Prozess indes, müsste der zweckbezogene Mehrwert, der von jedem einzelnen Mitarbeiter der Stiftung erwirtschaftet wird, theoretisch steigen.

6.4.6. Identifizierung von Kooperationsgebieten und -Partnern

Zur Überbrückung der Arbeitsteilung und erfolgreichen Ausübung von MI bedarf es in der Regel nicht nur motivierter Stiftungsmitarbeiter, sondern auch eines vorausschauenden Stiftungsvorstands. Selbst die Vorstände der größten und meist fortschrittlichsten Stiftungen in Deutschland scheinen jedoch konservativ zu sein, wenn es um finanzielle und technische Fragestellungen des MI geht. Dies lässt sich daran ablesen, dass schon die Einbeziehung von sozialen, ökologischen oder ethischen Kriterien bei der Anlageentscheidung von diesem Personenkreis durchaus kritisch gesehen wird.¹¹²⁸ Wenn jedoch schon die nachhaltige Geldanlage nur teilweise akzeptiert wird, werden die innovativeren Impact Investments vermutlich kaum auf eine bessere Resonanz stoßen. Die Ursache dieser Tendenz liegt jedoch nicht bei den Vorständen allein, sondern ist der Tatsache geschuldet, dass sich die Vorstände auf Finanzintermediäre, die kein Knowhow im Bereich MI besitzen, verlassen.¹¹²⁹

Diese Finanzintermediäre operieren zwischen den Investoren auf der einen und den Investitionen auf der anderen Seite. Generell versuchen sie, die Anlageinstrumente auf eine Weise zu adaptieren, dass diese den Bedürfnissen einer oder beider dieser Gruppen gerecht werden.¹¹³⁰ Neben dem hierfür nötigen finanztechnischen Knowhow fordert der Stiftungssektor von seinen Finanzintermediären einschlägige juristische Kompetenzen und Erfahrung im Bereich der Mittelverwendung.¹¹³¹ Zur Ausübung von MI ist darüber hinaus Wissen über die Mechanismen der Sozialkapitalmärkte hilfreich. Denn nur durch den Austausch von Banken mit gemeinnützigen Organisationen und anderen Organisationen der Zivilgesellschaft können diese ein Gefühl für die Bedürfnisse der in diesem Bereich aktiven Stiftungen entwickeln.¹¹³²

Die bestehende Bandbreite der in der Stiftungsszene vorhanden Finanzdienstleister und deren Dienstleistungsangebot im Feld der nachhaltigen Geldanlage lässt vermuten, dass diese Intermediäre sich in den letzten Jahren ausreichende Kompetenzen angeeignet haben. Denn das Thema Nachhaltigkeit ist mittlerweile selbst bei den traditionsreichsten

¹¹²⁷ Zur F.B. Heron Foundation siehe: Swack et al. (2007), S. 7f. Zu W.K. Kellogg Foundation siehe: Godeke und Bauer (2008), S. 39.

¹¹²⁸ Vgl. Then et al. (2012), S. 40.

¹¹²⁹ Vgl. Olsen und Tasch (2004), S. 14. Denn trotz einer Welle der internen Professionalisierung sind die meisten Stiftungen auf die externe Expertise von Anlageberatern angewiesen. Vgl. Knust (2013).

¹¹³⁰ Vgl. Emerson und Spitzer (2007), S. 19.

¹¹³¹ Vgl. Wigand et al. (2011), S. 163.

¹¹³² Vgl. Wood und Martin (2006), S. 3.

Geldhäusern angekommen.¹¹³³ Wenn es jedoch um die entsprechenden Fähigkeiten und Angebote rund um das Thema MI geht, fühlen sich viele Stiftungen von ihren Beratern im Stich gelassen.¹¹³⁴ Denn die hierfür benötigten Kompetenzen sind hierzulande – insbesondere im Bereich Impact Investing – im Vergleich zu der Vereinigten Staaten noch immer selten anzutreffen.¹¹³⁵ Während die meisten Finanzdienstleister damit beschäftigt sind, ESG-Faktoren in den Anlageentscheidungsprozess von Stiftungen zu integrieren, mangelt es in Deutschland an Beratungsmöglichkeiten zu integrierten MI-Strategien.¹¹³⁶

Eine Ursache hierfür kann die Tatsache sein, dass Banken meist zurückhaltend agieren, wenn es darum geht, Ressourcen für eine nicht stark nachgefragte Beratungsleistung bereitzustellen. Die Nachfrage hält sich aber auch deshalb in Grenzen, weil Stiftungen zögern, MI näher zu verfolgen, bevor es nicht ausreichend Anlagemöglichkeiten in diesem Bereich gibt.¹¹³⁷ Es handelt sich gewissermaßen um ein Henne-Ei-Problem, welches Stiftungen laut Knoepfel und Imbert (2012) jedoch durchbrechen können. Darüber hinaus erwarten Weber und Scheck (2012), dass sich die Beratungskapazitäten in Deutschland in den nächsten Jahren dahingehend weiterentwickeln werden, dass sich Nachhaltige Vermögensverwalter Kompetenzen im Impact Investing aneignen.¹¹³⁸

Unabhängig von der Wahl des Beraters sollte der Stiftungsvorstand jedoch dazu in der Lage sein, das Risiko und die Chancen des Stiftungsportfolios selbst abschätzen zu können.¹¹³⁹ Denn nur hierdurch kann sichergestellt werden, dass der Prozess hin zu einer MI-Strategie nicht von den unzureichenden Kompetenzen der Berater verzögert wird. Darüber hinaus legen Schäfer und Schröder (2009) Stiftungen nahe, nachhaltige Anlagekriterien für ihre SRI-Strategie zu definieren, um hierdurch nicht auf die Meinung des Beraters in Bezug auf SRI angewiesen zu sein.¹¹⁴⁰ Es lässt sich somit festhalten, dass die in Deutschland ansässigen Finanzintermediäre sich Wissen zur allgemeineren Nachhaltigen Geldanlage angeeignet haben. In Bezug auf MI sind diese Kompetenzen jedoch nach wie vor begrenzt.¹¹⁴¹ Stiftungen, die sich bei der Umsetzung ihrer MI-Strategie daher allzu sehr auf die Arbeit ihrer Berater stützen, laufen demnach Gefahr, durch diese Berater in ihrem MI-Potenzial beschnitten zu werden.

¹¹³³ Vgl. Weber (2015), S. 935.

¹¹³⁴ Vgl. Dorfleitner (2015), S. 6.

¹¹³⁵ Cooch und Kramer (2007) identifizierten mehr als 1000, teils sehr spezialisierte Intermediäre, die dem US-amerikanischen MI-Markt dienen. Vgl. Cooch und Kramer (2007), S. 29–37. Dagegen fällt die Liste an identifizierten Intermediären, beispielsweise für Impact Investments in Deutschland, kurz aus. Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 19.

¹¹³⁶ Zur Situation in Amerika siehe: Wood und Hagerman (2010), S. 264.

¹¹³⁷ Vgl. Knoepfel und Imbert (2012), S. 5.

¹¹³⁸ Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 20.

¹¹³⁹ Vgl. Falk (2009), S. 16.

¹¹⁴⁰ Vgl. Schäfer und Schröder (2009), S. 23.

¹¹⁴¹ Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 20.

6.5. Zusammenfassung

Kapitel 6 versucht, ausgehend von dem klassischen Verständnis des strategischen Managements, einige der erforderlichen Schritte hin zu einer ganzheitlichen MI-Strategie theoretisch zu beleuchten. Die Strategieentwicklung beginnt bei der Rechtsform der Stiftung mit einer Diskussion über die Mission, den Zweck und zugrunde liegenden Stifterwillen. Der Stifterwille setzt den Stiftungsorganen hinsichtlich eines MI-Engagements Grenzen, wenn weder die Stiftungsstatuten noch der Stifterwillen selbst Hinweise auf eine nachhaltige Geldanlage liefern. Diese Erörterung legt Stiftungen und insbesondere Stiftern folglich nahe, sich hinsichtlich der Formulierung von Anlagerichtlinien Gedanken zu machen.

Über den Willen des Stifters hinaus galt es in einem weiteren Schritt, das Zielsystem der Stiftung zu konkretisieren und die erhofften Auswirkungen des MI-Engagements festzuhalten. Als generische Strategie hat sich eine Stiftung zwischen einer Differenzierung und der Fokussierungsstrategie zu entscheiden. Denn die Festlegung auf konkrete Wirkungsfelder hilft, die vorhandenen Stiftungsmittel bestmöglich zu nutzen. Für eine Formulierung einer Gesamtstrategie bedarf es darüber hinaus der Festlegung auf eine intendierte Rendite, das akzeptierte Risikomaß und den für das MI-Engagement vorgesehene Zeithorizont.

Nach der Reflexion des Organisationszwecks und der Diskussion über die ideellen Ziele, Wirkungsfelder und finanzielle Erwartungshaltung folgt die Wahl der Mittel, die zur Erreichung dieser Mission und Ziele gebraucht werden. Zu Verwirklichung der MI-Ziele einer Stiftung kann diese aus einem breiten Anlagespektrum, dessen Einteilung in soziale oder finanzielle Bereiche immer wieder für Kontroversen sorgt, wählen. Konkret müssen nicht die einzelnen Anlageklassen den Anforderungen der Stiftung gerecht werden, es muss vielmehr das gesamte Portfolio gesehen werden. Die vereinigte Stiftungsstrategie – die unabhängig von den internen und externen personellen Kapazitäten anvisiert werden sollte – strebt über die reine Portfoliobetrachtung hinausgehend eine Perspektive an, die in gleicher Weise den philanthropisch erzeugten Mehrwert bei der Entscheidungsfindung berücksichtigt. Ziel hierbei ist die Maximierung der sogenannten vereinigten Rendite.

7. Potentielle Probleme und Risiken des Mission Investing

7.1. Einführung

Wenngleich die Nutzung von MI-Instrumenten einfach und linear erscheint, zögern viele Asset-Manager davor, selbst kleinste Teile des Stiftungsvermögens in diese Anlageinstrumente zu überführen. Die geschäftsführenden Gremien konzentrieren sich allzu oft allein auf die erwirtschaftete Rendite und lassen dabei jegliche ethischen und ökologischen Komponenten außer Acht. Zwar fühlen sich Stiftungen allgemein dem Gemeinwohl verpflichtet, doch zeigen Daten, dass Stiftungen anderen Anlagebesitzern bei der Umsetzung von nachhaltigen Anlagepraktiken hinterherhinken.¹¹⁴²

Es gibt mehrere Gründe, weshalb Stiftungen zögern, SRI und Impact Investing konkret anzuwenden. Einige dieser Probleme können schon allein durch ein besseres Verständnis der Konzepte behoben werden, andere bedürfen einer grundlegenden Erläuterung. Befürchtungen über finanzielle Erträge, Informationsmangel und ein vermeintlicher oder tatsächlicher Kapazitätsmangel bei Stiftungen sind nur einige der Gründe, die Stiftungen daran hindern, in ihrer Vermögensverwaltung nachhaltige Anlagegrundsätze zu verankern. Während einige dieser Gründe bereits im Zusammenhang mit den dafür relevanten MI-Instrumenten erläutert wurden, wird sich dieser Abschnitt mit jenen Problemen befassen, die MI in seiner Gesamtheit betreffen. Ziel dieses Kapitels ist daher die kritische Betrachtung der Hindernisse, die, so ist anzunehmen, die Verbreitung von MI unter den heimischen Stiftungen verhindern.

7.2. Kommunikation der Ergebnisse

Durch die Berücksichtigung von sozialen und ökologischen Aspekten sinkt die Renditeerwartung eines Investments. Eine im Jahre 2012 veröffentlichte Studie des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen (BVDS) zeigt, dass diese Denkweise in der Deutschen Stiftungsszenarie weiterhin tief verankert ist.¹¹⁴³ Diese Ansicht bedarf jedoch einer Korrektur, wenn die Ergebnisse aus Kapitel 5.2.5 berücksichtigt werden. Die Mehrzahl der dort erwähnten Studien, die sich mit der finanziellen Leistungsfähigkeit von SRI beschäftigen, können keine Hinweise auf systematisch nachteilige Auswirkungen dieser Anlagestrategie finden. Einbußen aufgrund einer „gewissenhaften Vermögensverwaltung“¹¹⁴⁴ sind demnach ebenso wenig zu erwarten wie eine „Ethik-Prämie“, die der Investor aufgrund

¹¹⁴² Vgl. Imbert und Knoepfel (2011), S. 11.

¹¹⁴³ Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 32.

¹¹⁴⁴ Die sogenannte „conscience penalty“ besagt, dass ein SRI-Investor theoretisch nur eine Untermarktrendite erzielen kann. Vgl. FEMM (2007), S. 11.

seines Verzichts auf einzelne Wirtschaftsbereiche und Firmen zu bezahlen hätte.¹¹⁴⁵ Die SRI-Literatur scheint sich relativ einig bezüglich der Rendite von SRI-Investments zu sein.

Die Gründe dafür, dass diese seit Jahren wissenschaftlich weitestgehend belegbare Tatsache¹¹⁴⁶ jedoch nicht bei den Verantwortlichen der Stiftungen ankommt, erscheinen umso rätselhafter, wenn die Fülle an Publikationen zu diesem Thema der letzten Jahre betrachtet wird. In den Jahren vor der Finanzkrise griff zunächst nur eine Minderheit an Finanzexperten das Thema der nachhaltigen Vermögensverwaltung auf und brachte es mit dem Stiftungswesen in Verbindung. Während sich beispielsweise Schäfer und Stederoth (2002) zunächst nur mit der Performance von SRI-Portfolios beschäftigten, gehen Schäfer et al. (2002) bereits auf die Relevanz der Thematik für Stiftungen ein. Ihre explorative Studie kommt zu dem Schluss, dass bei Stiftungen „keine signifikante tatsächliche oder latente Bereitschaft zur Kapitalanlage nach ethischen, sozialen oder ökologischen Kriterien“ besteht.¹¹⁴⁷ Die Arbeit leistet dennoch einen bedeutsamen Beitrag, indem erstmals die Brücke zwischen einer nachhaltigen Anlagepolitik und dem deutschen Stiftungswesen geschlagen wird. Es wird in der Folge jedoch versäumt, Stiftungen diese Anlagestrategie durch die Publikation von Praxisleitfäden tatsächlich näherzubringen.

Erst die Finanzkrise führte bei Deutschen Stiftungen zu einem Sinneswandel. Eine Umfrage aus dem Frühjahr 2008 kommt zu dem Ergebnis, dass annähernd 80 Prozent der Stiftungen sich SRI-Anlagen in ihrem Portfolio wünschen.¹¹⁴⁸ Die Thematik wurde nun – aufbauend auf der Medianresonanz des im Jahre 2007 veröffentlichten kritischen Berichts über die Bill and Melinda Gates Foundation – teilweise mithilfe des BVDS sehr viel medienwirksamer kommuniziert. Falk (2008) empfiehlt in einer Publikation des BVDS erstmalig, dass das Vermögenserhaltungskonzept von Stiftungen reformiert werden sollte. Denn Entscheidungen zur Vermögensverwaltung, die unter ESG-Gesichtspunkten getroffen werden, können dem Autor zufolge das Risiko der Wertanlage mindern. SRI-Anlagen wird somit zunächst ein risikomindernder Einfluss zugesprochen, um dann im weiteren Verlauf der „Aufklärungskampagne“ auf die Rendite dieser Anlageinstrumente einzugehen. Der BVDS stellte spätestens im Jahre 2009 klar, dass seine Mitglieder keine Renditeeinbußen aufgrund von Nachhaltigkeitsaspekten bei der Portfoliozusammenstellung zu erwarten haben.¹¹⁴⁹ Die Ergebnisse dieser Studie wurden durch weitere, im gleichen Jahr folgende Publikationen

¹¹⁴⁵ Vgl. Köszegi (2009), S. 43.

¹¹⁴⁶ Erstmals größere mediale Aufmerksamkeit erlangte die Literatur zu dieser Thematik im Jahre 2007 mit einem Bericht des UNO-Umweltprogramms für Finanzinstitutionen. Vgl. UNEP FI und Mercer (2007).

¹¹⁴⁷ Schäfer et al. (2002), S. 398.

¹¹⁴⁸ Vgl. BVDS (2008), S. 30.

¹¹⁴⁹ Vgl. StiftungsWelt (2009), S. 20f.

unterstrichen.¹¹⁵⁰ Trotz dieses Stroms an aufklärender Literatur scheinen sich weiterhin Ressentiments gegenüber SRI-Anlagen zu halten. Denn besonders das Risiko und die Rendite von MI werden von Stiftungen weiterhin als Hindernisse angesehen.¹¹⁵¹ Der BVDS versuchte weiterhin, diese Vorbehalte zu zerstreuen, und widmete 2013 seinen alljährlichen Stiftungsreport dem Thema der Nachhaltigen Geldanlage. Hierin wird resümiert, dass die Mehrzahl der Untersuchungen der Nachhaltigen Geldanlage mehr Vor- als Nachteile zumessen.¹¹⁵²

Inwieweit diese Publikation sowie die Aufklärungsarbeit der in diesem Umfeld beheimateten Institutionen dazu in der Lage sind, nicht nur die Einstellung, sondern auch das Anlageverhalten von Stiftungen tiefgreifend zu beeinflussen, wird sich noch zeigen müssen. Wird die bereits erzielte verstärkte Akzeptanz von SRI-Produkten bei konventionellen Anlegern betrachtet, kann jedoch davon ausgegangen werden, dass diese Zustimmung auch bei Stiftungen weiter zunimmt.¹¹⁵³

7.3. Einhaltung der treuhänderischen Fürsorgepflicht

Ausgehend von der Diskussion über die Rendite von SRI-Investments sieht sich MI zusätzlich mit Vorwürfen aus einer anderen Richtung konfrontiert. Kritiker behaupten, dass SRI die treuhänderischen Pflichten der Vermögensverwalter in einem übergroßen Maße strapaziert, indem – wie in Kapitel 5.2.4 erläutert – beispielsweise die Moderne Portfolio-Theorie verletzt wird oder Interessenskonflikte, die einzigartig für SRI sind, auftauchen.¹¹⁵⁴

Treuhänderische Gesetzmäßigkeiten werden dann benötigt, wenn Finanzintermediäre für die Vermögensverwaltung zuständig sind. Generell ist ein Treuhänder eine „natürliche oder juristische Person, der aufgrund von privatrechtlichen Verträgen oder gesetzlichen Bestimmungen Sachen oder Rechte mit der Maßgabe übertragen wurden, hierüber im Rahmen der Treuhandschaft zu verfügen“.¹¹⁵⁵ Treuhänder haben demnach die Pflicht, ausschließlich im Interesse der Begünstigten zu handeln und zu investieren. Kommen Vermögensverwalter dieser Pflicht nicht nach, indem sie wissentlich oder fahrlässig finanzielle Rendite für ethische Anlässe opfern, können sie sich zumindest theoretisch haftbar machen.¹¹⁵⁶ Denn in der Mehrzahl der Landesstiftungsgesetze wird von Stiftungstreuhändern eine gewissenhafte, sparsame¹¹⁵⁷ und ordnungsgemäße¹¹⁵⁸

¹¹⁵⁰ Siehe dazu u.a. Köszegi (2009), S. 57f., und Schäfer und Schröder (2009).

¹¹⁵¹ Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 32.

¹¹⁵² Vgl. BVDS (2013d), S. 22.

¹¹⁵³ Siehe hierzu: Die Wachstumszahlen von SRI-Investments in Deutschland. Vgl. FNG (2015), S. 25–31.

¹¹⁵⁴ Vgl. Martin (2009), S. 549.

¹¹⁵⁵ Sellien und Sellien (2013), S. 1985.

¹¹⁵⁶ Vgl. Richardson und Preu (2011), S. 880.

¹¹⁵⁷ BayStg Art. 7 S. 1.

Potentielle Probleme und Risiken des Mission Investing

Stiftungsverwaltung gefordert. Andererseits fordern die Befürworter von MI, dass Stiftungen ESG-Aspekte bei ihrer Vermögensverwaltung berücksichtigen sollten, um auf diese Weise das Risiko einer Anlage zu reduzieren.¹¹⁵⁹

Die Frage, ob diese beiden Forderungen in Widerspruch zueinander stehen, versuchte der sogenannte „Freshfields Report“, der 2005 von der Anwaltskanzlei Freshfields Bruckhaus Deringer im Auftrag der Finanzinitiative der Vereinten Nationen (UNEP FI) angefertigt wurde, zu klären. Die Studie untersucht die Rechtssituation in unterschiedlichen Ländern und kommt zu dem Schluss, dass die Integration von ESG-Aspekten bei der Vermögensverwaltung von institutionellen Vermögen nicht nur erlaubt, sondern in den meisten Fällen sogar gesetzlich gefordert ist.¹¹⁶⁰ Diese klare Aussage wurde in den letzten Jahren von nahezu allen Befürwortern von SRI akzeptiert und hat dazu geführt, dass die Nicht-Berücksichtigung von ESG-Aspekten nicht selten als rechtlicher Bruch der Sorgfaltspflicht von Vermögensverwaltern angesehen wird.¹¹⁶¹ Diese Ansicht hat zwei Gründe:

- Treuhänder sind zwar in der Pflicht, den Begünstigten einer Institution einen entsprechenden Vorteil zu verschaffen.¹¹⁶² Aufgrund der Tatsache, dass kein Landesstiftungsgesetz eine Maximierung der Erträge fordert, muss sich dieser Vorteil jedoch nicht zwingendermaßen auf den finanziellen Nutzen beschränken.¹¹⁶³
- Ein Bruch der Treuhänderpflicht würde nur dann bestehen, wenn SRI-Produkte eine wettbewerbsuntaugliche Rendite aufweisen würden.¹¹⁶⁴ Dies ist jedoch in den meisten Fällen nicht zutreffend.¹¹⁶⁵

Demgemäß ließe sich schlussfolgern, dass die Berücksichtigung von ESG-Faktoren mit einer ordnungsgemäßen Vermögensverwaltung in Verbindung gebracht werden kann, solange die nachhaltige Bewirtschaftung des Stiftungsvermögens sichergestellt ist. Der vielfach gelobte *Freshfields Report* hat jedoch nicht nur Befürworter. Der Bericht sieht sich unter anderem mit der Kritik konfrontiert, dass er nur die ESG-motivierte Screening-Strategie untersucht.¹¹⁶⁶ Impact Investing, das für Stiftungen aufgrund seiner Wirkung jedoch von höherer Relevanz wäre, wird kommentarlos ausgeklammert.¹¹⁶⁷ Die zahlreichen Publikationen, die ihre Argumentation kritiklos auf den Aussagen des *Freshfields Reports* aufbauen, gilt es demnach mit einer gewissen Vorsicht zu genießen.

¹¹⁵⁸ NstiftG § 6 Abs.3.

¹¹⁵⁹ Vgl. BMU (2012), S. 17.

¹¹⁶⁰ Vgl. Freshfields Bruckhaus Deringer (2005), S. 13.

¹¹⁶¹ Vgl. Sandberg (2011), S. 144.

¹¹⁶² Vgl. Richardson (2008), S. 269.

¹¹⁶³ Vgl. Schindler (2003), S. 1.

¹¹⁶⁴ Vgl. Richardson (2008), S. 271.

¹¹⁶⁵ Vgl. Abschnitt 5.2.5.

¹¹⁶⁶ Vgl. Staub-Bisang (2012), S. 81.

¹¹⁶⁷ Vgl. Sandberg (2011), S. 158.

Darüber hinaus ist zu beachten, dass das Gros an Publikationen zu diesem Thema dem Bereich des amerikanischen Rechts entstammt.¹¹⁶⁸ In diesem Rechtsgebiet existiert für Stiftungen kein stiftungsrechtliches Gebot zum Kapitalerhalt, wie es das deutsche Recht fordert.¹¹⁶⁹ Lediglich ein gesetzlich gefordertes Ausschüttungsgebot ist vorhanden.¹¹⁷⁰ Daher verwundert es nicht, dass die US-amerikanische Stiftungsliteratur sehr viel schneller zu dem Ergebnis kommt, dass Anlagen nach ESG-Gesichtspunkten keinen Bruch der treuhänderischen Pflichten mit sich bringen.¹¹⁷¹ Schäfer und Schröder (2009) sehen in diesem Mangel an stiftungsrechtlichen Geboten die Ursache dafür, dass amerikanische Stiftungen weit risikoreicher investieren als Stiftungen hierzulande.¹¹⁷² Denn generell wird dem angelsächsischen Recht eine größere Flexibilität beigemessen. Die Rechtsprechung innerhalb des kontinentaleuropäischen Rechtskreises ist dagegen starrer, weil diese in Gesetzbüchern verankert ist.¹¹⁷³ Das Bewusstsein dieser rechtlichen Unterschiede kann dabei helfen, dem Leser eine objektivere Sicht der treuhänderischen Pflichten in Deutschland zu vermitteln.

Trotz dieser durchaus berechtigten Kritik am *Freshfields Report* können sich Stiftungen hierzulande der ESG-Thematik annähern, ohne sofort rechtliche Schritte seitens der Staatsorgane fürchten zu müssen. Ausgehend von der Diskussion über die Auslegung der Landestiftungsgesetze bemerkt Fritz (2010), dass die Vermögensverwaltung von Stiftungsvermögen generell nicht ohne die Berücksichtigung des Zwecks erfolgen kann, weil sie auf diesen förderlich wirkt.¹¹⁷⁴ Es lässt sich in Deutschland somit eine gesetzliche Grundlage für eine zweckbezogene Vermögensverwaltung identifizieren. Beispielhaft hierfür kann das Bremische Stiftungsgesetz (BremStiftG) herangezogen werden. Die Stiftungsorgane werden hierin dazu angehalten, eine „ordnungsmäßige[n] Verwaltung des Stiftungsvermögens“ sicherzustellen.¹¹⁷⁵ Für die ordnungsgemäße Verwaltung des Stiftungsvermögens existieren jedoch keine allgemeingültigen, absoluten Maßstäbe. Maßgebend bei der Anwendung dieses Gesetzes ist nach § 3 BremStiftG allerdings der Stifterwille.¹¹⁷⁶ Dieser Wille des Stifters ist an einem ideellen Ziel ausgerichtet, welchem sich gleichermaßen die Vermögensverwaltung der Stiftung unterzuordnen hat. Eine zweckkonträre Vermögensverwaltung kann diesen Grundsatz jedoch gefährden. Die

¹¹⁶⁸ Vgl. Martin (2009).

¹¹⁶⁹ Landesstiftungsgesetze. Vgl. BVDS (2013a).

¹¹⁷⁰ Fünf Prozent des durchschnittlichen fairen Marktwerts des Stiftungsvermögens müssen ausgeschüttet werden. Vgl. IRS (2014b), 7.27.16.4 Abs.1 on Reg. 53.4942(a)–2(c)(5).

¹¹⁷¹ Siehe u.a.: Emerson et al. (2005), S. 8; Martin (2009), S. 556, und Gary (2011), S. 129.

¹¹⁷² Vgl. Schäfer und Schröder (2009), S. 21.

¹¹⁷³ Vgl. World Bank (2014), S. 1.

¹¹⁷⁴ Vgl. Fritz (2010), S. 118.

¹¹⁷⁵ § 6 Abs.1 S. 2 BremStiftG.

¹¹⁷⁶ § 3 BremStiftG.

Potentielle Probleme und Risiken des Mission Investing

Treuhänder der Stiftung haben somit theoretisch die Verpflichtung, die Zweckkorrelation der Vermögenswerte der Stiftungen sicherzustellen.¹¹⁷⁷

Die Sorge, dass die Organe der Stiftung im Falle eines Vermögensverlusts in Haftung genommen werden, ist immer noch ein oft angeführtes Hindernis für MI. Rechtlich gesehen wird gemeinhin zwischen der Haftung von Organmitgliedern gegenüber der Stiftung selbst („Innenhaftung“) und der persönlichen Haftung gegenüber Dritten („Außenhaftung“) unterschieden.¹¹⁷⁸ Insbesondere die Innenhaftung gegenüber der Stiftung, die sich auf die schuldhaft Verletzung seiner Geschäftsführerplichten durch den Vorstand bezieht, ist hierbei von Relevanz. Denn zu den Pflichten des geschäftsführenden Organs – welche sich aus den Landesstiftungsgesetzen, einem möglichen Anstellungsvertrag¹¹⁷⁹ und insbesondere der Satzung der Stiftung ergeben – gehören die Pflicht, die Mittel der Stiftung ganz und gar für die satzungsgemäßen Zwecke zu gebrauchen, die Pflicht, das Stiftungsvermögen zu erhalten, und die Pflicht zur sorgfältigen Haushalts- und Finanzplanung. Wird diesen Pflichten nicht nachgekommen, könnte das Stiftungsorgan haftbar gemacht werden. Der Gesetzesgeber schützt aber die Organe von Vereinen und Stiftungen zum Wohle des auf ehrenamtliche Mitarbeiter angewiesenen Non-Profit-Sektors, indem er die Haftung dieser Mitarbeiter beschränkt: „Sind Organmitglieder oder besondere Vertreter unentgeltlich tätig oder erhalten sie für ihre Tätigkeit eine Vergütung, die 720 Euro jährlich nicht übersteigt, haften sie dem Verein für einen bei der Wahrnehmung ihrer Pflichten verursachten Schaden nur bei Vorliegen von Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit.“¹¹⁸⁰ Führen Organmitglieder ihre Tätigkeit aus, ohne dafür vergütet zu werden, haften sie daher nur, wenn sie von einem rechtswidrigen Erfolg wissen und diesen wollen (d. h. bei Vorsatz)¹¹⁸¹ oder „die im Verkehr erforderliche Sorgfalt außer Acht lassen“ (Fahrlässigkeit).¹¹⁸² Es lässt sich insofern zusammenfassen, dass solange ein MI-Portfolio ausreichend diversifiziert ist und sich die Treuhänder der Stiftung an den abgesteckten rechtlichen Rahmen halten, sich das Haftungsrisiko für die geschäftsführenden Personen in Grenzen hält.¹¹⁸³

Während ein reines Impact-Investing-Portfolio das Einschreiten der Stiftungsaufsicht nach sich ziehen würde, haben die Treuhänder von Stiftungen hierzulande keine haftungsrechtlichen Konsequenzen zu fürchten, wenn sie sich MI mit einem auf viele nachhaltige Anlageklassen verteilten Portfolio annähern. Die Ansicht, dass die Sorgen um die treuhänderische Fürsorgepflicht die Umsetzung einer nachhaltigen Anlagestrategie bei

¹¹⁷⁷ Vgl. Fritz (2008), S. 26.

¹¹⁷⁸ Vgl. Stolte (2014), S. 34.

¹¹⁷⁹ Insbesondere ein Anstellungsvertrag in Verbindung mit § 280 Abs. 1 BGB.

¹¹⁸⁰ Haftungsbeschränkung gem. § 31a BGB.

¹¹⁸¹ § 15 StGB.

¹¹⁸² § 276 Abs. 2 BGB.

¹¹⁸³ Vgl. Schröder (2010), S. 25.

Stiftungen negativ beeinflusst, scheint nach derzeitiger rechtlicher Lage nicht zuzutreffen. Denn wie bei konventionellen Investments können Verluste durch risikoreiche Anlagen rechtliche Konsequenzen für die geschäftsführenden Personen nach sich ziehen. Dieses Risiko von negativen juristischen Auswirkungen ist mit einem ausgeglichenen MI-Portfolio jedoch nicht höher als mit einem konventionellen Stiftungsportfolio. Deutschland schließt hiermit theoretisch die Lücke zu jenen Publikationen, die diese Ansicht im angelsächsischen Sprachraum schon vor einigen Jahren widerlegten.¹¹⁸⁴ Denn im Unterschied zu amerikanischen Stiftungen haben sich Stiftungen hierzulande weiterhin an einen relativ engen rechtlichen Rahmen zu halten. Dieser rechtliche Rahmen bietet Stiftungstreuhandern jedoch bereits die Möglichkeit, nicht nur über ein nachhaltiges, sondern auch über ein MI-Portfolio zu verfügen.

7.4. Die MI-Infrastruktur in Deutschland

Die Frage, die sich mit Betrachtung der Möglichkeiten von MI hierzulande stellt, ist, weshalb sich der heimische SRI- und insbesondere der MI-Markt relativ gesehen nach wie vor in einer frühen Phase der Entwicklung befinden.¹¹⁸⁵ Zur Beantwortung dieser Fragestellung wurden bereits einige rechtliche Faktoren identifiziert und analysiert. Über diese gesetzlichen Faktoren hinaus behindern zudem andere Größen, die meist institutioneller Natur sind, nach wie vor die MI-Bestrebungen von Stiftungen. Während es vor einigen Jahren noch die fehlende Bereitschaft – aufgrund eines befürchteten hohen Anlagerisikos – war, die deutsche Stiftungen daran hinderte, sich der nachhaltigen Geldanlage zuzuwenden, kann das ungenügende MI-Engagement heutzutage nicht mehr auf das Desinteresse von Deutschen Stiftungen geschoben werden.¹¹⁸⁶ Denn von einem geringen Interesse an der nachhaltigen Kapitalanlage kann bei Stiftungen, die mittlerweile 15 Prozent des unter nachhaltigen Aspekten angelegten Vermögens hierzulande stellen,¹¹⁸⁷ nicht mehr gesprochen werden. Wenn es um die Auswahl der richtigen Anlagemöglichkeiten geht, ist der Aspekt der Nachhaltigkeit – einer Studie der Universität Regensburg zufolge – in seiner Bedeutung sogar schon vor den Aspekt der Liquidität zu finden.¹¹⁸⁸ Es hat den Anschein, dass Stiftungen, die sich MI über ein nachhaltiges Portfolio zuwenden wollen, auf eine

¹¹⁸⁴ Vgl. EIRIS Foundation (2009), S. 7; Wood und Hagerman (2010), S. 263.

¹¹⁸⁵ Denn die vom BVDS im Jahr 2012 beschriebene experimentelle Phase wurde, trotz der zunehmend Kooperationen und Veranstaltungen zu diesem Thema, noch nicht beendet. Dies zeigt sich beispielsweise schon an der Namensgebung des von BonVenture aufgesetzten MI-Fonds: MRI-Pilotfonds. Vgl. Schneeweiß und Weber (2012), S. 54.

¹¹⁸⁶ Vgl. Schäfer et al. (2002), S. 399.

¹¹⁸⁷ Vgl. FNG (2015), S. 29.

¹¹⁸⁸ Vgl. Dorfleitner (2015), S. 4.

Potentielle Probleme und Risiken des Mission Investing

Kombination aus strukturellen Hindernissen am Markt treffen, die dieses Engagement bremst.¹¹⁸⁹

Als Schlüsselfaktor für die späte Entwicklung des SRI-Marktes in Deutschland wird in der Literatur nicht selten die mangelnde Aktien-Präferenz der Deutschen institutionellen und privaten Anleger angeführt. Denn im Vergleich zu anderen Europäern machen viele Deutsche einen Bogen um Aktien. Es halten sich Vorurteile, dass die Aktienanlage beispielsweise besonderes wirtschaftliches Fachwissen voraussetze oder dass diese Form der Wertanlage für kleinere Beträge nicht vernünftig sei.¹¹⁹⁰ Diese Ressentiments führen dazu, dass eine Mehrheit nicht in Aktien investieren würde, wenn sie eine fiktive langfristige Anlageentscheidung zu treffen hätte.¹¹⁹¹ Präferiert werden festverzinsliche Produkte mit weniger Risiko. Diese Neigung zu festverzinslichen Anlageprodukten ist eine der Hauptursachen, weshalb der heimische Stiftungsmarkt trotz hoher Wachstumsraten sein eigentliches SRI-Potenzial nicht auszuschöpfen vermag. Denn das Angebot an beispielsweise Anleihen, die tendenziell das präferierte Anlageprodukt von Stiftungen darstellen, ist in Bezug auf Nachhaltigkeit weiterhin begrenzt.¹¹⁹² Die Ursache hierfür liegt in einem immer noch angelsächsisch getriebenen Produktangebot bei der nachhaltigen Geldanlage. Die Mehrzahl der nachhaltigen Fonds sind entweder reine Aktienfonds oder gemischte Aktien- und Anleihefonds. Reine Anleihefonds sind seltener zu finden.¹¹⁹³ Dieser Mangel an passenden Produkten wird von Stiftungen wahrgenommen und als einer der drei wichtigsten Gründe gegen die Berücksichtigung von SRI genannt.¹¹⁹⁴

Als zweite Problematik, die nicht nur den generellen SRI-Markt, sondern speziell auch den MI-Markt betrifft, sind die Finanzintermediäre zu nennen. Zwar tendierten amerikanische Stiftungen in der Vergangenheit traditionell dazu, Mission Investments und insbesondere Kredite direkt an ehemalige Fördergeldempfänger zu vergeben.¹¹⁹⁵ Solange sich die Stiftungen an diese Anlageklasse hielten, verfügten sie über ein ständiges Angebot an potentiellen Investmentzielen. Mit der Zuwendung zu neuen Anlageklassen sinkt jedoch die Anzahl an verfügbaren Investmentmöglichkeiten. Amerikanische genauso wie Deutsche Stiftungen verlassen sich daher nicht nur bei ihrer klassischen Vermögensverwaltung zunehmend auf Finanzintermediäre.¹¹⁹⁶ Diese reduzieren nicht nur das finanzielle Risiko und die Transaktionskosten, sondern verfügen meist auch über relevantes Fachwissen und

¹¹⁸⁹ In ähnlicher Weise beleuchten Weber und Scheck (2012), S. 17f., das hinderliche Marktumfeld für Impact Investments.

¹¹⁹⁰ Vgl. Fey und Stockmann (2015), S. 7.

¹¹⁹¹ Ebd., S. 17.

¹¹⁹² Vgl. Schröder (2010), S. 53.

¹¹⁹³ Vgl. Schäfer (2009), S. 2.

¹¹⁹⁴ Vgl. Dorfleitner (2015), S. 6.

¹¹⁹⁵ Vgl. Cooch et al. (2007), S. 20.

¹¹⁹⁶ Zur Definition von Finanzintermediären siehe: Abschnitt 6.4.6.

Potentielle Probleme und Risiken des Mission Investing

größere finanzielle Ressourcen.¹¹⁹⁷ Neben diesen Vorteilen, die die Nutzung von Finanzintermediären mit sich bringt, birgt die Inanspruchnahme dieser Leistungen jedoch auch Nachteile für Stiftungen, die sich MI zuwenden wollen:

- Impact Investments erfordern in der Regel das aktive Engagement des Eigentümers. Existieren jedoch Intermediäre zwischen der Stiftung und dem Empfänger des Investments, kann die Stiftung den Umfang und die Qualität dieses Engagements nicht mehr direkt steuern.¹¹⁹⁸
- Es existiert die klassische Prinzipal-Agent-Problematik. Die langfristigen Anlageziele der Stiftungen stehen in Konkurrenz zu den Zielen des Anlageberaters, dessen Leistung nicht selten auf einer kurzfristigen Basis bewertet wird.¹¹⁹⁹
- Es existieren höchst unterschiedliche Auffassungen darüber, wie soziale Wirkung zu messen ist.¹²⁰⁰ Dieser Mangel an Konsens über die Definition und Messung der sozialen Wirkung kann dazu führen, dass der Intermediär entweder einen nicht gewünschten Ansatz verfolgt oder das Urteil über die soziale Wirkung seinen Klienten, die mit dem jeweiligen Projekt jedoch nicht direkt vertraut sind, überlässt.

Neben diesen allgemeinen Charakteristika des deutschen Marktes und den spezifischen Problematiken zu Intermediären, sehen Weber und Scheck (2012) das Marktumfeld in Deutschland als nicht besonders vorteilhaft für MI an. Die Autoren merken diesbezüglich an, dass Impact Investments mit einem Mangel an entsprechenden Investitionsmöglichkeiten, einem Mangel an vermittelnden Akteuren und einem generell wenig unterstützenden Marktumfeld zu kämpfen haben.¹²⁰¹ Und dennoch konnten sich in den letzten Jahre vor allem zwei Akteure in diesem Markt hervortun: BonVenture und Ananda Ventures (früher Social Venture Fund). Diese beiden sozialen Risikokapitalgeber haben zusammen bereits 31 Investments in Sozialunternehmen getätigt¹²⁰² und bereiteten in den letzten Jahren den Weg für weitere Investoren mit wirkungsorientiertem Ansatz.¹²⁰³ Die Bemühungen dieser ersten Akteure bedürfen jedoch immer noch einer Mindesteinlage von mehreren hunderttausend Euro.¹²⁰⁴ Hierdurch werden kleinere Stiftungen, die zunächst nur einen Anteil ihres Portfolios in Impact Investments investieren wollen, von einer Anlage ausgeschlossen. Dem deutschen Impact Investing Markt mangelt es somit immer noch an Intermediären, die sich dieser

¹¹⁹⁷ Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 16ff.

¹¹⁹⁸ Vgl. Godeke et al. (2009), S. 34.

¹¹⁹⁹ Vgl. Bernet (2003), S. 117f.

¹²⁰⁰ Vgl. Abschnitt 7.5.

¹²⁰¹ Vgl. Weber und Scheck (2012), S. 17f.

¹²⁰² Ananda Ventures tätigte bis jetzt 10 und BonVenture 21 Investments. Siehe dazu: Ananda Ventures (2015) und BonVenture (2015).

¹²⁰³ Beispielhaft hierfür wäre Tengemann Social Ventures, die bereits 3 Investments getätigt haben, zu nennen. Vgl. Tengemann Social Ventures (2015).

¹²⁰⁴ Vgl. Benford et al. (2014), S. 41.

Problematik annehmen und Investmentmöglichkeiten für kleinere wirkungsorientierte Einlagen schaffen.

Es lässt sich demnach zusammenfassen, dass sich das Marktumfeld und insbesondere die Beratungsleistungen der SRI-Intermediäre, die von Stiftungen im Jahre 2009 noch als gänzlich unzureichend identifiziert worden waren,¹²⁰⁵ quantitativ gesehen verbessert haben.¹²⁰⁶ Dessen ungeachtet ist besonders in Bezug auf die Qualität und das Angebot für MI-interessierte Stiftungen Verbesserungspotenzial vorhanden. Es mangelt an glaubwürdigen Anbietern, die sich über das reine Screening hinaus für Impact Investments nicht nur interessieren, sondern diese konkret angehen und dabei ihr Angebot auch speziell auf die Bedürfnisse von Stiftungen – insbesondere mit Blick auf Risiko und Ausschüttungspolitik – zuschneiden. Zwar lässt sich in diesem Zusammenhang der von BonVenture initiierte MI-Pilotfonds nennen, der versucht, den stiftungsspezifischen Ansprüchen gerecht zu werden; doch mangelt es dem Markt an weiteren diesbezüglichen Angeboten, die für ein breites Publikum zugänglich sind.¹²⁰⁷

7.5. Impact-Messung als Hindernis

7.5.1. Wirkung in Zeiten von sozialen Renditen

Der größte Widerstand, der MI bei Stiftungen entgegenschlägt, ist das Faktum, dass Stiftungen der Meinung sind, dieser Investmentansatz entfalte keine nachhaltig positive Wirkung.¹²⁰⁸ Diese, schon in Kapitel 5 diskutierte Problematik rührt daher, dass Stiftungen durch SRI nur schwer die Kapitalkosten von Unternehmen beeinflussen können.¹²⁰⁹ Daneben stellt sich bei der Anlageentscheidung einer Stiftung die Frage, wie die größere finanzielle Rendite einer Anlage mit der erheblichen sozialen Wirkung einer anderen Anlage verglichen werden kann. Jedes dieser Dilemmata kann nur durch ein tiefgründiges und genaueres Verständnis jener Wirkung, die unterschiedliche soziale Investitionen erreichen wollen, überwunden werden. Der Begriff der Wirkung wird für auf Stiftungen von der Robert Bosch Stiftung – die sich hierbei auf eine Definition von Fleishman (2009) bezieht – folgendermaßen definiert:¹²¹⁰

„Ausmaß, in dem Stiftungen im Rahmen ihrer gesetzten strategischen Ziele durch ihr Tun tatsächlich einen gesellschaftlichen Wandel auslösen oder herbeiführen (...)“

¹²⁰⁵ Vgl. BVDS (2008), S. 29.

¹²⁰⁶ Vgl. Flotow et al. (2014), S. 24.

¹²⁰⁷ Vgl. Eberhard von Kuenheim Stiftung (2015), S. 1.

¹²⁰⁸ Vgl. Dorfleitner (2015), S. 6.

¹²⁰⁹ Vgl. Abschnitt 5.2.4.4.

¹²¹⁰ Robert Bosch Stiftung (2014), S. 49.

Diese Arbeit schließt sich dieser, für die Thematik von MI ausreichenden, Definition von Wirkung an.¹²¹¹ Hierunter werden somit die auf gesellschaftlicher Ebene von Seiten der Stiftung intendierten Veränderungen zusammengefasst. Mit der Messung dieser sozialen Wirkung beschäftigt sich die philanthropische Gemeinschaft schon lange. Doch erst in den letzten Jahren wurde der gemeinnützige Sektor von verschiedenen Seiten dazu angehalten, diese Wirkung im Sinne einer Effizienzerhebung auch zu messen. Überlegungen wie der von Emerson (2003a) beschriebene „blended value“-Ansatz¹²¹² oder die Idee der Venture Philanthropy, welche generell einen Wirkung maximierenden Ansatz verfolgt, führen dazu, dass der soziale Sektor vermehrt Druck ausgesetzt ist, sich hinsichtlich seiner erzielten sozialen Wirkung zu rechtfertigen.¹²¹³ Will sich eine Stiftung MI zuwenden, wird dieser Rechtfertigungsgedanke ebenfalls deutlich. Denn als eine relativ neue Disziplin muss sich MI erst noch bezüglich der wirklichen finanziellen und nicht-finanziellen Rendite beweisen.¹²¹⁴ Der Bedarf an standardisierten Maßeinheiten ist für diese Legitimierung essentiell. Nur hierdurch können Skeptiker davon überzeugt werden, dass diese Investments nicht nur finanziellen, sondern auch ideellen Mehrwert schaffen, und folglich der Kapazitätsausbau des deutschen MI-Marktes vorangetrieben werden.¹²¹⁵

7.5.2. Methoden der Wirkungsmessung

Ein Paradox sozialer Investitionen ist, dass höhere Einsätze nicht unbedingt zu einem größeren sozialen Mehrwert führen.¹²¹⁶ Im Unterschied zur Privatwirtschaft, in der ein höheres Investitionsvolumen meist zu einer feststellbaren finanziellen Mehrwert-Generierung oder -Reduktion führt, ist im Dritten Sektor die Beziehung von mehr finanziellen Mitteln zur Wirkung meist schwer nachzuweisen. Diese Tatsache hat im Laufe des letzten Jahrzehnts dazu geführt, dass eine Vielzahl von Stiftungen und NPOs, auf der Suche nach der Legitimation ihrer Arbeit damit begonnen haben, die Wirkung ihrer Arbeit zu dokumentieren. Von einer Standardisierung kann angesichts der Vielzahl der hierbei entstandenen Wirkungsmessmethoden nicht gesprochen werden. Das angesehene Foundation Center in New York – das sich als eine der Philanthropie dienende Ideenfabrik versteht – listet in seiner Datenbank 207 Methoden auf, die soziale Wirkung präzisieren, messen und bewerten sollen.¹²¹⁷ Bei der Betrachtung solcher Aufzählungen kann zwischen den reinen Monitoring-

¹²¹¹ Das Problem mit der Definition von Wirkung ist, dass dieser Begriff oft als Synonym für sehr unterschiedliche Begriffe benutzt wird (z. B.: Professionalität, Leistung, Mehrwert, Effektivität, Effizienz oder Potenzial) und dass der Begriff relational ist. Das bedeutet, dass mit dem Auftauchen oder Fernbleiben von Wirkung nicht automatisch der Erfolg oder Misserfolg eines Projekts zusammenhängt. Vgl. Stiftung Mercator (2012), S. 6.

¹²¹² Dieser Begriff wird in Abschnitt 1.1 erläutert.

¹²¹³ Vgl. Sacconi (2008), S. 12.

¹²¹⁴ Vgl. Wood und Hagerman (2010), S. 265.

¹²¹⁵ Vgl. Hagerman und Ratcliffe (2009), S. 44.

¹²¹⁶ Vgl. Gertner (2008), S. 1.

¹²¹⁷ Vgl. Foundation Center (2015).

Potentielle Probleme und Risiken des Mission Investing

Ansätzen und Wirkungsanalysen unterschieden werden. Erstere versuchen, nur die Wirkung einer Intervention zu messen. Eine Wirkungsanalyse dagegen misst diese Wirkung nicht nur, sondern schreibt sie darüber hinaus einem übergeordneten entwicklungspolitischen Ziel zu.¹²¹⁸ Für die Wirkungsdebatte in Deutschland sind aufbauend auf der Betrachtung der Entwicklungen der letzten Jahre drei Methoden der Wirkungsanalyse von Bedeutung: die IOOI-Methode, der Social Return on Investment (SROI) und der Social Reporting Standard (SRS).¹²¹⁹

Die IOOI-Methode misst und analysiert die Wirkung mithilfe einer Wirkungskette. Diese Wirkungskette besteht aus den Gliedern Input, Output, Outcome und Impact (IOOI) (siehe Abb. 40). Das Modell bedient sich klassischer Evaluationstechniken, die in diesem Fall jedoch auf die Messung von gesellschaftlichem Engagement abzielen. Die intendierte soziale Wirkung wird in Relation zu den hierfür eingesetzten Mitteln gebracht.¹²²⁰ Diese eingesetzten Mittel („Input“) sind im Falle von Stiftungen jene finanziellen und nicht-finanziellen Ressourcen, die zur Bearbeitung und Realisierung von Projekten benötigt werden. „Output“ beschreibt jene unmittelbaren, konkret zählbaren Folgen, die mithilfe des Inputs erreicht wurden. Die Wirkung, die unmittelbar bei der Zielgruppe erreicht wird und quantitativ und qualitativ messbar beziehungsweise wahrnehmbar ist, wird als „Outcome“ bezeichnet. Schlussendlich beschreibt der „Impact“, ob auf gesellschaftlicher Ebene Wirkung erzielt wurde, die über die eigentliche Zielgruppe hinausreicht.¹²²¹ In der Regel werden für jeden dieser Schritte innerhalb der IOOI-Wirkungskette relevante Indikatoren identifiziert, die dabei helfen, die erzielte Wirkung nicht nur zu messen, sondern auch auszuwerten.¹²²² Hierdurch können der Output, der Outcome sowie der Impact eines Projektes in Relation zu den eingesetzten Mitteln gesetzt werden.



Abb. 40: Die Wirkungskette der IOOI-Methode

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Bertelsmann Stiftung (2008), S. 18.

Die Social-Return-on-Investments-Methode (SROI) versucht, den von Emerson (2003a) beschriebenen „blended value“-Gedanken weiterzuführen, indem die „soziale

¹²¹⁸ Vgl. Neubert (2004), S. 1.

¹²¹⁹ Vgl. Winkler (2015), S. 35.

¹²²⁰ Ebd., S. 37.

¹²²¹ Als „Outcome“ wird in der angelsächsischen Literatur meist das Gesamtergebnis einer Aktivität bezeichnet. „Impact“ dagegen beschreibt nur jenen Anteil des Outcomes, der über das Ergebnis, welches sowieso geschehen wäre, hinausgeht. Vgl. Clark et al. (2004), S. 7; Bertelsmann Stiftung (2010), S. 53.

¹²²² Vgl. Winkler (2015), S. 38.

Wertschöpfung“ eines Projekts berechnet wird.¹²²³ Ursprünglich wurde diese Wirkungsmessmethode 1996 von der US-amerikanischen Non-Profit-Organisation „Roberts Enterprise Development Fund“ entwickelt. Ziel dieser Initiative war es, aufzuzeigen, dass soziale Investitionen neben finanziellen gleichermaßen nicht-finanzielle Vorteile besitzen.¹²²⁴ Denn zusätzlich zur finanziellen Rendite eines Projekts – dem Return on Investment (ROI) – betrachtet dieser Ansatz die ideellen Bemühungen von NPOs als soziale Investitionen. Den Effekt dieser Investitionen, der als „soziale Rendite“ bezeichnet wird, versucht der SROI-Ansatz zu berechnen.¹²²⁵ Als einzige der aufgeführten Wirkungsmessmethoden versucht der SROI-Ansatz, der erzielten Wirkung einen Geldwert zuzumessen. Dieser an die Gesellschaft zurückfließende soziale Mehrwert wird mithilfe einer Wirkungsanalyse an Quasi-Märkten eine monetäre Einheit zugewiesen.¹²²⁶ Ziel der SROI-Methode ist es, am Ende die erzielte Wirkung mit einer Kennziffer, die alle monetären und nicht monetären-Effekte einer Investition in sich vereint, dazustellen. Eine Vergleichbarkeit dieser SROI-Ziffern ist jedoch – aufgrund von unterschiedlich gewählten Indikatoren – nur dann gegeben, wenn neben dem endgültigen SROI-Koeffizienten auch der Berechnungsweg dokumentiert wird.¹²²⁷ Theoretisch bietet die SROI-Methode somit die Möglichkeit, Projekte anhand einer einzigen Kennziffer vergleichen zu können. Ohne die Berücksichtigung der für diese Kennziffer benötigten Prüfung ist ein Vergleich jedoch nur in den seltensten Fällen zweckmäßig. Durch die Quantifizierung qualitativer Faktoren muss sich diese Wirkungsmessmethode jedoch die Kritik gefallen lassen, dass sie eine Ökonomisierung des Dritten Sektors intendiere.¹²²⁸ Demnach ist die SROI-Methode von einem moralischen Standpunkt aus gesehen als grenzwertig einzustufen.

Die Grundlage für den Social Reporting Standard (SRS) wurde durch eine Forschungsarbeit der Universität Hamburg und der TU München gelegt. Diese Arbeit identifiziert die Schaffung einer standardisierten Form der Berichterstattung als eine Grundvoraussetzung, um intertemporale Vergleiche ziehen und den von Social Entrepreneurs geschaffenen Mehrwert besser bewerten zu können.¹²²⁹ Aus der Kooperation dieser Hochschulen mit verschiedenen Partnern innerhalb der deutschen Social-Entrepreneurship- und Stiftungs-Szene¹²³⁰ entstand schließlich im Herbst 2009 der SRS.¹²³¹ Der SRS baut typologisch auf der IOOI-

¹²²³ Vgl. Emerson (2003a), S. 35f.

¹²²⁴ Vgl. Then und Eggersglüß (2013), S. 1.

¹²²⁵ Ebd., S. 1f.

¹²²⁶ Vgl. Mildenerberger et al. (2012), S. 295.

¹²²⁷ Vgl. Winkler (2015), S. 40f.

¹²²⁸ Zur Kritik an dieser Ökonomisierung des Non-Profit Sektors siehe: Abschnitt 5.4.4.2.

¹²²⁹ Vgl. Achleitner et al. (2009), S. 16.

¹²³⁰ Hierzu zählen: Ashoka Deutschland gGmbH, Auridis gGmbH, BonVenture Management GmbH, PHINEO gAG, Vodafone Stiftung Deutschland, Schwab Foundation, Universität Hamburg, Technischen Universität München und das Bundesministerium für Familie, Senioren, Frauen und Jugend. Vgl. Social Reporting Initiative (2014), S. 28f.

¹²³¹ Vgl. Roder (2009), S. 1f.

Wirkungskette auf. Nach dieser Logik führt beim SRS ein dezidierter Input zu einem bestimmten Output und folglich zu einer Wirkung bei einer bestimmten Zielgruppe. Anders als die IOOI-Methode fasst der SRS als Wirkung die Begriffe Outcome und Impact zusammen.¹²³² Organisationen, die den SRS anwenden, steht es frei, über die von ihnen verwendeten Indikatoren zur Messung zu entscheiden und anders als beim SROI wird nicht versucht, eine Quantifizierung der Wirkung vorzunehmen.¹²³³ Es geht vielmehr um die Frage nach den Wirkungen infolge der Aktivitäten bei den einzelnen Zielgruppen und um das Verständnis dieses Ursache-Wirkungs-Prinzips.

Diese kurze Bestandsaufnahme zeigt, dass es theoretisch nicht an Methoden zur Wirkungsmessung mangelt. Die Fülle von Ansätzen offenbart jedoch die Schwierigkeiten, die sich ergeben, wenn ein ideelles Element in ein auf numerischen Daten basierendes Konstrukt eingepasst werden soll.

7.5.3. Probleme der Wirkungsmessung

Die Schwierigkeiten, die sich mit der Messung von sozialer und ökologischer Wirkung ergeben, sind nicht nur für die meisten Teilnehmer innerhalb des Dritten Sektors offensichtlich, sondern werden auch vermehrt von wissenschaftlichen Erkenntnissen bestätigt. Mildenberger et al. (2012) beschreiben in ihrer Arbeit drei grundlegende Schwierigkeiten, die bei der Messung und Analyse von sozialer Wirkung auftreten können:

Ein grundlegendes Problem bei der Bewertung sozialer Wirkung ist schon immer die Frage, in welchem Umfang das Ergebnis einer Intervention auf die Intervention an sich zurückgeführt werden kann und inwieweit die Veränderung durch andere Variablen herbeigeführt wurde. Bekanntermaßen wird der gesellschaftliche Wandel, der von den karikativen Projekten von NPOs intendiert wird, zugleich von vielen anderen Faktoren beeinflusst. Ein direkter kausaler Zusammenhang zwischen dem Projekt und der erzielten Wirkung lässt sich folglich nicht immer klar feststellen.¹²³⁴ Insbesondere wenn der größte gesellschaftliche Nutzen eines Projekts in der indirekten und nachgelagerten Wirkung liegt, wird das Attributionsproblem zur Herausforderung. Denn ohne die Gegenüberstellung mit einer Vergleichsgruppe, die nicht von den Maßnahmen des Projekts beeinflusst wurde, bleibt die Wirkungsanalyse an dieser Stelle kontrafaktisch.¹²³⁵ Projekte, die sich auf direkte soziale Wirkung festlegen, haben in geringem Maße zwar ebenso mit Attributionsproblemen zu

¹²³² Vgl. Social Reporting Initiative (2014), S. 2.

¹²³³ Vgl. Scheck (2013), S. 1.

¹²³⁴ Vgl. Mildenberger et al. (2012), S. 281.

¹²³⁵ Vgl. Waddington (2013), S. 3.

kämpfen, doch fällt es solchen Initiativen generell leichter, Beweise für die positive Wirkung ihrer Bemühungen zu finden.¹²³⁶

Als weiteres Problem führen die Autoren des CSI der Universität Heidelberg die Problematik auf, dass die ideellen Ziele von gemeinnützigen Organisationen zumeist schwer messbar sind.¹²³⁷ Denn der Erfolg von sogenannten „Soft Outcomes“,¹²³⁸ Präventionszielen und langfristigen Zielen ist nur selten wirklich zu fassen und in der Folge schwer messbar. Gelingt die Umwandlung von solch ideellen Zielen in ein numerisches Resultat, ist dies zwar einerseits vorteilhaft, weil eine Vergleichbarkeit im Sinne des SROI gegeben ist, andererseits entsteht aber eine Illusion von Objektivität. Denn bei nicht wenigen numerischen Messmethoden werden subjektive Parameter zur Wirkungsanalyse herangezogen.¹²³⁹ Die Ursache hierfür liegt bei den mit der Wirkungsmessung betrauten Personen. An einem gewissen Punkt der Wirkungsmessung haben diese Personen Entscheidungen zu treffen, die von ihren persönlichen und ideologischen Zielen beeinflusst werden. Wenn diese Personen sich jedoch der Tatsache bewusst sind, dass ihre Messmethoden von Dritten beurteilt werden, dann werden sie sich im Zweifel für die ethisch vertretbarere Lösung entscheiden.¹²⁴⁰ Somit kann – wie auch bei moralischen Fragestellungen – auch bei einer holistischen Wirkungsmessung davon ausgegangen werden, dass Entscheidungen von unbeabsichtigten Effekten beeinflusst werden.¹²⁴¹ Die Mehrzahl der Publikationen zu den Problematiken der Wirkungsmessung befasst sich traditionell mit der schwierigen Quantifizierung von ideellen Ergebnissen.¹²⁴² Das Beispiel der Subjektivierung zeigt jedoch, dass es daneben nicht quantitative Problematiken gibt, die eine erfolgreiche Wirkungsmessung verhindern können.

Die Vielfalt an gemeinnützigen Organisationen mit ihren unterschiedlichen Zielen, Abläufen und Wirkungsketten führt zu einer weiteren Schwierigkeit. Denn wenn Projekte unter ungleichen Voraussetzungen durchgeführt werden, ist eine Vergleichbarkeit in den meisten Fällen nicht gegeben.¹²⁴³ Während sich die Wirtschaft standardisierter finanzieller Kennzahlen bedient, um ihre Performance zu vergleichen, ist diese Herangehensweise in der gemeinnützigen Sphäre, in der höherer finanzieller Einsatz nicht automatisch zu einer höheren Wirkung führt, nicht sinnvoll.¹²⁴⁴ Zwar könnte an dieser Stelle eine soziale

¹²³⁶ Vgl. Richards und Panfil (2010), S. 10.

¹²³⁷ Vgl. Mildenerger et al. (2012), S. 282.

¹²³⁸ Ergebnisse, die nicht direkt oder konkret gemessen werden können. Hierzu zählen z. B. die Lebensqualität oder die Einstellung eines Personenkreises gegenüber gewissen Thematiken.

¹²³⁹ Eine ausführliche Kritik hierzu liefert Entine (2003), S. 354–357.

¹²⁴⁰ Vgl. Silva und Simões (2011), S. 338.

¹²⁴¹ Vgl. Chugh et al. (2005), S. 5.

¹²⁴² Vgl. Bertelsmann Stiftung (2008), S. 10; Brest et al. (2009), S. 53, und BVDS (2013d), S. 25f.

¹²⁴³ Vgl. BVDS (2013d), S. 29.

¹²⁴⁴ Vgl. Gertner (2008), S. 1.

Erfolgsgröße als vergleichender Maßstab herangezogen werden, doch scheitert dies an der Heterogenität der im gemeinnützigen Sektor aktiven Organisationen.¹²⁴⁵

Neben diesen drei Kritikpunkten bestehen grundlegende Bedenken dahingehend, dass die Wirkungsmessung selbst zu viele Ressourcen der Stiftungen bindet und den gemeinnützigen Sektor unnötig einer durch Kennzahlen bestimmten Doktrin unterordnet. Denn besonders die Beschaffung von Informationen, die zur Wirkungsmessung essentiell sind, kann zeit- und ressourcenintensiv verlaufen und den MI-Investor somit zusätzlich belasten.¹²⁴⁶ Eine Stiftung kann jedoch sogar ohne erfolgreiche Wirkungsmessung zielführend arbeiten. Laut Herman Falk – ehemaliges Mitglied der Geschäftsleitung des BVDS – wäre es manchmal sogar besser, die zur Wirkungsmessung bereitgestellten Mittel in die Projektarbeit der Stiftung zu investieren.¹²⁴⁷ Darüber hinaus kann die Evaluation von Wirkung die Tradition des deutschen Ehrenamtes, welches sich gedanklich meist abseits von Kosten-Nutzen-Rechnungen bewegt, gefährden.¹²⁴⁸ Die meist ehrenamtlichen Mitarbeiter von Stiftungen¹²⁴⁹ führen ihre Arbeit, neben möglichen egoistischen Motiven, meist vor allem aus altruistischen Motiven aus.¹²⁵⁰ Diese idealistischen Beweggründe werden durch die Wirkungsmessung und die damit einhergehende, auf Kennzahlen fokussierte Herangehensweise jedoch in Frage gestellt.¹²⁵¹ Die Wirkungsmessung greift demzufolge den altruistisch motivierten Mitarbeiter an, indem versucht wird, seine sinnstiftende Arbeit vergleichbar zu machen.

Der Wunsch, die Wirkung einer Stiftung messen zu können, scheitert demnach selten an den vorhandenen Wirkungsmessmethoden, sondern vielmehr an bestehenden konzeptionellen und subjektiven Problematiken. Im Hinblick auf die Legitimation von MI scheint es für Stiftungen jedoch ratsam zu sein, sich der Wirkungsproblematik – trotz einzelner kritischer Stimmen – anzunehmen. Denn die Wirkungsmessung kann nicht nur dabei helfen, die Art und Weise, wie eine Stiftung wirkt, besser verstehen zu lernen, sondern führt auch dazu, dass verschiedene Wirkungsmessmethoden angewendet und verbessert werden können. Insbesondere für die Skalierung und das bessere Verständnis von Impact Investments in Deutschland wäre eine solche Entwicklung vorteilhaft; denn nur durch die Anwendung verschiedener Messmethoden und den Austausch über sie können diese weiterentwickelt und damit bestehende Problematiken adressiert werden. Hierbei ist außerdem festzuhalten, dass die Tendenz weg von einer auf Kennzahlen bauenden Beurteilung hin zu einer Prozessdokumentation und einer ganzheitlichen wirkungsorientierten Steuerung geht.

¹²⁴⁵ Vgl. Mildenerger et al. (2012), S. 282.

¹²⁴⁶ Vgl. Wood und Hagerman (2010), S. 265.

¹²⁴⁷ Vgl. Institutional Money (2012), S. 71.

¹²⁴⁸ Vgl. Hoelscher et al. (2010), S. 143.

¹²⁴⁹ Der Anteil an ehrenamtlich tätigen Vorständen beträgt bei gemeinnützigen deutschen Stiftungen 90 Prozent. Vgl. Kowark (2008), S. 1.

¹²⁵⁰ Vgl. Moschner (2002), S. 4f.

¹²⁵¹ Siehe hierzu: Die Debatte über die Ökonomisierung des Non-Profit-Sektors in Abschnitt 5.4.4.2.

7.6. Zusammenfassung

Die Betrachtung der in diesem Kapitel behandelten Thematiken offenbart, dass MI einerseits mit grenzüberschreitenden Problemen zu kämpfen hat. Andererseits lässt sich von den identifizierten Faktoren ableiten, dass insbesondere der deutsche Markt MI vor spezielle Herausforderungen stellt. Denn obwohl in den letzten Jahren verstärkt Literatur zum Thema MI erschienen ist und SRI-Praktiken in zunehmendem Maße akzeptiert werden, hält sich die Anzahl an Stiftungen, die sich wahrnehmbar um MI bemühen, in Grenzen.

Denn Ressentiments insbesondere dahingehend, dass die treuhänderische Fürsorgepflicht bei der Umsetzung einer MI-Strategie verletzt werden könnte, halten sich in Deutschland trotz wissenschaftlicher Entkräftung – die theoretisch die Lücke zum angelsächsischen Sprachraum schließen sollte – hartnäckig. Darüber hinaus ist das gesamte Impact-Investing-Umfeld nicht in dem Maße entwickelt wie es in den USA oder in Großbritannien der Fall ist. Es gibt zwar vermehrt Institutionen, die sich der nachhaltigen Geldanlage verschrieben haben, doch fehlt es an Anbietern, die Impact Investments konkret angehen und diese Leistungen für eine breite Masse an Stiftungen zugänglich machen.

Als weiteres Hindernis von MI wurde in diesem Kapitel auf die Problematik der Wirkungsmessung eingegangen. Stiftungen können theoretisch aus einer Vielzahl von Wirkungsmessmethoden wählen. In der Praxis scheitert die Umsetzung einer solchen Wirkungsmessung jedoch nicht selten an bestehenden konzeptionellen und subjektiven Problematiken. Solchen Stiftungen, die über die notwendigen personellen und finanziellen Ressourcen verfügen, wäre die Wirkungsmessung dennoch zu empfehlen, da diese Messmethoden nur durch ihre Anwendung weiterentwickelt werden können. Die methodische Weiterentwicklung wäre für den Ausbau des Marktumfeldes, die Skalierung und das bessere Verständnis von Impact Investments in Deutschland sehr förderlich.

8. Schlussbetrachtung

8.1. Zusammenfassung

Ausgangspunkt dieser Arbeit war die zu beobachtende Tendenz der letzten Jahre, dass sich Stiftungen in zunehmender Weise mit SRI-Anlagen beschäftigen. Hieraus resultiert die aktuelle Relevanz der nachhaltigen und insbesondere der zweckbezogenen Geldanlage für Stiftungen. Diese Arbeit baut auf der Prämisse, dass Stiftungen als institutionelle Investoren bei der Ausübung ihrer Vermögensverwaltung generell nicht frei sind. Die Anlageentscheidung unterliegt rechtlichen, moralischen sowie gesellschaftlichen Einflussfaktoren, die bisher nur in begrenztem AusmaÙe theoretisch betrachtet worden sind. Das Ziel der vorliegenden Arbeit war es, den Bedarf an einer sich mit dieser Thematik befassenden wissenschaftlichen Grundlagenarbeit zu decken, um dadurch die Risiken und das Wirkungspotenzial dieses Ansatzes für Stiftungen zu veranschaulichen.

Hierfür wurden, nach einer allgemeinen Einführung in den Kontext der nachhaltigen und zweckorientierten Geldanlage, in Kapitel 2 zunächst stiftungsterminologische Begriffe erläutert. Das theoretische Hintergrundwissen wurde des Weiteren durch eine nähere Beleuchtung von Konzepten rund um die Thematik der nachhaltigen Geldanlage ergänzt. Auf Basis der Literatur lieÙen sich an dieser Stelle der passive und der aktive Ansatz zu Nachhaltigen Geldanlage identifizieren. Die Idee des MI baut, neben diesen beiden unter den Schirm der Nachhaltigen Geldanlage fallenden Konzepten, auf einer dritten Strategie auf, die als Impact Investing bezeichnet wird und Investments in Unternehmungen beschreibt, die direkt den Stiftungszweck unterstützen. Anhand ihrer Intention, den Stiftungszweck zu unterstützen und eine finanzielle Rendite zu erwirtschaften, wurden diese Konzepte grafisch abgebildet, um ihren jeweiligen Beitrag aufzuzeigen und sie voneinander abzugrenzen.

Kapitel 3 zeigte jene Faktoren auf, mit denen versucht wird, das steigende Interesse von Stiftungen an MI zu erklären. Zunächst wurden jene Einflussfaktoren beschrieben, die innerhalb einer Stiftung dazu führen, dass diese sich mit der MI-Thematik auseinandersetzt. Neben einigen stiftungsinternen Faktoren wurden an dieser Stelle auch externe Triebkräfte identifiziert, die von auÙen auf eine Stiftung einwirken können. Hierbei wurde insbesondere die Selbstwahrnehmung von Stiftungen als entscheidender Faktor ausgemacht. Denn das Selbstverständnis deutscher Stiftungen verleiht der MI-Bewegung gewissermaÙen schon ein ausreichendes moralisches Fundament. Wenn sich Stiftungen als unter moralischer Maxime handelnde Gebilde sehen, dann kann es nicht als zielführend angesehen werden, dass nur die Fördermittel der gesellschaftlichen Mehrwertgenerierung

Schlussbetrachtung

verpflichtet sind. Demgemäß sind zur gemeinschaftlichen Daseinsberechtigung von Stiftungen ebenso die der Vermögensverwaltung obliegenden Mittel ethischen Grundsätzen unterzuordnen.

Um eine Basis für das weiterführende Verständnis von MI zu schaffen, wurde in Kapitel 4 zunächst auf grundsätzliche Aspekte der klassischen Vermögensverwaltung eingegangen. Was die klassischen Determinanten – Rendite, Risiko und Liquidität – betrifft, so konnte gezeigt werden, dass das Spannungsfeld der klassischen Vermögensverwaltung für Stiftungen zwar ein guter Ansatzpunkt ist, dass jedoch die Vermögensverwaltung einer Stiftung weit über die Optimierung dieser Determinanten hinausgeht. Denn bei der Anlagepolitik einer Stiftung müssen unter anderem juristische, steuerliche und wirtschaftliche Anforderungen in Betracht gezogen werden. Nach einer holistischen Betrachtung dieser Ansprüche ließen sich einige empfehlenswerte, aber rechtlich nicht immer bindende Aspekte, die das Zielsystem der Vermögensverwaltung einer Stiftung verändern, festhalten. Die Dimensionen Substanzerhaltung, Erträge und Risiko werden bei der zweckorientierten Vermögensverwaltung durch eine vierte Dimension ergänzt, welche die Stiftungszweckkorrelation widerspiegelt. Aufgrund dieser Feststellungen konnte geschlossen werden, dass die Notwendigkeit einer zweckbezogenen Vermögensverwaltung besteht.

Kapitel 5 untersuchte die Instrumente, die für eine satzungszweckorientierten Geldanlage bei Stiftungen in Frage kommen, und ging nach einer Erläuterung der Funktionsweise dieser Investmentvehikel besonders auf die mit ihnen verbundenen sozioökonomischen Folgen und Herausforderungen ein. Denn die identifizierten Positiv-, Negativ- sowie Best-in-Class-Ansätze stellen die Befürworter von MI vor eine Vielzahl methodischer und konzeptioneller Probleme. Dadurch, dass das Screening die Erreichung eines effizienten Portfolios theoretisch unmöglich macht und der Diversifikationseffekt von gefilterten Portfolios eigentlich suboptimal ausfallen sollte, müsste die Rendite gescreenter Portfolios unter der Rendite von nicht-gefilterten Portfolios liegen. Mithilfe einer Meta-Analyse bisheriger SRI-Studien konnte jedoch gezeigt werden, dass SRI-Investoren keine systematisch nachteiligen Auswirkungen durch diese Anlagemethodik zu befürchten haben. Ein anderes von Befürwortern von MI ins Feld geführtes Argument ließ sich jedoch nicht bestätigen: die Vorstellung, dass SRI-Anleger die Möglichkeit haben, durch ihre Transaktionen die Kapitalkosten von Unternehmen zu beeinflussen, ließ sich im Hinblick auf die vorhandene Literatur nicht belegen. Dennoch scheint der Kauf oder Verkauf von Titeln aus moralischen Gründen und der angestrebten Signalwirkung wegen für Stiftungen von Bedeutung zu sein.

Im Anschluss an das Screening wurde in Kapitel 5 auf das Instrument des aktiven Aktionärstums eingegangen. Von den aufgeführten Erläuterungen lässt sich ableiten, dass diese Instrumente zwar für institutionelle Anleger geeignet sind, um das Prinzipal-Agent-

Schlussbetrachtung

Problem zu lösen. Stiftungen, die sich erhoffen, durch sozial sowie ökologisch motivierte Engagement-Prozesse etwas anzustoßen, sehen sich in Deutschland jedoch weiterhin mit einer nicht vorteilhaften *Kultur des Engagements* konfrontiert und haben darüber hinaus mit Kapazitätsproblemen, die kaum Spielraum für weitreichende Engagement-Aktivitäten lassen, zu kämpfen. Die dargestellten Studien rechtfertigen die Aussage, dass ohne die Kollaboration von zwecknahen Stiftungen das Potenzial von Engagement-Aktivitäten in Deutschland derzeit als noch sehr eingeschränkt zu bezeichnen ist.

In einem letzten Schritt wurde in Kapitel 5 auf das Anlageinstrument des Impact Investing eingegangen. Wie die Fördermittelvergabe sollen auch die von Stiftungen getätigten Impact Investments den satzungsmäßigen Zweck der Stiftung direkt verfolgen. Was die Impact Investments mit Rückzahlungsverpflichtung betrifft, so dürfen diese nur aus dem Grundstockvermögen der Stiftung getätigt werden. Für Impact Investments ohne Renumeration gilt, dass diese nur dann aus den Geldern, die zur Mittelverwendung veranschlagt wurden, getätigt werden können, wenn der Destinatär über einen gemeinnützigen Status verfügt. Die Ergebnisse lassen den Schluss zu, dass diese Art des Impact Investings – auch ohne den Rückfluss von Kapital an die Stiftung – durch eine professionelle und kapazitätserweiternde Wirkung innerhalb des Dritten Sektors gesellschaftlichen Mehrwert generieren kann, der über die reine Spendentätigkeit hinausgeht.

Kapitel 6 versuchte, ausgehend vom klassischen Verständnis des strategischen Managements, einige der erforderlichen Schritte hin zu einer ganzheitlichen MI-Strategie theoretisch zu beleuchten. Nach der Reflexion der Satzung, des Organisationszwecks und der Diskussion der ideellen Ziele, Wirkungsfelder und finanziellen Erwartungshaltung folgte die Wahl der Mittel, die zur Erreichung dieser Mission und Ziele gebraucht werden. Der intendierte finanzielle und wirkungstechnische Mehrwert der MI-Instrumente wurde mithilfe schematischer Darstellungen aufgezeigt. Durch dieses Vorgehen konnten die unterschiedlichen Wirkungsmöglichkeiten der MI-Instrumente beleuchtet und die Notwendigkeit der Kombination dieser Mittel in einem MI-Portfolio abgeleitet werden.

Die Betrachtung der in Kapitel 7 behandelten Thematiken offenbart, dass MI insbesondere auf dem deutschen Markt vor speziellen Herausforderungen steht. Trotz wissenschaftlicher Entkräftung halten sich beispielsweise rechtliche Ressentiments gegenüber MI hartnäckig. Neben den begrenzten Möglichkeiten innerhalb des Deutschen Marktumfeldes wurde im Weiteren auf die Problematik der Wirkungsmessung eingegangen. Denn in der Praxis scheitert die Umsetzung der vielfach publizierten Wirkungsmessmethoden nicht selten an bestehenden konzeptionellen und subjektiven Problematiken. Eine eindeutige Identifizierung jener Faktoren, die Stiftungen in Deutschland vor einem MI-Engagement zurückschrecken

Schlussbetrachtung

lassen, wurde in diesem Kapitel vorgenommen. Es entsteht allerdings der Eindruck, dass diese Probleme zwar auf größere Stiftungen zutreffen, doch insbesondere die Masse an kleineren Stiftungen schon an einfacheren kapazitätsbedingten der Hürden scheitert.

Die vorliegende Arbeit argumentiert, dass Stiftungen dem an sie gestellten gesellschaftlichen Anspruch am ehesten durch die Verfolgung einer zweckbezogenen Vermögensverwaltung gerecht werden können. Denn erst wenn alle Stiftungsmittel der Verwirklichung des Zwecks untergeordnet sind, schöpfen Stiftungen ihr volles Wirkungspotenzial innerhalb der Zivilgesellschaft aus. Über die Vergabe von Fördermitteln hinaus stärken MI-Instrumente den Dritten Sektor und durch Investments in zwecknahe Unternehmungen können wichtige soziale und ökologische Anreize gesetzt werden. Diese Kette von Kausalzusammenhängen lässt sich aus der in dieser Arbeit beschriebenen Literatur herleiten. Betrachtet man die Anlagepraxis Deutscher Stiftungen, ist zwar in Bezug auf die nachhaltige Geldanlage eine positive Tendenz zu beobachten, doch mangelt es verbreitet immer noch an weiterführenden Ansätzen hin zur zweckbezogenen Investitionsstrategie.

8.2. Implikationen für die Praxis

Aus dieser Monografie lassen sich verschiedene Implikationen für die Praxis von Stiftungen, Marktintermediären und öffentlichen Akteuren ableiten. Zwar wird an dieser Stelle auf einen normativen Maßnahmenkatalog verzichtet, doch lassen sich nach der vorgenommenen Untersuchung des Status quo dennoch einige Schritte definieren, die sich als praktische Ansatzpunkte herauskristallisiert haben.

Für *Stiftungen* wurde aufgezeigt, welche Möglichkeiten die satzungszweckorientierte Geldanlage bietet, um über die traditionelle Spendenvergabe hinaus gesellschaftlichen Mehrwert zu schaffen. Es zeigte sich dabei ebenfalls, dass Stiftungen und insbesondere Stifter sich bereits vor der Gründung einer Stiftung hinsichtlich der konkreten Formulierung des Stiftungszwecks sowie von Anlagerichtlinien, in Bezug auf die Möglichkeiten einer nicht nur nachhaltigen, sondern auch zweckorientierten Geldanlage Gedanken machen sollten. Denn hierdurch kann, wenn ein MI-affiner Stiftungszweck gewählt wird, bereits eine Basis für das zukünftige MI-Potenzial der Stiftung geschaffen werden. Im Hinblick auf die nachhaltige Geldanlage konnte die immer wiederkehrende Diskussion über die Rendite von gescreenten Produkten durch eine Meta-Studie beigelegt werden. Das Shareholder-Engagement wurde zwar als begrenzt durchführbare Strategie identifiziert, doch bietet dieses Instrument mehr Möglichkeiten der wirklichen Einflussnahme als das Negative Screening allein. Insbesondere das Impact Investing stößt allerdings noch auf Hindernisse, die trotz lehrreicher Literatur nur rudimentär beseitigt scheinen. Es konnte gezeigt werden, dass der Grund hierfür unter anderem in der unzureichend kommunizierten definitorischen Trennung der Impact-

Schlussbetrachtung

Investment-Ansätze liegt. Die Unterscheidung von Impact Investments mit Rückzahlungsverpflichtung, die aus dem Grundstockvermögen getätigt werden, und Impact Investments ohne Rückzahlungsverpflichtung, die aus Fördermitteln stammen, ist jedoch essentiell für das definitorische Verständnis und die praktische Anwendbarkeit von MI in Deutschland.

Die Schaffung von mehr Bewusstsein bei Stiftungen bezüglich der möglichen moralischen und finanziellen Vorzüge von MI sollte insbesondere auch bei den kleineren, schwer erreichbaren Stiftungen weiter forciert werden. Denn mit Blick auf das Anlageverhalten Deutscher Stiftungen lässt sich immer noch feststellen, dass die meisten von ihnen dem an sie gestellten ganzheitlichen gesellschaftlichen Anspruch nicht gerecht werden, da nur ein kleiner Teil des Stiftungsvermögens zweckorientiert verwendet wird. Daneben ist jenen Stiftungen, die über die notwendigen personellen und finanziellen Ressourcen verfügen, die Wirkungsanalyse ihrer Aktivitäten zu empfehlen, da diese Messmethoden nur durch ihre Anwendung weiterentwickelt werden können. Eine solche methodische Weiterentwicklung wäre für den weiteren Ausbau des Marktumfeldes, die Skalierung und das praktische Verständnis von Impact Investments in Deutschland offensichtlich sehr nützlich.

Für *Marktintermediäre* lässt sich aus der vorliegenden Arbeit ableiten, dass das begrenzte Angebot von nicht nur nachhaltigen, sondern auch speziellen MI-Produkten vielfältige Wachstumsmöglichkeiten bietet. Derzeit mangelt es in Deutschland noch an einer den vielfältigen Stiftungszwecken gerecht werdende Auswahl an MI-Produkten. Insbesondere Lösungen, die Impact-Investment-Mittel verschiedener Stiftungen bündeln und entsprechend anlegen, scheinen bisher nur in sehr begrenztem Maße und experimentell zu existieren. Hierdurch wird die Chance vertan, das Risiko, welches beispielsweise satzungszweckorientierten Direktbeteiligungen anhaftet, zu reduzieren und diese Anlagen für einen größeren Kreis von Stiftungen attraktiv zu machen.

Konsequenzen ergeben sich jedoch auch für die *öffentliche Hand*. So wäre es folgerichtig, die gesetzlichen Rahmenbedingungen von Stiftungen auch hierzulande zu adaptieren. Es wäre sinnvoll, wenn Stiftungen Investitionen in Zweckbetriebe, die eine Untermarkttrendite intendieren – nach dem Vorbild der amerikanischen PRIs –, den für den Stiftungszweck veranschlagten, auszuschüttenden Mitteln zurechnen könnten. Impact Investments mit Rückzahlungsverpflichtung könnten somit nicht mehr nur aus dem Grundstockvermögen, sondern auch aus den Fördermitteln getätigt werden. Einzige Bedingung hierbei wäre – nach amerikanischem Vorbild –, dass ausschließlich in Zweckverwirklichungsbetriebe beziehungsweise Zweckbetriebe, die vom Deutschen Gesetzgeber schon definiert worden sind, investiert werden darf. Hierdurch würden sich die gesetzlichen Rahmenbedingungen für MI erheblich verbessern. Dies dürfte sich positiv auf die Mittel, die Stiftungen langfristig für

Schlussbetrachtung

ihre satzungsgemäße Zweckverfolgung zu Verfügung stehen, auswirken. Der hierdurch anfallende bürokratische Mehraufwand sollte durch die steigenden verfügbaren philanthropischen Mittel mehr als ausgeglichen werden.

Zu guter Letzt ergeben sich auch Implikationen für *Sozialunternehmer*. Insbesondere bei der Wahl einer geeigneten Finanzierungsstruktur kann sich die Berücksichtigung von Stiftungen für Sozialunternehmen vorteilhaft auswirken. Denn um den Erwartungen von Stiftungen als Kapitalgeber gerecht werden zu können, könnten Sozialunternehmer beispielsweise eine Aufteilung in eine gemeinnützige und eine gewerbliche Einheit vornehmen. Bei der Erstellung einer solchen Hybridkonstruktion wäre dann darauf zu achten, dass keine Betriebsaufspaltung vorliegt und Stiftungen, die sich an diesem Unternehmen beteiligen, somit keine steuerlichen Konsequenzen zu befürchten hätten. Das Vorhandensein eines gemeinnützigen Status kann demnach, trotz theoretischer Probleme bei der Aufteilung in verschiedene organisatorische Einheiten, für Sozialunternehmen interessant sein. Denn nur, wenn ein Sozialunternehmen über eine gemeinnützige Einheit verfügt, dürfen Fördergelder ohne Rückzahlungsverpflichtung von Stiftungen an diese fließen. Eine solche auf Spenden basierende Förderung kann der Grundstein für weitergehende Förderung mit geistigem und Sozialkapital sein und bestenfalls sogar dazu führen, dass das Sozialunternehmen einen investitionsbereiten Status erreicht. Sozialunternehmer können durch die Anpassung der Finanzierungsstruktur demnach leichter an Stiftungen als Investoren gelangen. Diese besitzen vorteilhafterweise nicht nur eine vergleichbare Präferenz bei finanziellen Themen, sondern streben gleichermaßen nach einer sozialen Rendite.

8.3. Kritische Würdigung

Die vorliegende Arbeit wird mit einer kritischen Würdigung abgeschlossen. Diese versucht, den Forschungshergang und die aus ihm gewonnenen Ergebnisse aus einer alternativen Perspektive zu betrachten. Die in diesem Abschnitt ausgemachten, in der Arbeit nicht ausreichend beantworteten Fragen werden im letzten Kapitel in Form eines Ausblicks zusammengefasst.

In diesem Promotionsvorhaben wurde keine Primärerhebung durchgeführt. Insofern baut die Arbeit rein auf Erkenntnissen und Daten, die aus Primär- und Sekundärliteratur stammen, auf. Hierdurch gerät die vorliegende Arbeit in eine gewisse Abhängigkeit von der bisher zu dieser Thematik publizierten Literatur. Die Arbeit versucht zwar, neue Wege zu gehen – indem mit einer deduktiven Vorgehensweise die vorhandene Literatur für den deutschen Stiftungsmarkt aufgearbeitet wird –, doch wäre eine Primärerhebung, die die aktuelle Lage von MI in Deutschland offenlegt, für das weitere Verständnis von MI hilfreich. Aufgrund der Intransparenz des deutschen Stiftungssektors hätte eine solche Primärerhebung jedoch mit

Schlussbetrachtung

erheblichen Schwierigkeiten zu kämpfen gehabt. Zudem führt diese Art der wissenschaftlichen Arbeitsweise dazu, dass die entsprechenden Daten, auf die in dieser Arbeit zurückgegriffen wird, teilweise überholt sind oder aufgrund ihrer internationalen Ausrichtung nur begrenzt geeignet sind, den deutschen MI-Markt besser zu verstehen. Das von der Arbeit gewählte theoretische Grundgerüst fußt dementsprechend größtenteils auf wissenschaftlich bereits akzeptierten moralischen, ökonomischen und juristischen Erkenntnissen. Der wissenschaftliche Mehrwert dieser Arbeit lässt sich deshalb allein durch die aus verschiedenen wissenschaftlichen Feldern konzeptionell zusammengeführten Erkenntnisse und die Anwendung auf den deutschen Stiftungssektor begründen.

Das Konzept des Mission Investing entstand aus der gelebten Praxis amerikanischer Stiftungen. Ein Teil der in dieser Arbeit verwendeten Literatur baut auf den Erfahrungen dieser Stiftungen auf und wird daher trotz einer häufig vorhandenen Zusammenarbeit mit universitären Einrichtungen nicht immer allen wissenschaftlichen Ansprüchen gerecht. Denn teilweise nutzen die zitierten Berichte normative anstelle von erwiesenen Begründungen, um ihren Standpunkt darzulegen. In einer pluralistischen Gesellschaft hat diese normative Argumentationsweise jedoch keinen Bestand. Es wurde deshalb versucht, diese Darlegungen zu untermauern, indem wissenschaftliche herangezogen wurde Literatur. Es mangelt dem Mission Investing jedoch immer noch an einer theoretischen Grundlagenliteratur, weshalb dies nicht immer zufriedenstellend gelingen konnte. Dennoch erscheint retrospektiv betrachtet die Wahl des Forschungsgegenstandes aufgrund der Neuheit des MI-Konzepts und der Notwendigkeit einer methodischen Weiterentwicklung der Thematik passend.

Der Arbeit fehlt es an einer greifbaren Ausarbeitung, die versucht zu beschreiben, wie die Idee der vereinigten Rendite in der Praxis in Deutschland umzusetzen wäre. Es wird zwar versucht, einen gesellschaftlichen Lernprozess, den der Ansatz der vereinigten Rendite innerhalb der Finanzwelt und im Sozialen Sektor impliziert, anzustoßen. Es wird allerdings aufgrund des eher theoretischen und weniger praktischen Anspruchs der Arbeit versäumt zu erklären, wie dieser Lernprozess umgesetzt werden kann. Konkret fehlen Konzepte, die erläutern, wie Stiftungen die soziale Performance ihrer Investments nicht nur messen können, sondern wie diese Werte dann in Relation zur finanziellen Performance der Anlage gesetzt werden können.

Angesichts der Stichprobe von SRI-Studien (Kapitel 5.2.5) könnten sich potentielle systematische Fehler offenbaren. Zur Verzerrung der Ergebnisse könnte das Faktum beitragen, dass SRI-Studien bei ihrer Zusammenstellung auf freiwillig publizierte Finanzdaten angewiesen sind. Erreichen die Manager nachhaltiger Finanzprodukte nicht die von ihnen angestrebte Rendite, könnte dies aber ein Motiv dafür sein, ihre Daten

Schlussbetrachtung

zurückzuhalten. Die Ergebnisse der SRI-Studien wären entsprechend verfälscht, weil jene Akteure, die eine unvorteilhafte Rendite erzielten oder sogar aufgeben mussten, fehlen. Demzufolge wäre auch die in der Arbeit gezogene Schlussfolgerung, dass Stiftungen mit der Verfolgung einer nachhaltigen Vermögensverwaltung keine Vermögenseinbußen zu befürchten haben, hinfällig.

Letztlich lässt sich feststellen, dass die in dieser Arbeit erläuterten Konzepte MI, SRI und Impact Investing einzeln betrachtet kaum zu begrifflichen Unklarheiten führen. Werden diese Konzepte jedoch – wie in dieser Arbeit geschehen – zusammengenommen, werden die diesbezüglich von der Literatur unterschiedlich scharf gezogenen Trennlinien offensichtlich. Mit dieser Arbeit wurde zwar versucht, einen Beitrag zum weiteren Verständnis von MI zu leisten und eine Klärung der damit einhergehenden Begrifflichkeiten wie Impact Investing und SRI vorzunehmen. Die zurzeit bestehende definitorische Unschärfe vermag diese Publikation jedoch nur begrenzt zu beseitigen.

8.4. Ausblick

Ein theoretisches Grundgerüst für das Streben von Stiftungen nach einer satzungszweckorientierten Vermögensverwaltung konnte durch die vorliegende Arbeit entwickelt werden. Jedoch ergeben sich auf dieser Basis weitere bislang unbeantwortete Forschungsfragen, deren Untersuchung für die weiterführende Durchdringung von MI hilfreich wäre.

Eingangs dieser Arbeit wurde aus verschiedenen aktuellen kulturellen, ökologischen und wirtschaftlichen Entwicklungen die Tendenz zu einem gesellschaftlichen Kulturwandel abgeleitet. Dieser Kulturwandel wurde als Indiz dafür gedeutet, dass Stiftungen als Akteure einer funktionierenden Zivilgesellschaft verpflichtet sind, die ihnen zur Verfügung stehenden Mittel bestmöglich zum Nutzen aller zu verwenden. Ob dieser Kulturwandel jedoch von diesen gesellschaftlichen Akteuren des auch wirklich wahrgenommen und gelebt wird, ist eine Forschungsfrage, die bis jetzt noch nicht beantwortet werden konnte.

Zum Verständnis der nachhaltigen Geldanlage wurde in dieser Arbeit unter anderem auf die Wechselbeziehung der Dimensionen Rendite, Risiko und Liquidität innerhalb des „magischen Dreiecks der Vermögensverwaltung“ eingegangen. Hierbei wurde besonders die reziproke Abhängigkeit der jeweiligen Determinanten herausgestellt. Von den Advokaten der Nachhaltigen Geldanlage wird dieses magische Dreieck durch die Dimension der Nachhaltigkeit ergänzt und als „magisches Viereck“ propagiert. Eine Frage, die durch diese Arbeit nicht geklärt werden konnte, ist, ob nach Betrachtung der Performance und der risikomindernden Wirkung von nachhaltigen Anlageprodukten, die Dimension der

Schlussbetrachtung

Nachhaltigkeit wirklich in einer wechselseitigen Abhängigkeit zu den klassischen Dimensionen steht.

Eine weitere Forschungsfrage, die sich im Kontext der nachhaltigen Geldanlage ergibt, bezieht sich auf die Performance von SRI-Produkten. Weitere empirische Tests könnten dazu beitragen, jene Faktoren besser zu verstehen, die für das bessere Abschneiden von SRI-Portfolios in einigen Studien verantwortlich sind. Insbesondere bedarf es weiterer Aufklärung darüber, wie sich die Prämie für ökologisch gut bewertete Unternehmen mit der Zeit verändert hat, wie sich reale und nicht nur hypothetische SRI-Portfolios entwickelt haben und weshalb „sin stock“-Portfolios besser abschneiden, als zu erwarten gewesen wäre.

Die Aussagen von Stiftungen hinsichtlich ihrer gegenwärtigen und zukünftigen Anlagepraxis bedürfen weiterhin der Beobachtung. Zwar konnte festgestellt werden, dass über die Hälfte der kapitalstarken deutschen Stiftungen ihr Vermögen in Einklang mit ihrem Stiftungszweck angelegt haben. Dem steht jedoch die Aussage gegenüber, dass erst 30 Prozent der Stiftungen ihr Vermögen nach sozialen, ökologischen oder ethischen Werten anlegen. Wie diese divergierenden Aussagen darüber, was als nachhaltige Geldanlage und was als zweckbezogene Vermögensverwaltung verstanden wird, zustande kommen, gilt es zu eruieren. Darüber hinaus ist die Bereitschaft von Stiftungen zu Beteiligungen im Rahmen von Impact Investments zu ermitteln. Denn wenn schon die nachhaltige Geldanlage nur zu Teilen akzeptiert wird, werden die innovativeren Impact Investments mutmaßlich kaum auf eine bessere Resonanz stoßen. Daraus folgt, dass ein Bedarf an einer ständigen empirischen Untersuchung des deutschen MI-Marktes besteht.

Die Größe der Stiftung und deren Auswirkung auf die Bereitschaft für MI wäre eine weitere Fragestellung, die im Rahmen einer Erhebung geklärt werden könnte. Denn bekanntermaßen kommt es ab einer gewissen Stiftungsgröße zur Aufgabentrennung zwischen den Verwaltern des Stiftungsvermögens und den Programmverantwortlichen, die die Spendenaktivitäten der Stiftung überwachen. Es stellt sich die Frage, inwieweit diese Größe der Stiftung und die damit einhergehende Aufgabentrennung auch die Bereitschaft zu MI beeinflussen.

Darüber hinaus würde sich eine nähere Betrachtung der bereits von Stiftungen getätigten Mission Investments anbieten. Denn in welchem Maß bei der Auswahl der Anlageklassen Faktoren wie Rendite, Risiko, Liquidität oder Zweckorientierung zusammenwirken und wie der Entscheidungsprozess, bei dem diese Faktoren gegeneinander aufgewogen werden, innerhalb der Stiftung aussieht, sind Fragestellungen, die bisher noch wenig beleuchtet worden sind. Durch die Offenlegung dieser stiftungsinternen Prozesse könnten weiter die Fragen geklärt werden, an welcher Stelle das Kriterium der Zweckorientierung zum Tragen

Schlussbetrachtung

kommt und ob die MI-relevanten Anlagerichtlinien beispielsweise schon auf der Länder- und Branchenebene die Entscheidungsfindung der Stiftung beeinflussen. In diesem Zusammenhang könnte auch eine Antwort auf die Frage gefunden werden, wieso Stiftungen einige MI-Anlageklassen bevorzugen, andere MI-Anlageklassen hingegen meiden.

Fragestellungen, die noch weiterer empirischer Forschung bedürfen und speziell für den deutschen Markt von Bedeutung wären, betreffen das Engagement und dessen Marktauswirkungen. Einerseits fehlen bisher repräsentative Daten zu den Engagement-Aktivitäten deutscher Stiftungen. Darüber hinaus könnte untersucht werden, in welchem Maße ein eventueller juristischer Prozess die Reputation und den Aktienkurs eines Unternehmens negativ beeinflussen können. Denn bisher kann über die Auswirkungen einer solchen Klage nur spekuliert werden. Durch eine diesbezügliche empirische Studie könnte somit auch für das zukünftige Engagement-Potenzial von Stiftungen Klarheit geschaffen werden.

In der vorliegenden Arbeit wurde ebenfalls auf den direkten Dialog als Form des Engagements eingegangen. Hierbei konnte jedoch ebenfalls nur spekulativ festgestellt werden, dass der Dialog auch in Deutschland als effektivste Art des Engagements angesehen wird. Denn eigentlich sollten beide am Dialog beteiligten Parteien aus dieser Kommunikationsform in der Summe den meisten Nutzen ziehen. Es fehlt bislang jedoch an einer wissenschaftlichen Arbeit, die diese Behauptung auch unter Berücksichtigung der rechtlichen Rahmenbedingungen in Deutschland untersucht. Auch die Abhängigkeit des Engagements von der Größe des von der Stiftung eingesetzten Vermögens wirft weitere Forschungsfragen auf. Einerseits sollte für den deutschen Markt untersucht werden, ob das Shareholder-Engagement auch wirklich die ressourcenintensivste Form der Nachhaltigen Geldanlage für Stiftungen darstellt. Andererseits gilt es zu ermitteln, inwieweit diese Abhängigkeit vom eingesetzten Vermögen nicht durch den Zusammenschluss mit anderen zwecknahen Stiftungen oder Interessensgemeinschaften zu umgehen ist.

Auch die Idee der vereinigten Rendite lässt, im Hinblick auf den aktuellen Forschungsstand, noch einige Fragen offen. Es fehlt – trotz eines ersten Versuchs der vorliegenden Arbeit – an einer umfassenden konzeptionellen Ausarbeitung, die versucht zu beschreiben, wie die Idee der vereinigten Rendite in der Praxis in Deutschland umzusetzen ist. Darüber hinaus wurde die Frage, wie Stiftungen die soziale Performance ihrer Investments messen und wie diese Werte dann in Relation zur finanziellen Performance der Anlage gesetzt werden, noch nicht abschließend geklärt. Zur Darstellung der vereinigten Rendite bedarf es jedoch einer solchen vergleichbaren Einschätzung dieser beiden Komponenten. Denn nur auf einer objektiven Grundlage lassen sich Investmententscheidungen sinnvoll treffen und Investmentportfolios hinsichtlich einer „vereinigten Rendite“ optimieren.

Schlussbetrachtung

Insgesamt lässt sich anhand der vorliegenden Arbeit der Schluss ziehen, dass Deutsche Stiftungen ihrem wahren Wirken und Anspruchsdenken nicht gerecht werden können, solange sie sich der satzungszweckorientierten Geldanlage verweigern. Denn das historisch bedingte Anspruchsdenken von Stiftungen, nicht nur die Aufgaben einer Kapitalverwaltung wahrzunehmen, sondern aktiv auf die Zivilgesellschaft Einfluss auszuüben, wird durch die Instrumente des Mission Investing revitalisiert.

Anhang

Anhang 1: Ein Überblick über verbreitete Screens

Screen	Definition	Typ
Tabak	Vermeidung von Unternehmen, die sich mit der Produktion, der Lizenzierung oder dem Verkauf von Tabakwaren beschäftigen.	-
Alkohol	Vermeidung von Unternehmen, die sich mit der Produktion, der Lizenzierung oder dem Verkauf von Alkohol beschäftigen.	-
Glücksspiel	Vermeidung von Unternehmen, die Casinos und Glücksspielgeschäfte betreiben.	-
Waffen	Vermeidung von Unternehmen, die sich mit der Produktion, der Lizenzierung oder dem Verkauf von Feuerwaffen und Munition beschäftigen.	-
Atomkraft	Vermeidung von Unternehmen, die sich mit der Herstellung oder dem Betrieb von Kernreaktoren beschäftigen.	-
Unverantwortliche ausländische Geschäftstätigkeit	Vermeidung von Unternehmen, die ihr Geld in Ländern mit autoritären Regimen wie Nord-Korea oder China angelegt haben, oder in Firmen, die die Rechte indigener Völker missachten.	-
Pornografie	Vermeidung von Unternehmen, die sich mit der Produktion, der Lizenzierung oder dem Verkauf von pornografischen Zeitschriften und Videos beschäftigen.	-
Abtreibung	Vermeidung von Anbietern von Abtreibungen sowie Verzicht auf Firmen, die Medikamente zur Empfängnisverhütung herstellen.	-
Arbeitgeber-/Arbeitnehmer-Verhältnis und Arbeitsbedingungen	Inklusion von Unternehmen mit starken Gewerkschaften, Mitarbeiterverantwortung und Gewinnbeteiligung der Mitarbeiter.	+
	Vermeidung von Unternehmen, die ihre Belegschaft ausnutzen.	-
Umwelt	Inklusion von Unternehmen mit proaktivem Engagement in den Bereichen Recycling, Müllvermeidung und Beseitigung von Umweltschäden.	+
	Vermeidung von Unternehmen, die sich mit der Produktion oder dem Verkauf von giftigen Produkten beschäftigen oder die zum Klimawandel beitragen.	-
Grundsätze der Unternehmensführung	Inklusion von Unternehmen, die demonstrieren, dass sie sich für die Unabhängigkeit ihrer Gremien und ihrer Wirtschaftsprüfer einsetzen.	+
	Vermeidung von Unternehmen, die mit kartellrechtlichen Verstößen, Betrug und sonstigen unternehmerischen Skandalen in Verbindung gebracht werden.	-
Geschäftspraktiken	Inklusion von Unternehmen, die sich durch Investitionen in R&D, Qualitätssicherung und Produktentwicklung für die Nachhaltigkeit einsetzen.	+
Beschäftigungsvielfalt	Die Inklusion von Unternehmen, die eine aktive Politik bei der Beschäftigung von Minderheiten und /oder behinderte Menschen betreiben.	+
Menschenrechte	Inklusion von Unternehmen, die die Menschenrechte fördern.	+
	Vermeidung von Unternehmen, die sich mitschuldig an Menschenrechtsverletzungen machen.	-
Tierversuche	Inklusion von Unternehmen, die die respektvolle Behandlung von Tieren fördern.	+
	Vermeidung von Unternehmen, die Tierversuche vornehmen.	-
Erneuerbare Energien	Die Inklusion von Unternehmen, die erneuerbare Energie produzieren.	+
Biotechnologie	Inklusion von Unternehmen, die die nachhaltige Landwirtschaft, die Biodiversität	+

	sowie die industrielle Anwendung von Biotechnologien fördern.	
Bürgerschaftliches Engagement	Inklusion von Unternehmen, die sich proaktiv in ihrer lokalen Gemeinde beispielsweise durch Wohnungs- und Bildungsprogramme einbringen.	+
Ehe	Vermeidung von Unternehmen, die Versicherungen an nicht-verheiratete Paare vergeben.	-
Gesundheit und Pharma	Vermeidung von Unternehmen, die in der Gesundheits- und Pharma-Branche tätig sind.	-
Scharia	Vermeidung von Unternehmen, die einen erheblichen Teil ihres Einkommens aus Zinserträgen (auf Darlehen und festverzinsliche Wertpapiere) generieren.	-
	Vermeidung von Unternehmen, die sich mit der Produktion oder dem Verkauf von Produkten aus Schweinefleisch beschäftigen.	-

Tabelle 2: Positive und negative Screening-Beispiele

Diese Tabelle fasst Screens aus verschiedenen Publikumsfonds zusammen. In der letzten Spalte steht das „-“ für einen negativen Screen und das „+“ für einen positiven Screen.

Quelle: Siehe u.a.: Social Investment Forum (2003), S. 42f.

Anhang 2: SRI-Studien im Überblick

Autor(en)	Titel der Studie	Jahr	Land	Untersuchte Zeitspanne	Ergebnis
Luther et al.	The investment performance of UK ethical unit trusts	1992	GB	1984–1990	<ul style="list-style-type: none"> Nur wenig Rückhalt für die Hypothese, dass SRI-Fonds besser abschneiden
Hamilton und Statman	Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds	1993	USA	1981–1985; 1986–1990	<ul style="list-style-type: none"> SRI-Fonds erzielen keine bessere Rendite als konventionelle Fonds Ergebnisse sind statistisch signifikant
Mallin et al.	The financial performance of ethical investment funds	1995	GB	1986–1993	<ul style="list-style-type: none"> SRI-Fonds erzielen eine bessere Rendite als konventionelle Fonds
Gregory et al.	Ethical unit trust financial performance: Small company effects and fund size effects	1997	USA	1986–1994	<ul style="list-style-type: none"> Performance von SRI-Fonds ist durchschnittlich
Statman	Socially responsible mutual funds	2000	USA	1990–1998	<ul style="list-style-type: none"> Keine statistisch signifikanten Unterschiede bei den erzielten Renditen
Schröder	Socially Responsible Investments in Germany, Switzerland and the United States	2003	USA, GER, CH	30 monatliche Datensätze vor 2002	<ul style="list-style-type: none"> Keine statistisch signifikanten Leistungsunterschiede Einige SRI-Fonds unwesentlich höhere Renditen

Bauer et al.	International Evidence on Ethical Fund Performance and Investment Style	2005	GER, GB und USA	1990–2001	<ul style="list-style-type: none"> • Hinweise für beides: höhere und niedrigere Renditen • Unterschiede sind statistisch nicht signifikanten
Bello	Socially responsible investing and portfolio diversification	2005	USA	1994–2001	<ul style="list-style-type: none"> • Vergleichbare Fonds-Charakteristika • Keine statistisch signifikanten Unterschiede bei den erzielten Renditen
Kreander et al.	Evaluating the performance of ethical and non-SRI funds: A matched pair analysis	2005	Europa	1996–1998	<ul style="list-style-type: none"> • Keine statistisch signifikanten Unterschiede bei den erzielten Renditen
Renneboog et al.	Is Ethical Money Financially Smart?	2005	Weltweit	1992–2003	<ul style="list-style-type: none"> • SRI-Investoren machen sich weniger Sorgen um das Risiko und die Kosten des Fonds • SRI-Fonds, die am meisten Mittel einsammeln, erzielen schlechtere Rendite
Scholten	Style and Performance of Dutch Socially Responsible Investment Funds	2005	NL	2001–2003	<ul style="list-style-type: none"> • SRI-Fonds erzielen eine bessere Rendite als konventionelle Fonds • Ergebnisse sind statistisch nicht signifikant
Derwall et al.	The eco-efficiency premium puzzle	2005	USA	1995–2003	<ul style="list-style-type: none"> • Outperformance für das SRI-Portfolio
Bauer et al.	Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty?	2006	AUS	1992–2003	<ul style="list-style-type: none"> • Keine statistisch signifikanten Unterschiede bei den erzielten Renditen • 1992–1996: SRI schlechter als konventionelle • 1996–2003: gleiche Renditen
Geczy et al.	Investing in Socially Responsible Mutual Funds	2006	USA	1963–2001	<ul style="list-style-type: none"> • SRI impliziert hohe Kosten für den Investor • Aussagekräftige Ergebnisse
Barnett und Salomon	Beyond dichotomy: the curvilinear relationship between social responsibility and financial performance	2006	USA	1972–2000	<ul style="list-style-type: none"> • Mögliche Verluste durch eine schlechtere Diversifikation werden durch eine bessere Titelauswahl ausgeglichen • Höhere Screening-Intensität reduziert zunächst die Renditen; ab einem gewissen Punkt steigen diese jedoch wieder
Statman	Socially responsible indexes: Composition, performance, and tracking error	2006	USA	1990–2004	<ul style="list-style-type: none"> • Performance von SRI-Indizes ist überdurchschnittlich
Bauer et al.	The ethical mutual funds performance debate: New evidence for Canada	2007	Kanada	1994–2003	<ul style="list-style-type: none"> • Keine statistisch signifikanten Unterschiede bei den erzielten Renditen

Stenström und Thorell	Evaluating the Performance of Socially Responsible Investment Funds: A Holding Data Analysis	2007	Weltweit	2001–2007	<ul style="list-style-type: none"> • Indikatoren dafür, dass negative Screens die Fonds-Performance verbessern können • Mit Blick auf das Fonds-Management weisen die Ergebnisse jedoch eine negative Richtung auf
Gregory und Whittaker	Performance and Persistence of ‘Ethical’ Unit Trusts in the UK	2007	GB	1998–2002	<ul style="list-style-type: none"> • Performance von SRI-Fonds ist durchschnittlich
Schröder	Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices	2007	Weltweit	1992–2003	<ul style="list-style-type: none"> • Performance von SRI-Indizes ist durchschnittlich • SRI-Indizes haben ein höheres Risiko relativ zu den Benchmarks
Kempf und Osthoff	The effect of socially responsible investing on financial performance	2007	USA	1991–2004	<ul style="list-style-type: none"> • Ein Portfolio aus 10 % der Firmen mit dem stärksten „Arbeitgeber-Arbeitnehmer-Beziehungen“ erwirtschaftet Renditen, die 3,5 % über dem Durchschnitt liegen
Renneboog et al.	The price of ethics and stakeholder governance: Evidence from socially responsible mutual funds	2008	Weltweit	1991–2003	<ul style="list-style-type: none"> • Performance von SRI-Fonds ist unterdurchschnittlich
Gil-Bazo et al.	The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: The Role of Fees and Management Companies	2008	USA	1997–2005	<ul style="list-style-type: none"> • Bessere Rendite von SRI-Fonds vor und nach Abzug der Management Fee
Fernandez-Izquierdo und Matallin-Saez	The Performance of Socially Responsible Mutual Funds	2008	Spanien	1998–2001	<ul style="list-style-type: none"> • Performance von SRI-Fonds ist überdurchschnittlich oder ähnlich der Performance von konventionellen spanischen Fonds
Consolandi et al.	Global Standards and Ethical Stock Indexes: The Case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index	2008	USA	2001–2006	<ul style="list-style-type: none"> • DJSSI schlägt sich besser als Vergleichswerte • Aufnahme in den DJSSI bewirkt überdurchschnittliche Renditen • Streichung aus dem Index ruft negative Marktreaktionen hervor
Galema et al.	The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment	2008	USA	1992–2006	<ul style="list-style-type: none"> • SRI führt zu einem niedrigen Kurs-Buchwert-Verhältnis • SRI kann den Aktienkurs beeinflussen (positiv oder negativ wird nicht konkretisiert)
Edmans	Does the Stock Market Fully Value Intangibles?	2008	USA	1984–2006	<ul style="list-style-type: none"> • Die untersuchten Firmen verdienen deutlich mehr als der Marktdurchschnitt

Cortez, Silva, Areal	The Performance of European Socially Responsible Funds	2009	USA und Europa	1996–2007	<ul style="list-style-type: none"> • SRI-Fondsperformance ist neutral sowohl in Bezug auf konventionelle als auch auf sozial verantwortliche Benchmarks
Derwall und Koedijk	Socially Responsible Fixed-Income Funds	2009	USA	1987–2003	<ul style="list-style-type: none"> • SRI Rentenfonds haben ähnliche Rendite • SRI-Mischfonds erzielen eine bessere Rendite
Hong und Kacperczyk	The price of sin: The effects of social norms on markets	2009	USA	1965–2004	<ul style="list-style-type: none"> • „Sin“ Stocks sind unterbewerte und outperformen konventionelle Titel
Statman und Glushkov	The wages of social responsibility	2009	USA	1992–2007	<ul style="list-style-type: none"> • Vorteil durch positives Screening • Nachteile durch den Ausschluss von Aktien (negatives Screening) • Best-in-Class ratsam, um dieses Problem zu vermeiden
Visaltanachoti et al.	The Performances of Sin Stocks in China	2009	China	1975–2006	<ul style="list-style-type: none"> • „Sin“ Stocks outperformen
Areal, Cortez, Silva	Investing in Mutual Funds: Does it Pay to Be a Sinner or a Saint in Times of Crisis?	2010	USA	2002–2007	<ul style="list-style-type: none"> • SRI-Fonds performen besser während einer Krise • Hinweise für beides: höhere und niedrigere Renditen
Lee et al.	Socially responsible investment fund performance: the impact of screening intensity	2010	USA	1989–2006	<ul style="list-style-type: none"> • Screening beeinflusst die Rendite und das unsystematische Risiko nicht
Drut	Sovereign Bonds and Socially Responsible Investment	2010	Industrien	1995–2008	<ul style="list-style-type: none"> • Möglichkeit, mit den Staatsanleihen von Nationen mit einem überdurchschnittlichen Nachhaltigkeits-Rating eine konkurrenzfähige Rendite zu erzielen
Capelle-Blancard und Monjon	The Performance of Socially Responsible Funds: Does the Screening Process Matter?	2011	Frankreich	2004–2007	<ul style="list-style-type: none"> • Performance von SRI-Fonds ist durchschnittlich • Höhere Screening-Intensität reduziert zunächst die Renditen; ab einem gewissen Punkt steigen diese jedoch wieder
Derwall et al.	A tale of values-driven and profit-seeking social investors	2011	USA	1992–2008	<ul style="list-style-type: none"> • Performance von SRI-Fonds ist durchschnittlich • SRI-Investoren haben einen Einfluss auf Angebot und Nachfrage von Aktien
Barnett und Salomon	Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance	2012	USA	1998–2006	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Screening-Intensität reduziert zunächst die Renditen; ab einem gewissen Punkt steigen diese jedoch wieder

Peylo und Schaltegger	An equation with many variables: un hiding the relationship between sustainability and investment performance	2014	GER	2003–2012	<ul style="list-style-type: none"> • Die Ergebnisse zeigen deutlich eine nicht-lineare Beziehung von Nachhaltigkeit und Rendite • Besonders ausgeprägt in Krisenzeiten
-----------------------	---	------	-----	-----------	--

Tabelle 3: Liste der untersuchten SRI-Studien

Jede dieser Studien wurde anhand ihrer Ergebnisse zum Einfluss von SRI auf die finanzielle Performance subjektiv einer der fünf Gruppen (Negativ, Neutral-Negativ, Neutral, Neutral-Positiv, Positiv) zugeordnet.

Quelle: Eigene Darstellung

Anhang 3: Deutsche Zusammenfassung

In den letzten Jahren war die Tendenz zu beobachten, dass sich deutsche Stiftungen zunehmend mit nachhaltigen Wertanlagen beschäftigen. Aufgrund dieser aktuellen Relevanz setzt sich diese Arbeit mit der nachhaltigen und insbesondere der zweckbezogenen Geldanlage für Stiftungen auseinander. Diese Arbeit baut auf der Prämisse auf, dass Stiftungen als institutionelle Investoren bei der Ausübung ihrer Vermögensverwaltung generell nicht frei sind. Die Anlageentscheidung unterliegt rechtlichen, moralischen sowie gesellschaftlichen Einflussfaktoren, die bisher nur in begrenztem Ausmaß theoretisch betrachtet worden sind. Das Ziel der vorliegenden Arbeit war es, den Bedarf an einer sich mit dieser Thematik befassenden wissenschaftlichen Grundlagenarbeit zu decken, um dadurch die Risiken und das Wirkungspotenzial dieses Ansatzes für Stiftungen zu veranschaulichen.

Hierfür werden, nach einer allgemeinen Einführung in den Kontext der nachhaltigen und zweckorientierten Geldanlage, zunächst stiftungsterminologische Begriffe erläutert. Das theoretische Hintergrundwissen wird durch eine nähere Beleuchtung von Konzepten rund um die Thematik der nachhaltigen Geldanlage ergänzt. Darüber hinaus werden jene Einflussfaktoren beschrieben, die innerhalb einer Stiftung dazu führen, dass diese sich mit der Mission-Investing-Thematik (MI) auseinandersetzt. Hierbei wird insbesondere die Selbstwahrnehmung von Stiftungen als entscheidender Faktor ausgemacht. Denn wenn sich Stiftungen als unter moralischer Maxime handelnde Gebilde sehen, dann kann es zielführend sein, dass nur die Fördermittel der gesellschaftlichen Mehrwertgenerierung verpflichtet sind. Demgemäß sind zur gemeinschaftlichen Daseinsberechtigung von Stiftungen ebenso die der Vermögensverwaltung obliegenden Mittel ethischen Grundsätzen unterzuordnen.

Um eine Basis für das weiterführende Verständnis von MI zu schaffen, wird zunächst auf grundsätzliche Aspekte der klassischen Vermögensverwaltung eingegangen. Weiter wird eine holistische Betrachtung der juristischen, steuerlichen und wirtschaftlichen Anforderungen an die Vermögensverwaltung von Stiftungen vorgenommen. Hieraus lassen sich empfehlenswerte, aber rechtlich nicht immer bindende Aspekte, die das Zielsystem der Vermögensverwaltung einer Stiftung verändern, ableiten. Die Dimensionen Substanzerhaltung, Erträge und Risiko werden bei der zweckorientierten Vermögensverwaltung durch eine vierte Dimension ergänzt, welche die Stiftungszweckkorrelation widerspiegelt. Aufgrund dieser Feststellungen kann geschlossen werden, dass die Notwendigkeit einer zweckbezogenen Vermögensverwaltung besteht.

In weiterer Folge werden die Instrumente, die für eine satzungszweckorientierte Geldanlage bei Stiftungen in Frage kommen, beschrieben und nach einer Erläuterung der

Funktionsweise dieser Investmentvehikel besonders auf die mit ihnen verbundenen sozioökonomischen Folgen und Herausforderungen eingegangen. Denn die identifizierten Positiv-, Negativ- sowie Best-in-Class-Ansätze stellen die Befürworter von MI vor eine Vielzahl methodischer und konzeptioneller Probleme, die es zu erläutern gilt. Im Anschluss an das Screening wird auf das Instrument des aktiven Aktionärstums eingegangen. Aus den aufgeführten Erläuterungen lässt sich ableiten, dass dieses Instrument zwar für institutionelle Anleger geeignet ist, um das Prinzipal-Agent-Problem zu lösen. Stiftungen, die sich erhoffen, durch sozial sowie ökologisch motivierte Engagement-Prozesse etwas anzustoßen, sehen sich in Deutschland jedoch weiterhin mit einer nicht vorteilhaften *Kultur des Engagements* konfrontiert und haben darüber hinaus mit Kapazitätsproblemen, die kaum Spielraum für weitreichende Engagement-Aktivitäten lassen, zu kämpfen. In einem letzten Schritt wird an dieser Stelle auf das Anlageinstrument des Impact Investing eingegangen. Wie die Fördermittelvergabe sollen auch die von Stiftungen getätigten Impact Investments den satzungsmäßigen Zweck der Stiftung direkt verfolgen. Eine Unterscheidung zwischen Impact Investment mit Rückzahlungsverpflichtung und Impact Investment ohne Rückzahlungsverpflichtung erscheint in Deutschland aufgrund der momentanen rechtlichen Situation sinnvoll. Was die Impact Investments mit Rückzahlungsverpflichtung betrifft, so dürfen diese nur aus dem Grundstockvermögen der Stiftung getätigt werden. Für Impact Investments ohne Renumeration gilt, dass diese nur dann aus den Geldern, die zur Mittelverwendung veranschlagt wurden, getätigt werden können, wenn der Destinatär über einen gemeinnützigen Status verfügt. Die Ergebnisse lassen den Schluss zu, dass diese Art des Impact Investings – auch ohne den Rückfluss von Kapital an die Stiftung – durch eine professionelle und kapazitätserweiternde Wirkung innerhalb des Dritten Sektors gesellschaftlichen Mehrwert generieren kann, der über die reine Spendentätigkeit hinausgeht.

Ausgehend vom klassischen Verständnis des strategischen Managements, werden darüber hinaus einige der erforderlichen Schritte hin zu einer ganzheitlichen MI-Strategie theoretisch beleuchtet. Durch dieses Vorgehen können die unterschiedlichen Wirkungsmöglichkeiten der MI-Instrumente beleuchtet und die Notwendigkeit der Kombination dieser Mittel in einem MI-Portfolio abgeleitet werden. Der finale Abschnitt dieser Arbeit zeigt, dass MI insbesondere auf dem deutschen Markt vor speziellen Herausforderungen steht. Trotz wissenschaftlicher Entkräftung halten sich beispielsweise rechtliche Ressentiments gegenüber MI hartnäckig. Neben den begrenzten Möglichkeiten innerhalb des Deutschen Marktumfeldes wird im Weiteren auf die Problematik der Wirkungsmessung eingegangen. Darüber hinaus werden in diesem Kapitel jene Faktoren, die Stiftungen in Deutschland vor einem MI-Engagement zurückschrecken lassen, eindeutig identifiziert. Es entsteht allerdings der Eindruck, dass

diese Probleme zwar für größere Stiftungen bestehen, doch insbesondere die Masse an kleineren Stiftungen schon an einfacheren kapazitätsbedingten Hürden scheitert.

Die vorliegende Arbeit argumentiert, dass Stiftungen dem an sie gestellten gesellschaftlichen Anspruch am ehesten durch die Verfolgung einer zweckbezogenen Vermögensverwaltung gerecht werden können. Denn erst, wenn alle Stiftungsmittel der Verwirklichung des Zwecks untergeordnet sind, schöpfen Stiftungen ihr volles Wirkungspotenzial innerhalb der Zivilgesellschaft aus. Über die Vergabe von Fördermitteln hinaus stärken MI-Instrumente den Dritten Sektor und durch Investments in zwecknahe Unternehmungen können wichtige soziale und ökologische Anreize gesetzt werden. Diese Kette von Kausalzusammenhängen lässt sich aus der in dieser Arbeit beschriebenen Literatur herleiten. Betrachtet man die Anlagepraxis Deutscher Stiftungen, ist zwar in Bezug auf die nachhaltige Geldanlage eine positive Tendenz zu beobachten, doch mangelt es verbreitet immer noch an weiterführenden Ansätzen hin zur zweckbezogenen Investitionsstrategie.

Insgesamt lässt sich anhand der vorliegenden Arbeit der Schluss ziehen, dass Deutsche Stiftungen in ihrem wahren Wirken dem eigenen Anspruchsdenken nicht gerecht werden können, solange sie sich der satzungszweckorientierten Geldanlage verweigern. Denn das historisch bedingte Anspruchsdenken von Stiftungen, nicht nur die Aufgaben einer Kapitalverwaltung wahrzunehmen, sondern aktiv auf die Zivilgesellschaft Einfluss auszuüben, wird durch die Instrumente des Mission Investing revitalisiert.

Anhang 4: Englische Zusammenfassung

In recent years the tendency can be observed that German foundations increasingly engage themselves with sustainable asset management. From this fact derives the relevance of this academic work to deal with sustainable and in particular with mission-related investments (MI) for foundations. This piece of work builds on the premise that foundations as institutional investors are generally not free in the exercise of their asset management. Their investment decisions are subject to legal, moral, and social restraints that so far have been considered only to a limited extent. Thus, the aim of this study is to meet the need for a basic scientific work in order to illustrate the risks and the potential of this investment approach for German foundations.

After a general introduction to the context of sustainable and mission-related investment sphere some terminologies from the foundation context were explained. This theoretical background knowledge is supplemented by a detailed inspection of sustainable investment concepts. Moreover, those factors that drive a foundation towards this investment approach are outlined. Particularly at this point, the self-perception of foundations can be identified as a crucial factor. If foundations regard themselves as institutions which act under a moral maxim then it cannot be considered as purposeful that they only create social value through their grant giving activities. In order to fulfil their *raison d'être* they should, beside their grant giving activities, subordinate their asset management to their ethical standards.

By outlining additional aspects of the traditional asset management a basis for the further understanding of MI is created. A holistic view of the legal, fiscal and economic requirements of the asset management of foundations in Germany is given and helps to come up with legally not binding recommendations. These recommendations modify the target system of foundations' asset managers. The traditional dimensions of substance preservation, return and risk are complemented by a fourth dimension, which reflects the correlation with the mission of the foundation. Based on these findings the need for a mission-related asset management for foundations can be derived.

Subsequently the different mission-related investment tools are explained. First and foremost the screening approaches, namely positive, negative and best-in-class, are outlined. These screening techniques go hand in hand with a variety of methodological, conceptual issues and socio-economic consequences. Problems like the performance of ethically screened portfolios or the potential influence that ethically motivated investors can have on the price of a stock are thus addressed at this point of the study and tested on their credibility. Secondly the instrument of shareholder activism is defined. This instrument is indeed suitable for institutional investors in order to solve the principal-agent problem. However, foundations

that are hoping to initiate anything in the direction of a socially and ecologically motivated engagement processes, still face a not beneficial culture of shareholder activism in Germany. In addition to the capacity problems of small foundations this leaves little room for far-reaching engagement activities. In a final step the investment method named impact investing was addressed. Likewise grants impact investments made by foundations pursue the mission of the foundation, while at the same time offering the foundation the possibility to gain a certain financial return. In the German context a distinction between impact investments with repayment obligation and impact investments without repayment requirement has to be made. Impact investments with repayment obligation are only allowed to be made from the basic assets of the foundation. Impact investments without repayment obligation can only be made from the funds that were budgeted for the use of grants. The results of this study suggest that impact investments by foundations – even without the return of capital – can have a capacity expanding and professionalisation effect on the third sector and generate social value beyond the pure grant making activities of the foundation.

Subsequently, starting from the classical understanding of strategic management, some of the necessary steps toward a holistic MI strategy are theoretically exemplified. By doing so, the different effects of MI instruments are demonstrated and the need for a combination of these tools within a MI portfolio can be derived. The final section of this work deals with some of the challenges that are associate with MI. Given the fact, that despite scientific refutation legal resentments towards MI still hold tenaciously in Germany. In addition to the limited opportunities of MI within the German market environment this study addresses some more general problems like the impact assessment within the social entrepreneurial sphere in order to get a clearer picture of those factors which hinder foundations in Germany from a MI commitment. However, these problems seem only to apply to large foundations while the mass of smaller foundations already fails to engage with MI due to capacity-related hurdles.

This work argues that foundations can fulfil their societal claims best by engaging in mission-related asset management. Only if all the foundation's assets are subordinated to the achievement of the mission, only then the foundation utilises its full impact potential within the civil society. Beyond grants the shown MI tools strengthen the third sector and by investing in social enterprises important social and environmental incentives can be set. This chain of causal relationships can be derived from the literature described in this work. Considering the investment practice of German foundations a positive trend in terms of sustainable investment can indeed be observed while the practice of implementing a mission investing strategy still remains an extraordinary phenomenon.

On the basis of this study it can be concluded that German foundations cannot meet their civil entitlements as long as they refuse to engage themselves in mission-related

investments. The historic entitlement of foundations, not only to perform the tasks of a capital investment firm, but actively shape civil society is revitalized through the instruments of mission investing.

Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.-K., Bassen, A., Roder, B., & Lütjens, L. (2009). Ein Standard für die Berichterstattung von Social Entrepreneurs. *Ökologisches Wirtschaften*, 24(4).
- Achleitner, A.-K., Heister, P., & Stahl, E. (2007). Social Entrepreneurship – Ein Überblick. In: Achleitner, A.-K., Pöllath, R. & Stahl, E. (2007). *Finanzierung von Sozialunternehmen*. S. 3–25. Stuttgart: Schäffer Poeschel.
- Active Philanthropy (2014). Hebel zur Veränderung gesellschaftlicher Verhältnisse. <http://www.activephilanthropy.org/de/services/ressourcen/philanthropedia/hebel.html> (02.10.2014).
- Adam, R. (2006). Vermögensverwaltung für Stiftungen. CFP-Seminar Trittau.
- Adloff, F. (2004). Wozu sind Stiftungen gut? *Leviathan*, 32(2), S. 269–285.
- Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (2009). The “Wall Street Walk” and shareholder activism: Exit as a form of voice. *Review of Financial Studies*, 22(7), S. 2645–2685.
- Ananda Ventures. (2015). Portfolio. Ananda Ventures GmbH. <http://www.socialventurefund.com/#portfolio> (14.09.2015).
- Andres, J., Krieg, V., & Studzinski, R. (2008). *Stiftungen und ihr Beitrag zu gesellschaftlichen Veränderungsprozessen*. Berlin: Opusculum. Nr. 29. Maecenata Verlag.
- Andrews, K. R. (1971). *The Concept of Corporate Strategy*. Homewood: Dow Jones-Irwin.
- Angel, J. J., & Rivoli, P. (1997). Does ethical investing impose a cost upon the firm? A theoretical perspective. *The Journal of Investing*, 6(4), S. 57–61.
- Anheier, H. (2010). Lasst sie Stiften! In: *Die Zeit* vom 22.08.2010. <http://www.zeit.de/2010/34/Forum-Stiftungen/komplettansicht> (15.04.2015).
- Anheier, H. K. (2009). Der globale Wirtschaftsabschwung und die Rolle der Philanthropie. Festansprache anlässlich der Verleihung des FERl Stiftungspreises in Berlin: CSI Universität Heidelberg.
- Anheier, H. K. (2014). *Nonprofit Organizations: An Introduction: Theory, Management, Policy*. Routledge.
- Ansoff, H. I. (1965). *Corporate Strategy*. New York.
- Auler, A., & Haerder, M. (2010). Stiftungen hadern mit den Auswirkungen der Finanzkrise. In: *Wirtschaftswoche* vom 14.01.2010. <http://www.wiwo.de/politik/deutschland/institutionen-stiftungen-hadern-mit-den-auswirkungen-der-finanzkrise/5609912.html> (04.05.2015).
- Authers, J. (2013). Health warning: the wages of sin are expensive. In: *Financial Times* vom 16.10.2013. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/09a2cdfc-358d-11e3-952b-00144feab7de.html#axzz2kQJ4YrAl> (05.03.2015).
- Bajeux-Besnainou, I., & Ogunc, K. (2006). Spending rules for endowment funds. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 27(1), S. 93–107.
- Bansal, V. K. (2012). The Long-Term Performance of a Social Investment Universe (Digest Summary). *CFA Digest*, 42(1), S. 103–104.
- Baratoff, K., & Chen, D. (2008). *Mission Related Investing: Building a Portfolio*. Portland, USA: Meyer Memorial Trust.
- Barkow Consulting. (2015). HV-Saison 2015: Viel Lärm und ... nichts! Düsseldorf: Barkow Consulting GmbH.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27(11), S. 1101–1122.
- Barney, J. B. (1997). *Gaining and sustaining competitive advantage*: Addison-Wesley Reading, MA.
- Baron, D. P., Agus Harjoto, M., & Jo, H. (2011). The economics and politics of corporate social performance. *Business and Politics*, 13(2).
- Bartelheimer, P. (2004). Sozio-ökonomische Berichterstattung-Arbeit und Lebensweisen, Ein Forschungs-und Tagungsbericht. *SOFI-Mitteilungen*, 32(2004), S. 141–147.

- Baue, W., & Thomsen, M. (2003). Foundation Begins to Reconcile Investments with Programs. *SRI World Group*, <http://dev.socialfunds.com/news/article.cgi/article1179.html> (17.01.2013)
- Bauer, D., & Godeke, S. (2009). Mission-Related Investing in an Age of Scarcity (Winter/Spring 2009 ed.): Rockefeller Philanthropy Advisors.
- Bauer, R., Derwall, J., & Otten, R. (2007). The ethical mutual fund performance debate: New evidence from Canada. *Journal of business ethics*, 70(2), S. 111–124.
- Bauer, R., Koedijk, K., & Otten, R. (2005). International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), S. 1751–1767.
- Bauer, R., Otten, R., & Rad, A. T. (2006). Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty? *Pacific-Basin Finance Journal*, 14(1), S. 33–48.
- Bauer, R., & Viehs, M. (2012). Corporate Engagement by Institutional Shareholders. Frankfurt: Deutsche Bank Climate Change Advisors.
- BayObLG. (1973). Beschluss vom 25.10.1972 *NJW 1973* (Vol. 249).
- BBC. (2010). Economic growth 'cannot continue' In: *BBC Online* vom 25.01.2010. <http://news.bbc.co.uk/2/hi/science/nature/8478770.stm> (07.05.2015).
- Bea, F. X., & Haas, J. (2015). *Strategisches Management* (7 ed.). Konstanz und München: UVK Verlagsgesellschaft.
- Beatty, S. (2007). Foundations Test Proxy Power. In: *The Wall Street Journal* vom 19.01.2007. <http://online.wsj.com/news/articles/SB116916391345680865> (21.05.2014).
- Beder, S. (2002). BP: Beyond Petroleum? In: Lubbers, E. (2002). *Battling Big Business: Countering Greenwash, Infiltration, and Other Forms of Corporate Bullying*. S. 26–32. Devon, UK: Green Books.
- Beike, R. (2000). *Aktien-Anleihen: Eine Einführung in Strukturierte Finanzprodukte*: Schäffer-Poeschel.
- Bellezza, E., Kilian, M., & Vogel, K. (2003). *Der Staat als Stifter: Stiftungen als Public-Private-Partnerships im Kulturbereich*: Verlag Bertelsmann-Stiftung.
- Bello, Z. Y. (2005). Socially responsible investing and portfolio diversification. *Journal of Financial Research*, 28(1), S. 41–57.
- Benabentos, L., Storms, J., Teuscher, C., & Loo, J. V. (2012). Strategies to Maximize your Philanthropic Capital: A Guide to Program Related Investments: Thomson Reuters Foundation.
- Benford, J., Birnbaum, J., & Dombrowski, K. (2014). Wirkungsorientiertes Investieren: Neue Finanzierungsquellen zur Lösung gesellschaftlicher Herausforderungen. Güntersloh: Abschlussbericht des National Advisory Board Deutschland.
- Benke, H. (1997). Vermögensanlage in gemeinnützigen Stiftungen. *Die Bank*, S. 654–657.
- Benke, H. (1999). Ziele und Organisation der Vermögensanlage in gemeinnützigen Stiftungen. *Stiftung und Sponsoring*, 2(2), S. 13–15.
- Bergius, S. (2013). Investoren fordern einheitlichen Standard. *Handelsblatt: Business Briefing zu Nachhaltigen Investments*(6).
- Bergius, S. (2014). Kein Balanceakt – der Kunde ist König. *Handelsblatt: Business Briefing zu Nachhaltigen Investments*(6).
- Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2011). *Grundlagen der Finanzwirtschaft: Analyse, Entscheidung und Umsetzung*: Pearson Deutschland GmbH.
- Berk, J. B., DeMarzo, P. M., & Harford, J. V. (2012). *Fundamentals of corporate finance: global edition*: Pearson.
- Bernet, B. (2003). *Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation*. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag.
- Bertelsmann Stiftung. (2008). Engagement mit Wirkung: Warum Transparenz über die Wirkungen gemeinnütziger Aktivitäten wichtig ist. Gütersloh, Germany.
- Bertelsmann Stiftung. (2010). Corporate Citizenship planen und messen mit der iooi-Methode. Gütersloh, Germany.
- Bertelsmann Stiftung. (2012). Bürger wollen kein Wachstum um jeden Preis. Gütersloh, Germany.

- Bischoff, A., Kowark, K., & Wiener, B. (2015). Aktuelle Zahlen zu Stiftungs- finanzen: Ausgaben, Erträge und Renditen. In BVDS (Ed.), *Stiftungsfokus* (Vol. Nr. 4). Berlin: Bundesverband Deutscher Stiftungen.
- Bischoff, A., & Wiener, B. (2013). Stiftungsfinanzen in Krisenzeiten: Neue Zahlen und Fakten. In BVDS (Ed.), *Stiftungsfokus*. Berlin: Bundesverband Deutscher Stiftungen.
- Bleiberg, R., Cacace, A., DeCastro, B., Perkins, A., Sheng Hui Tan, A., Toomer, C., & Wirth, S. (2010). \$650 million ain't what it used to be: The Meyer Memorial Trust considers mission related investing *Cambridge, MA: Harvard Kennedy School*.
- Blomert, R. (2005). Das Ende der „neuen Ökonomie “. *Berliner Journal für Soziologie*, 15(2), S. 179–198.
- Anwendungserlass zur Abgabenordnung (2013).
- BMU. (2012). Nachhaltig und verantwortlich investieren – ein Leitfaden. Berlin: Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit.
- Bock, I., Müller-Fabijancic, K., Stingl, J., & Schwink, M. (2006). *Gemeinden und Stiftungen*. Stuttgart: W. Kohlhammer Verlag.
- Bökenkamp, G. (2009). Die Geschichte der Rente von 1957 bis heute: Gebrochene Versprechen, falsche Prognosen, systematische Verschleierungen. *ef-magazine*.
- BonVenture. (2015). Projekte. BonVenture Management GmbH. <http://www.bonventure.de/projekte/soziales-und-bildung.html> (14.09.2015).
- Bourke, M. (1997). 'Straining Out Gnats'. *Christian Ethical Investment Group Newsletter 5 (January)*.
- Braunberger, G. (2011). Das Elend der schnelllebigen Welt In: *FAZ Online* vom 11.09.2011. <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/blick-auf-den-finanzmarkt-das-elend-der-schnelllebigen-welt-11165301.html> (04.05.2015).
- Bräuninger, M., Schulze, S., Stöver, J., Brunner, O., Koller, C., Langer, M., & Quitzau, J. (2010). Nachhaltigkeit *Strategie 2030 - Vermögen und Leben in der nächsten Generation*: ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft.
- Brest, P., Harvey, H., & Low, K. (2009). Calculated impact. *Stanford Social Innovation Review*.
- Brill, H., Brill, J. A., Feigenbaum, C., & Domini, A. (2000). *Investing with your values: making money and making a difference*: New Society Publishers.
- Brill, J. A., & Reder, A. (1993). *Investing from the Heart: A Guide to Socially Responsible Investments and Money Management*. Crown Trade Paperbacks.
- Broffman, P. (2014). Corporate Foundations: Challenges in Adopting Mission Investing. Mission Investors Exchange. <https://www.missioninvestors.org/tools/corporate-foundations-challenges-in-adopting-mission-investing> (24.06.2014).
- Brundtland, G., Khalid, M., Agnelli, S., Al-Athel, S., Chidzero, B., Fadika, L., & de Botero, M. M. (1987). *Our common future: The world commission on environment and development*. Oxford: Oxford University Press.
- Brunnermeier, M. K. (2005). Information leakage and market efficiency. *Review of Financial studies*, 18(2), S. 417–457.
- Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity. *Review of Financial studies*, 22(6), S. 2201–2238.
- Bruns, C., & Meyer-Bullerdiek, F. (2013). *Professionelles Portfoliomanagement: Aufbau, Umsetzung und Erfolgskontrolle strukturierter Anlagestrategien*: Schäffer-Poeschel.
- Bundesfinanzhof. (1971). Urteil vom 30.06.1971, Az.: I R 57/70.
- Bundesfinanzhof. (2001). Urteil vom 27.03.2001, Az.: I R 78/99.
- Bundesfinanzhof. (2003). Urteil vom 30.07.2003, Az.: X R 7/99.
- Bundesfinanzhof. (2011). Urteil vom 25.05.2011, Az.: I R 60/10.
- Bundesgerichtshof. (2010). Urteil vom 8. Februar 2010 – II ZR 94/08 – Redezeitbeschränkung. Karlsruhe: Pressestelle des Bundesgerichtshofs
- Bundesgesetzblatt. (2013). Gesetz zur Stärkung des Ehrenamtes (Ehrenamtsstärkungsgesetz). *Bundesgesetzblatt Jahrgang 2013 Teil I Nr. 15, ausgegeben zu Bonn am 28 März 2013*.
- Bundesministeriums der Justiz. (2013). Abgabenordnung. Berlin.

- Burgy, C. (2013). *NGOs als Kapitalmarktakteure: Shareholder Engagement als Möglichkeit zur Einflussnahme auf Corporate Social Responsibility*. Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- Burton, J. (2011). Investing with Principles: Socially responsible ETFs are multiplying, with a variety of approaches. In: *The Wall Street Journal* vom 04.04.2011. <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748704425804576220462961462024> (03.05.2015).
- BVDS. (2008). *StiftungsReport 2008/09: Wie Vielfalt zusammenhält – Projekte, Initiativen und Menschen*. Berlin: Bundesverband Deutscher Stiftungen.
- BVDS. (2010). *StiftungsReport 2010/11: Stadt trifft Stiftung: Gemeinsam gestalten vor Ort*. Berlin: Bundesverband Deutscher Stiftungen.
- BVDS. (2011). Grundsätze guter Vermögensanlage. Präsentation auf dem Sonderkongress in Hildesheim 19. September 2011: Bundesverband Deutscher Stiftungen.
- BVDS. (2013a). Landesstiftungsgesetze. Bundesverband Deutscher Stiftungen e. V. <http://www.stiftungen.org/de/news-wissen/recht-steuern-finanzen/landesstiftungsgesetze.html> (20.04.14).
- BVDS. (2013b). Mustersatzungen. <http://www.stiftungen.org/de/news-wissen/stiftungsgruendung/musterdokumente-und-checklisten.html> (07.05.2015).
- BVDS. (2013c). *Stiftungen in Zahlen 2013*. Bundesverband Deutscher Stiftungen, http://www.stiftungen.org/fileadmin/bvds/de/Presse/Grafiken__Zahlen__Daten/Stiftungszahlen_2012.pdf (13.08.2014).
- BVDS. (2013d). *StiftungsReport 2013/14: Wie Stiftungen Wirtschaft und Gemeinwohl verbinden*. Berlin: Bundesverband Deutscher Stiftungen.
- BVDS. (2013e). Was ist eine Stiftung? Bundesverband Deutscher Stiftungen. <http://www.stiftungen.org/de/news-wissen/was-ist-eine-stiftung.html> (14.10.2013).
- BVDS. (2014a). Die Grundsätze guter Stiftungspraxis. Erläuterungen, Hinweise und Anwendungsbeispiele aus dem Stiftungsalltag. Bundesverband Deutscher Stiftungen. <http://www.stiftungen.org/de/publikationen/unsere-publikationen/weitere-publikationen.html> (05.02.2015).
- BVDS. (2014b). *Nachhaltig investieren Stiftungsinfo* (Vol. 3). Berlin: Bundesverband Deutscher Stiftungen,.
- BVDS. (2015). *Steuern*. Bundesverband Deutscher Stiftungen. <http://www.stiftungen.org/de/news-wissen/recht-und-steuern/steuern.html> (14.05.2015).
- BVI. (2015). BVI: 2014 Rekordjahr für Fondsbranche. *Pressemitteilung vom 10.02.2015*. Bundesverband Investment und Asset Management. <http://www.bvi.de/presse/pressemitteilungen/> (04.08.2015).
- Byallas, D. R. (2004). Die optimale Kapitalstruktur von Stiftungsvermögen zur Sicherung einer ewigen Stiftungstätigkeit. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 7/2004, S. 364.
- Capelle-Blancard, G., & Monjon, S. (2012). The performance of socially responsible funds: does the screening process matter? *European Financial Management*.
- Caplan, L., Griswold, J. S., & Jarvis, W. F. (2013). *From SRI to ESG: The Changing World of Responsible Investing*. Wilton, CT: Commonfund Institute.
- Carstensen, C. (2002). Stiftungen. In: Ballwieser, W. (2002). *Handwörterbuch der Rechnungslegung und Prüfung*. S. 2322–2330. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Carstensen, C. (2003). Vermögensverwaltung. In: (2003). *Handbuch Stiftungen*. S. 535–563. Wiesbaden: Springer.
- Carstensen, C. (2005). Vorgaben für die Vermögensverwaltung der Stiftung nach Gesetz, Satzung und Rechtsprechung. *Zeitschrift zum Stiftungswesen*, 04, 5, S. 90–98.
- Center for Global Development & Social Finance. (2013). *Investing in Social Outcomes: Development Impact Bonds*. Washington, DC & London.
- Cha, A. E. (2014). Young Silicon Valley billionaires pioneer new approach to philanthropy. In: *The Washington Post* vom 26.12.2014.

- Chan, H. W., Makarov, V., & Thompson, S. (2010). Beyond the “Tradeoff” A New Analytical Framework for the Social Impact Investing Industry. Boston, MA: Harvard Business School Social Enterprise Initiative.
- Chandler, A. D. (2001). *Strategy and structure: chapters in the history of the industrial enterprise* (22 ed.). Cambridge/MA: MIT Press.
- Chernoff, D. S. (2005). Program-related Investments: A user friendly guide. Chicago: John D. and Catherine T. MacArthur Foundation.
- Chew, C. (2009). *Strategic Positioning in Voluntary and Charitable Organizations*. London: Taylor & Francis.
- Chugh, D., Bazerman, M. H., & Banaji, M. R. (2005). Bounded ethicality as a psychological barrier to recognizing conflicts of interest. *Conflicts of interest: Challenges and solutions in business, law, medicine, and public policy*, S. 74–95.
- Clark, C., Rosenzweig, W., Long, D., & Olsen, S. (2004). Double bottom line project report: Assessing social impact in double bottom line ventures. Berkeley: Haas School of Business, University of California.
- Clark, G. L., & Hebb, T. (2004). Pension fund corporate engagement: The fifth stage of capitalism. *Relations industrielles/industrial relations*, 59(1), S. 142–171.
- CNN. (2010). Fortune 500. *CNN Money*.
<http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2010/index.html> (25.02.2013).
- Colbe, W. B. v. (1997). Was ist und was bedeutet Shareholder Value aus betriebswirtschaftlicher Sicht? *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 26(1), S. 271–290.
- Consolandi, C., Jaiswal-Dale, A., Poggiani, E., & Vercelli, A. (2009). Global standards and ethical stock indexes: The case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index. *Journal of business ethics*, 87(1), S. 185–197.
- Contratto, F. (2014). Hochfrequenzhandel und systemische Risiken, Risikovorsorge im Finanzmarktrecht gestützt auf das Vorsorgeprinzip. *GesKR 2/2014*, S. 143 – 160.
- Cooch, S., & Kramer, M. (2007). Aggregating impact: A funder’s guide to mission investment intermediaries. *PRI Makers Net*.
- Cooch, S., Kramer, M., Cheng, F., Mahmud, A., Marx, B., & Rehrig, M. (2007). Compounding impact: Mission investing by US foundations. *FSG Social Impact Advisors, Boston, MA*.
- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (1987). Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial management*, S. 5–14.
- Cornell University Law School. (2013). 26 U.S. Code § 4944 - Taxes on investments which jeopardize charitable purpose. <http://www.law.cornell.edu/uscode/text/26/4944> (16.05.2014).
- Cowton, C. J., & Sandberg, J. (2012). Socially Responsible Investment. In: Chadwick, R. (2012). *Encyclopedia of Applied Ethics*. 2nd ed.: Academic Press.
- DAK. (2014). Satzung. Dachverband der Kritischen Aktionärinnen und Aktionäre. <http://www.kritischeaktionaeere.de/satzung.html> (01.04.2014).
- Daly, H. (2008). A Steady-State Economy. London, United Kingdom: UK Sustainable Development Commission.
- Daly, H. E. (1974). The economics of the steady state. *The American Economic Review*, 64(2), S. 15–21.
- Danish Ministry for Economics and Business Affairs. (2011). Guide to responsible investment. Copenhagen.
- Deep, A., & Frumkin, P. (2001). *The foundation payout puzzle*: Hauser Center for Nonprofit Organizations, John F. Kennedy School of Government, Harvard University.
- Deloitte. (2015). The 2015 Deloitte Millennial survey. London: Deloitte Touche Tohmatsu Limited.
- Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R., & Koedijk, K. (2005). The eco-efficiency premium puzzle. *Financial Analysts Journal*, S. 51–63.
- Derwall, J., & Koedijk, K. (2009). Socially Responsible Fixed-Income Funds. *Journal of business finance & accounting*, 36(1-2), S. 210–229.

- Desmadryl, X. (2007). SRI & ESG Inclusion : Does it pay after all ? Sao Paolo: UNEP Finance Initiative.
- Deutsche Bank. (2012). Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance *Deutsche Bank Climate Change Advisors*.
- Deutsche Börse. (2013). Hochfrequenzhandel. http://deutscheboerse.com/dbg/dispatch/de/kir/dbg_nav/about_us/15_Public_affairs/10_News/30_HFT (15.07.2013).
- Deutsche Bundesbank. (2008). Zur Steuerung von Liquiditätsrisiken in Kreditinstituten *Monatsbericht* (September 2008 ed.): Deutsche Bundesbank.
- Deutsche Bundesbank. (2013). Die deutsche Wirtschaft auf einen Blick. <http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/statistiken.html> (17.06.2013).
- Deutsches Aktieninstitut. (2005). Dividende ist nicht alles: Gesamttrendite ausschlaggebend *Börsenratgeber* (Vol. 05/2005): Deutsches Aktieninstitut.
- Die Stiftung. (2014). Stiftungen dürfen durchaus Risiken wagen. *Die Stiftung: Themenheft, Mai 2014*.
- Dietsche, C. (2011). *Umweltgovernance in globalen Wertschöpfungsketten*: LIT Verlag.
- Dillenburg, S., Greene, T., & Erikson, O. H. (2003). Approaching socially responsible investment with a comprehensive ratings scheme: Total social impact. *Journal of business ethics*, 43(3), S. 167–177.
- Dimson, E., Karakaş, O., & Li, X. (2012). Active ownership. *Working Paper*.
- Doerner, A. (2012). Beratung und Förderung: Tipps für Gründungsinteressierte. Social Entrepreneurship Akademie. <http://www.seakademie.de/beratung/tipps-erstes-schritte.aspx> (21.03.2014).
- Domini, A. L. (2001). *Socially responsible investing: Making a difference in making money*. Dearborn Real Estate Education.
- Domini, A. L., & Kinder, P. D. (1986). *Ethical Investing*: Addison-Wesley.
- Dorflleitner, G. (2015). *Ergebnisse der Studie „Anlageverhalten von Stiftungen in der Niedrigzinsphase“*. Fakultät für Wirtschaftswissenschaften. Universität Regensburg
- Döring, C. (2010). *Die Stiftung als Finanzierungsinstrument für Unternehmen* (60 Aufl.): BWV Verlag.
- Dow Jones Index. (2014). Dow Jones Industrial Average Fact Sheet March 2014. New York: S&P Dow Jones Indices LLC.
- Dragon, A., & Rasin, V. (2008). Analyseverfahren: Regressionsanalyse. Leuphana Universität Lüneburg.
- Du Roi Droege, R. (2006). Familienstiftungen. Bundesverband Deutscher Stiftungen e. V. <http://www.stiftungen.org/de/news-wissen/was-ist-eine-stiftung/familienstiftungen.html> (11.06.2013).
- Duden, G. (2000). *Die Stiftung*. Köln: Otto Schmidt Verlag.
- Easterlin, R. A. (2000). The worldwide standard of living since 1800. *The Journal of Economic Perspectives*, S. 7–26.
- Eberhard von Kuenheim Stiftung. (2013). Austausch zu Mission Investing im Deutschen Stiftungssektor. München.
- Eberhard von Kuenheim Stiftung. (2015). Sinnvestition. <http://www.kuenheimstiftung.de/sinnvestition/die-idee/#/sinnvestition/die-idee/> (12.06.2015).
- Eberhard von Kuenheim Stiftung der BMW AG. (2013). Austausch zu Mission Investing im Deutschen Stiftungssektor. München.
- Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, 101(3), S. 621–640.
- EIRIS. (2008). The EIRIS Green & Ethical Funds Directory. London: Ethical Investment Research Services (EIRIS) Ltd.
- EIRIS Foundation. (2009). The value of environmental, social and governance factors for foundation investments. London, UK: EIRIS Foundation Charity Project.
- Eleven gemeinnützige GmbH. (2014). Modellprojekt Eleven Augsburg. <http://www.eleven-augsburg.org/modellprojekt.php> (05.06.2014).

- Embrechts, P., McNeil, A., & Straumann, D. (2002). Correlation and dependence in risk management: properties and pitfalls. *Risk management: value at risk and beyond*, S. 176–223.
- Emerson, J. (2002). A Capital Idea: total foundation asset management and the unified investment strategy. *Research Paper Series* (Vol. No. 1786). Stanford University.
- Emerson, J. (2003a). The blended value proposition: Integrating social and financial returns. *California management review*, 45(4), S. 35–51.
- Emerson, J. (2003b). Where Money meets Mission. *Stanford Social Innovation Review*, 1(2), S. 38–47.
- Emerson, J., Freundlich, T., & Berenbach, S. (2004). The investor's toolkit: Generating multiple returns through a unified investment strategy. *Blendedvalue.org*.
- Emerson, J., Little, T., & Kron, J. (2005). The Prudent Trustee: The Evolution of the Long-Term Investor. *The Rose Foundation for Communities and the Environment*, <http://rosefdn.live.radicaldesigns.org/downloads/prudenttrustee.pdf> (14.06.2013)
- Emerson, J., & Spitzer, J. (2007). *From Fragmentation to Function: Critical Concepts and Writings on Social Capital Markets' Structure, Operation, and Innovation*: Skoll Centre for Entrepreneurship, Saïd Business School.
- Entine, J. (2003). The myth of social investing. *Organization & Environment*, 16(3), S. 352–368.
- Entine, J. (2007, 26.01.2007). What should Bill Gates do. *The Wall Street Journal*.
- Essinger, J., & Lowe, D. (2000). *Das Financial-Times-Handbuch der Vermögensverwaltung*: Pearson Education.
- Eurosif. (2006). European SRI Study. Brüssel: European Sustainable Investment Forum.
- Eurosif. (2012). European SRI Study. Brussels: European Sustainable Investment Forum.
- Eurosif. (2013). Shareholder Stewardship: European ESG Engagement Practices 2013. Brüssel: European Sustainable Investment Forum.
- Eurosif. (2014). European SRI Study. Brüssel: European Sustainable Investment Forum.
- Eurosif Bellagio Forum. (2006). PRIME - Primer for Responsible Investment Management of Endowments. Paris: The European Social Investment Forum (Eurosif).
- Falk, H. (2008). Faktenblatt: Das Stiftungsvermögen in unsicheren Zeiten. Berlin: Bundesverband Deutscher Stiftungen.
- Falk, H. (2009). Anlagen mit Sinn und Verstand. *StiftungsWelt*, 2(2009), S. 11–16.
- Falk, H., Kramer, A., & Zeidler, S. (2010). *StiftungsStudie: Führung, Steuerung und Kontrolle in der Stiftungspraxis*: Bundesverband Deutscher Stiftungen.
- Fama, E. F., & MacBeth, J. D. (1973). Risk, return, and equilibrium: Empirical tests. *The Journal of Political Economy*, S. 607–636.
- FAZ. (2014a). Das Rederecht. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/das-rederecht-116248.html> (04.04.2014).
- FAZ. (2014b). Mid-Cap-Fonds. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*.
- FAZ. (2014c). Stock-Picking. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*.
- FEMM. (2007). As SRI Matures, Excuses Erode. *Foundation & Endowment Money Management*, X(7), S. 10–11.
- Fey, G., & Stockmann, B. (2015). Aktienanlage ist Kopfsache. Frankfurt am Main: Deutsches Aktieninstitut.
- Fieseler, C., Hoffmann, C. P., & Meckel, M. (2008). Von der Wall Street Rule zu den Media Rules: Bedeutung, Anliegen und Instrumente aktiver Investoren. In: (2008). *Verkauft und nichts verraten: Kommunikation im Zeitalter sich wandelnder Finanzmärkte*. Frankfurt: Frankfurter Allgemeine Buch.
- Fleisch, H. (2012). „Kapitalerhalt oder Förderung?“ Das Stiftungsrecht in der Finanzkrise: Stiftungsinitiative Hannover.
- Fleisch, H. (2013). Stiftungsmanagement: Ein Leitfaden für erfolgreiche Stiftungsarbeit *Stiftungsratgeber*. Berlin: Bundesverband Deutscher Stiftungen.
- Fleishman, J. (2009). *The foundation: A great American secret; how private wealth is changing the world*: PublicAffairs.
- Flore, D. (2011). *Mehr Aktionärsdemokratie wagen? Proxy Contests statt Verwaltungsstimmrecht?* Bern: Peter Lang.

- Flotow, P. v., Häßler, R.-D., & Schmidt, J. (2002). *Umwelt- und Nachhaltigkeitstransparenz für Finanzmärkte : Stand und Perspektiven*: Inst. für Ökologie und Unternehmensführung an der EBS e.V. Oestrich-Winkel.
- Flotow, P. v., Sander, C., & Schröder, M. (2014). Kundenerwartungen und finanzielle Performance des nachhaltigen Investment „CFI – Climate Change, Financial Markets and Innovation“. Oestrich-Winkel: Sustainable Business Institute (SBI).
- FNG. (2012). Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2012. Berlin: Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V.
- FNG. (2014). Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2014. Berlin: Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V.
- FNG. (2015). Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2015. Berlin: Forum Nachhaltige Geldanlagen e. V.
- Ford Foundation. (1991). Investing for Social Gain. New York, N.Y.: Ford Foundation.
- Ford Foundation Program Staff. (2013). Program Related Investment and Recoverable Grant Primer. New York: Ford Foundation.
- Forschungsinstitut für Stiftungsgründung und Stiftungsrecht. (2014). Grundsätze der Stiftungsverwaltung. <http://www.stiftungswissenschaften.de/verwaltung/grundsätze-der-stiftungsverwaltung-wenn-vorgaben-in-der-satzung-fehlen.html> (16.06.2014).
- Foundation Center. (2013). Top 100 U.S. Foundations by Asset Size. <http://foundationcenter.org/findfunders/topfunders/top100assets.html> (26.06.2013).
- Foundation Center. (2015). Tools and Resources for Assessing Social Impact. http://trasi.foundationcenter.org/browse_toolkit.php (02.06.2015).
- Franz, S. (2004). Grundlagen des ökonomischen Ansatzes: das Erklärungskonzept des Homo Oeconomicus *Working Paper*. Universität Potsdam.
- Franzius, C. (2011). Aktuelle Verfügungen und Urteile. *StiftungsWelt*(1), S. 78–80.
- Freeman, D. F. (1991). *The handbook on private foundations*: Foundation Center.
- Freeman, J. D., & Winchester, J. (1994). How to Do the Right Thing: Lessons in Pension Fund Management and Socially Responsible Investing. *The Journal of Investing*, 3(4), S. 39–45.
- Freireich, J., & Fulton, K. (2009). Investing for Social & Environmental Impact. San Francisco, CA: Monitor Institute.
- Freshfields Bruckhaus Deringer. (2005). *A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment*. Freshfields Bruckhaus Deringer.
- Friedman, M. (1970, 13.09.1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*.
- Fritz, S. (2008). *Nachhaltige Kapitalanlage*. Thesenpapier vorgestellt auf: Herbstagung Arbeitskreis Kirchen des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen, Hannover.
- Fritz, S. (2009). *Stifterwille und Stiftungsvermögen*: Nomos.
- Fritz, S. (2010). Die Anlageentscheidung der Stiftung. *Zeitschrift für Stiftungs- und Vereinswesen*, 5, S. 161–200.
- Fritz, T. (2012). *Mission Related Investing bei Schweizer Förderstiftungen Zielsetzung und Umsetzung*. (MSC in Business and Economics), University of Basel, Basel, Switzerland.
- FTSE. (2014). Factsheet: FTSE KLD 400 Social Index. New York.
- Fulton, M., Kahn, B., & Sharples, C. (2012). Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance. New York: Deutsche Bank Climate Change Advisors.
- Gardner, G. (2001). Accelerating the Shift to Sustainability. In: (2001). *State of the World 2001*. New York: W. W. Norton.
- Gary, S. N. (2011). Is it Prudent to be Responsible – The Legal Rules for Charities that Engage in Socially Responsible Investing and Mission Investing. *Nw. JL & Soc. Pol'y*, 6, S. 106.
- Garz, H., Günther, S., & Moriabadi, C. (2012). *Portfolio-Management: Theorie und Anwendung* (5 ed.): Frankfurt School Verlag.
- Garz, H., Volk, C., & Gilles, M. (2002). More Gain than Pain, SRI: Sustainability Pays Off. *WestLB Panmure*.

- Gasparino, C., & Tam, P.-W. (1998). Feel-Good Mutual Funds Haven't Yet Found Favor. In: *Wall Street Journal* vom 12.02.1998.
<http://www.wsj.com/articles/SB887238600203583500> (07.05.2015).
- Geczy, C. C., Stambaugh, R. F., & Levin, D. (2005). *Investing in socially responsible mutual funds*: Rodney L. White Center for Financial Research, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Gertner, J. (2008). For good, measure. *The New York Times Magazine*.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (1998). A survey of shareholder activism: Motivation and empirical evidence. *Contemporary Finance Digest*, 2(3), S. 10–34.
- Gillan, S., & Starks, L. T. (2007). The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), S. 55.
- Glatzer, W., Becker, J., Bieräugel, R., Hallein-Benze, G., Nüchter, O., & Schmid, A. (2008). Einstellungen zum Reichtum. *Wahrnehmung und Beurteilung sozio-oekonomischer Ungleichheit und ihre gesellschaftlichen Konsequenzen in Deutschland, im Erscheinen*.
- Glover, J., & Scott-Taggart, M. J. (1975). It Makes no Difference Whether or Not I Do It. *Proceedings of the Aristotelian Society, Supplementary Volumes*, 49, S. 171–209.
- Godeke, S., & Bauer, D. B. (2008). *Philanthropy's New Passing Gear: Mission-related Investing: a Policy and Implementation Guide for Foundation Trustees*. New York: Rockefeller Philanthropy Advisors.
- Godeke, S., Pomares, R., Bruno, A. V., Guerra, P., Kleissner, C., & Shefrin, H. (2009). *Solutions for Impact Investors: From Strategy to Implementation*: Rockefeller Philanthropy Advisors.
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), S. 425–445.
- Goedeckemeyer, K.-H. (2006). Ideelle Werte im Asset Management. *Die Bank*(2), S. 17–21.
- Gómez-Bezares, F., Muñoz, F., & Vargas, M. (2013). The cost or benefit of socially responsible investment. *Harvard Deusto Business Research*, 2(2), S. 102–129.
- Göres, U. L. (2004). *Interessenkonflikte von Wertpapierdienstleistern und -analysten bei der Wertpapieranalyse: eine Darstellung und Würdigung der gesetzlichen und berufsständischen Regelungen in den Vereinigten Staaten von Amerika und der Bundesrepublik Deutschland unter Einbeziehung der europäischen Ebene*: De Gruyter Recht.
- Grabenwarter, U., & Liechtenstein, H. (2011). In Search of Gamma – An Unconventional Perspective on Impact Investing.
- Graglia, L. A. (2008). Government Promotion of Moral Issues: Gambling, Smoking, and Advertising. *Harvard Journal of Law & Public Policy*, 31, S. 69–75.
- Grantmakers In Health. (2011). Guide to Impact Investing. Washington, DC.
- Graw, A. (2010). Was hinter der Spende der Superreichen steckt. In: *Die Welt* vom 05.08.2010. <http://www.welt.de/wirtschaft/article8842736/Was-hinter-der-Spende-der-Superreichen-steckt.html> (10.04.2014).
- Gregory, A., Matatko, J., & Luther, R. (1997). Ethical unit trust financial performance: small company effects and fund size effects. *Journal of business finance & accounting*, 24(5), S. 705–725.
- Gregory, A., & Whittaker, J. (2007). Performance and performance persistence of 'ethical' unit trusts in the UK. *Journal of business finance & accounting*, 34(7-8), S. 1327–1344.
- Guenster, N., Bauer, R., Derwall, J., & Koedijk, K. (2011). The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency. *European Financial Management*, 17(4), S. 679–704.
- Haase-Theobald, C. (2009). Quo vadis, Vermögensanlage? Asset Allocation zur Sicherung der Kapitalerhaltung. *Stiftung und Sponsoring*, 1/2009.
- Hage, S. (2009). Social Investing „Investieren statt Spenden“. *Manager Magazin*.
- Hagerman, L. A., & Ratcliffe, J. (2009). Increasing access to capital. *Community Development Investment Review*, 5(2), S. 43–64.
- Hahlweg, J. (2011). Die Geschäftsführung einer gemeinnützigen Stiftung. *Service-Seiten Stiftungen*, 5, S. 14–15.

- Haigh, M., & Hazelton, J. (2004). Financial markets: a tool for social responsibility? *Journal of business ethics*, 52(1), S. 59–71.
- Hamilton, S., Jo, H., & Statman, M. (1993). Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds. *Financial Analysts Journal*, S. 62–66.
- Hansen, U., Schrader, U., Schulz, D., & Geisler, S. (2003). Marktkommunikation und Kundenberatung für sozial-ökologische Geldanlagen *Imug Arbeitspapier*. Hannover.
- Harrington, J. C. (1992). *Investing with your conscience: how to achieve high returns using socially responsible investing*: John Wiley & Sons Incorporated.
- Hartmann, M. (2005). Steuerfreie oder -pflichtige Einkommenserzielung bei gemeinnützigen Stiftungen. In: Strachwitz, R. & Mercker, F. (2005). *Stiftungen in Theorie, Recht und Praxis-Handbuch für ein modernes Stiftungswesen*. S. 381–399. Berlin: Duncker und Humblot GmbH.
- Harvey, C. R. (2011). Systematic risk principle. Nasdaq.com. <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/s/systematic-risk-principle> (17.12.2013).
- Hawliczek, J. (2008). *Kapitalmarktfaktor Moral?: Kursimplikation Ethisch Relevanter Aspekte Auf Dem Kapitalmarkt*. Westdeutscher Verlag GmbH.
- Hehenberger, L., & Cummings, A. M. (2012). Strategien für Stiftungen: Wann, warum und wie Venture Philanthropy sinnvoll ist. Brüssel: European Venture Philanthropy Association.
- Heller, U. (2010). *Immobilienmanagement in Nonprofit-Organisationen: Analyse und Konzeptentwicklung mit Schwerpunkt auf kirchlichen und sozialen Organisationen*: Gabler Verlag.
- Heuser, H. (2013). Zweck und Investment verbinden. *Institutional Money*, 3/2013, S. 142.
- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22(2), S. 125–139.
- Hirschman, A. O. (1970). *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states* (25 Aufl.): Harvard university press.
- Hirshleifer, J. (1965). Investment Decision under Uncertainty: choice—theoretic approaches. *The Quarterly Journal of Economics*, 79(4), S. 509–536.
- Höchstädter, A., & Scheck, B. (2014). What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners. *Journal of business ethics*, S. 1–27.
- Hoelscher, P., Ebermann, T., & Schlüter, A. (2010). *Venture Philanthropy in Theorie und Praxis*: Lucius & Lucius DE.
- Hof, H. (2009). Stiftung Bürgerlichen Rechts. In: Seifart, W. & von Campenhausen, A. (2009). *Stiftungsrechts-Handbuch*. S. 103–556. München: C.H. Beck.
- Hof, H. (2014). Stiftung Bürgerlichen Rechts. In: Richter, A. & von Campenhausen, A. (2014). *Stiftungsrechts-Handbuch*. S. 103–556. München: CH Beck.
- Hoffmann, C. (2011). Angst, die zur Panik wird In: *Süddeutsche Zeitung* vom 14.08.2011. <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/chaos-an-den-boersen-wenn-die-angst-zur-panik-wird-1.1130950> (17.06.2015).
- Hommelhoff, P., Hopt, K. J., & v Werder, A. (2009). *Handbuch Corporate Governance: Leitung und Überwachung börsennotierter Unternehmen in der Rechts- und Wirtschaftspraxis* (2 ed.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft Steuern Recht.
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), S. 15–36.
- Höpner, A. G. (2010). Portfolio diversification and environmental, social or governance criteria *UN Principles for Responsible Investment*. University of St Andrews.
- Howarth, R. (2013). Economic Growth and the Stationary State. *Dartmouth College, Center for Humans and Nature*. <http://www.humansandnature.org/economy---rich-howarth-response-23.php> (07.05.2015).
- Hoyt, W. (2007). *Efficiency and the Market*. Lexington: University of Kentucky

- Hübl, L., & Dreyer, M. (2005). Vermögensanlage und Vermögensmanagement von Stiftungen: Diskussionspapiere des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften, Universität Hannover.
- Hudson, R. (2005). Ethical Investing: Ethical Investors and Managers. *Business Ethics Quarterly*, 15(4), S. 641–657.
- Hüttemann, R. (1998a). Der Grundsatz der Vermögenserhaltung im Stiftungsrecht. In: (1998a). *Festgabe für Werner Flume*. S. 59-98: Springer.
- Hüttemann, R. (1998b). Der Grundsatz der Vermögenserhaltung im Stiftungsrecht. In: Jakobs, H. H., Picker, E. & Wilhelm, J. (1998b). *Festgabe für Werner Flume*. S. 59–98. Berlin: Springer.
- Hüttemann, R., & Schön, W. (2007). *Vermögensverwaltung und Vermögenserhaltung im Stiftungs- und Gemeinnützigkeitsrecht*. Heymann.
- Imbert, D., & Knoepfel, I. (2011). 360-degrees for Mission. Stockholm: Mistra.
- imug. (2002). Institutionelle Investoren und ethisch-ökologische Geldanlagen in Deutschland *imug Arbeitspapier 11/ 2002*. Hannover.
- Institutional Money. (2012). Alles Gamma oder was? *Institutional Money*, 2/2012.
- IRS. (2014a). Program-Related Investments. Internal Revenue Service. <http://www.irs.gov/Charities-&-Non-Profits/Private-Foundations/Program-Related-Investments> (07.09.2014).
- IRS. (2014b). Taxes on Foundation Failure to Distribute Income. Internal Revenue Service. http://www.irs.gov/irm/part7/irm_07-027-016.html (07.09.2014).
- Irvine, W. B. (1987). The ethics of investing. *Journal of business ethics*, 6(3), S. 233–242.
- Jakob, D., & Orelli, L. v. (2014). Der Stifterwille: Ein Phänomen zwischen Vergangenheit, Gegenwart und Ewigkeit. *Schriften zur Rechtspsychologie* (Vol. 14): Stämpfli Verlag.
- Jakob, D., & Picht, P. (2012). Vom Stiftungszweck zur Anlagestrategie. *Stiftung & Sponsoring*, 6/2012.
- Jaretzke, P., & Redbrake, M. (2009). Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf deutsche Stiftungen. Hannover: PricewaterhouseCoopers.
- Jones, S. (2013). Shareholder campaigns double in three years. In: *Financial Times* vom 10.11.2013. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/81c61e4a-4a25-11e3-9a21-00144feabdc0.html#axzz2yIYAd81H> (09.04.2014).
- Jordan, B. D., & Miller, T. W. (2009). *Fundamentals of investments* (5 ed.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Joseph C. K. Breitenreicher, & Marble, M. G. (2003). Strategische Projektarbeit. In: (2003). *Handbuch Stiftungen*. S. 649–708. Wiesbaden: Springer.
- Judd, E. (1990). *Investing with a social conscience*: Pharos Books.
- Juschus, A. (2007). *Shareholder engagement in a new environment and its positive impact on corporate governance in Germany*. (Doctoral thesis), Durham University.
- Justizverwaltungsamt Hamburg. (2013). *Mustersatzung für Stiftungen*. Hamburg.
- Kamal, A. (2009). *Mission-Related Investing: Leveraging Capital Markets to Enhance Social Value*. Zicklin School of Business, New York.
- Kant, I. (1788). *Kritik der praktischen Vernunft* (4 Aufl.). Riga.
- Karius, O. (2000). „Die Guten ins Töpfchen, die Schlechten ...“, Auswahlkriterien von Ethik- und Ökofonds. *Aktie Grün*, 67-68(Dezember 2000), S. 40–43.
- Kempf, A., & Osthoff, P. (2007). The effect of socially responsible investing on portfolio performance. *European Financial Management*, 13(5), S. 908–922.
- Kickul, J., & Lyons, T. (2012). *Understanding Social Entrepreneurship: The Relentless Pursuit of Mission in an Ever Changing World*. London: Taylor & Francis.
- Kinder, P. D., & Domini, A. L. (1997). Social screening: Paradigms old and new. *The Journal of Investing*, 6(4), S. 12–19.
- Kirstein, I. (2014). *Balancing the blended value proposition of sustainability entrepreneurship*. (Masterarbeit), Copenhagen Business School, Kopenhagen.
- Kleissner, C. (2013). Dinner Speech: Vom erfolgreichen Unternehmer zum Impact Investor *Investieren statt Spenden*. Schweisfurth-Stiftung, München.

- Knight Foundation. (2013). Program Related Investments. John S. and James L. Knight Foundation. <http://www.knightfoundation.org/knight-news-challenge/program-related-investments/> (21.05.2014).
- Knoepfel, I. (2012). Nachhaltige und zweckgerichtete Investitionen für Stiftungen. Zürich: Swiss Foundations, Verband der Schweizer Förderstiftungen.
- Knoepfel, I., & Imbert, D. (2012). Putting mission investing to work. Zurich: onValues Ltd.
- Knoll, M. S. (2002). Ethical screening in modern financial markets: the conflicting claims underlying socially responsible investment. *The Business Lawyer*, S. 681–726.
- Knust, R. (2013). Quo Vadis Stiftungssektor. *Fundraiser Magazin*, 2/2013.
- Kocka, J. (2004). Die Rolle der Stiftungen in der Bürgergesellschaft der Zukunft. Bundeszentrale für politische Bildung. <http://www.bpb.de/apuz/28422/die-rolle-der-stiftungen-in-der-buergergesellschaft-der-zukunft?p=all> (05.08.2015).
- Kolk, A. (2003). Trends in sustainability reporting by the Fortune Global 250. *Business strategy and the environment*, 12(5), S. 279–291.
- Kolk, A. (2008). Sustainability, accountability and corporate governance: exploring multinationals' reporting practices. *Business strategy and the environment*, 17(1), S. 1–15.
- Köszegi, M. (2008). Die Enthüllung verborgener Werte. *Börsen-Zeitung. Ausgabe*, 38.
- Köszegi, M. (2009). *Vermögensverwaltung für Stiftungen mit nachhaltigen Kapitalanlagen – Chancen und Herausforderungen für Stiftungen im 21. Jahrhundert*. Berlin: Opusculum. Nr. 35. Maecenata Verlag.
- Kowark, K. (2008). Stiftungsgehälter in Deutschland – zwischen Ehrenamt und Spitzenlohn. Bundesverband Deutscher Stiftungen. <http://www.stiftungen.org/de/presse/pressemitteilungen/pressemitteilungen-2008/stiftungsgehaelter-in-deutschland-zwischen-ehrenamt-und-spitzenlohn.html> (07.05.2014).
- KPMG. (2011). International Corporate Responsibility Reporting Survey 201. The Netherlands: KPMG.
- Kramer, M., & Cooch, S. (2007). The power of strategic mission investing. *Stanford Social Innovation Review*, 5(4), S. 43–51.
- Kramer, M., Mahmud, A., & Makka, S. (2010). Maximizing Impact: An Integrated Strategy for Grantmaking and Mission Investing in Climate Change: FSG Social Impact Advisors.
- Kreander, N., Gray, R. H., Power, D. M., & Sinclair, C. D. (2005). Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis. *Journal of business finance & accounting*, 32(7/8), S. 1465–1493.
- Kropfberger, D. (2000). Stand und Perspektiven der Öffentlichen Betriebswirtschaftslehre. *Zeitschrift für öffentliche und gemeinwirtschaftliche Unternehmen: ZögU/Journal for Public and Nonprofit Services*, 23(3), S. 351–359.
- Krüger, B., & Lipsmeier, N. (2012). Informationen aus der Stiftungswelt. *Stiften, Ausgabe* 02/2012.
- Kruschwitz, L., & Husmann, S. (2012). *Finanzierung und Investition* (7. Aufl.). München: Oldenbourg Verlag.
- Kugler, T. (2005). *Anlegerverhalten auf Kapitalmärkten unter besonderer Berücksichtigung moralisch motivierter Präferenzen*. München: GRIN Verlag.
- Kurtz, L., & DiBartolomeo, D. (2011). The long-term performance of a social investment universe. *The Journal of Investing*, 20(3), S. 95–102.
- Kußmaul, H. (2006). *Betriebswirtschaftliche Steuerlehre* (4 Aufl.). München: Oldenbourg.
- Küting, K., Kußmaul, H., Bieg, H., Weber, C.-P., Waschbusch, G., Baumeister, A., & Knobloch, A. P. (2013). Saarbrücker Plädoyer für eine normative theorie- und praxisbezogene Betriebswirtschaftslehre. *Der Betrieb*, 38, S. 2097–2099.
- Kyriasoglou, C. (2012). Edle Gewinne. In: *Die Zeit* vom 22.09.2012. <http://www.zeit.de/2012/38/Geldanlage-Soziale-Bonds-Rendite> (05.06.2014).
- Laise, E. (2010). Oops: 'Socially Responsible' Funds Hold Big Stakes of BP. In: *The Wall Street Journal* vom 17.07.2010. <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748704682604575369283220573508> (04.12.2013).

- Landier, A., & Nair, V. B. (2009). *Investing for change: Profit from responsible investment*. Oxford University Press.
- Lang, N., & Schnieper, P. (2006). *Professionelles Management von Stiftungen*. (Dissertation), Universität St. Gallen HSG.
- Larmer, R. (1997). The ethics of investing: A reply to William Irvine. *Journal of business ethics*, 16(4), S. 397–400.
- Le Sourd, V. (2011). Performance of socially responsible investment funds against an efficient SRI index: EDHEC Business School.
- Lee, D. D., Humphrey, J. E., Benson, K. L., & Ahn, J. Y. (2010). Socially responsible investment fund performance: The impact of screening intensity. *Accounting & Finance*, 50(2), S. 351–370.
- Letts, C. W., Ryan, W., & Grossman, A. (1997). Virtuous capital: What foundations can learn from venture capitalists. *Harvard business review*, 75, S. 36–50.
- Linge, P., & Theissen, E. (2008). *Determinanten der Aktionärspräsenz auf Hauptversammlungen deutscher Aktiengesellschaften Aktiengesellschaften*. CFR-Working Paper NO. 08-05.Köln.
- Lingenfelter, P. E. (1988). Program Related Investments: Do they cost or do they pay? Chicago, Illinois: MacArthur Foundation.
- Lipman, H. (2006). Meshing proxy with mission. *The Chronicle of Philanthropy*, 4.
- Lobe, S., & Walkshäusl, C. (2008). Vice vs. virtue investing around the world. *Virtue Investing Around the World (May 9, 2011)*.
- Lowry, R. P. (1991). *Good Money: A Guide to Profitable Social Investing in the '90s*. New York: WW Norton & Company.
- Luetkenhorst, W. (2004). Corporate social responsibility and the development agenda. *Intereconomics*, 39(3), S. 157–166.
- Luf, G. (2004). Freiheit und Rechtsprinzip: Aspekte einer deontologischen Rechtsethik in der Tradition Kants. In: Mastronardi, P. (2004). *Das Recht im Spannungsfeld utilitaristischer und deontologischer Ethik*. Franz Steiner Verlag.
- Luther, R. G., Matatko, J., & Corner, D. C. (1992). The investment performance of UK “ethical” Unit Trusts. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 5(4).
- Macdonald, D. (1956). *The Ford Foundation: the men and the millions*. New Jersey: Transaction Publishers.
- Mackenzie, C. (1997). *Ethical investment and the challenge of corporate reform*. Unpublished Doctoral Dissertation, University of Bath, Bath, UK.
- Mahler, A., Öner, T., & Preiß, T. (2013). Der risikolose Zinssatz bei der Unternehmensbewertung unter Berücksichtigung der Staatsschuldenkrise. Münster.
- Malkiel, B. G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(1), S. 59–82.
- Malkiel, B. G. (2012). *A random walk down Wall Street* (10 ed.). New York: WW Norton & Company.
- Mallin, C. A., Saadouni, B., & Briston, R. J. (1995). The financial performance of ethical investment funds. *Journal of business finance & accounting*, 22(4), S. 483–496.
- Malthus, T. R. (1798). *An essay on the principle of population*. London: J. Johnson.
- Managi, S., Okimoto, T., & Matsuda, A. (2012). Do socially responsible investment indexes outperform conventional indexes? *Applied Financial Economics*, 22(18), S. 1511–1527.
- Mankiw, N. (2006). *Principles of Economics*: South-Western College Pub.
- Mankiw, N. G., & Taylor, M. (2007). *Grundzüge der Volkswirtschaftslehre*: Schäffer Poeschel Verlag.
- Manteuffel, E. (2011). Beteiligung einer gemeinnützigen Stiftung an einer gewerblich geprägten Personengesellschaft *Recht & Steuern: Urteile & Erlasse*: Stiftung&Sponsoring Verlag.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The journal of finance*, 7(1), S. 77–91.
- Martin, W. (2009). Socially responsible investing: is your fiduciary duty at risk? *Journal of business ethics*, 90(4), S. 549–560.

- McGrath, B. (2001). The PRI Directory. *Foundation Center Press Release*.
http://www.foundationcenter.org/media/news/news01/pr_0104a.html (10.07.2015).
- McLaren, D. (2002). Corporate Engagement by 'Socially Responsible' Investors: a practical paradigm for stakeholder governance? *Cambridge: Judge Institute of Management*.
- Meadows, D. H., Randers, J., & Behrens, W. W. (1972). *The Limits to Growth: A Report to The Club of Rome (1972)*: Universe Books, New York.
- Mercer. (2009). Shedding light on responsible investment: Approaches, returns and impacts. London: Mercer Llc.
- Merton, R. C. (1987). A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The journal of finance*, 42(3), S. 483–510.
- Mildenberger, G., Münscher, R., & Schmitz, B. (2012). Dimensionen der Bewertung gemeinnütziger Organisationen und Aktivitäten. In: Anheier, H., Schröer, A. & Then, V. (2012). *Soziale Investitionen: Interdisziplinäre Perspektiven*. S. 279–313. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Mill, J. S. (1848). *Principles of political economy*. New York: John W. Parker.
- Miller, A. J. (1991). *Socially responsible investing: how to invest with your conscience*: Prentice Hall.
- Miller, C. (2012). *The World Has Changed and So Must We*. New York: F. B. Heron Foundation.
- Mintzberg, H. (1978). Patterns in Strategy Formation. *Management Science*, 24(9), S. 934–948.
- Moehrl, C. (2013). Social Venture Capital "Keine Sozialromantik". *CFO World*.
- Monahan, M. (2002). The Ethics of socially responsible investing. *Business & Professional Ethics Journal*, S. 27–46.
- Moore, M. H. (2000). Managing for value: Organizational strategy in for-profit, nonprofit, and governmental organizations. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 29(suppl 1), S. 183–208.
- Moschner, B. (2002). Altruismus und Egoismus Was motiviert zum Ehrenamt? *Diskussionspapier der Universität Bielefeld, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, Nr. 20*.
- Moskowitz, M. (1972). Choosing socially responsible stocks. *Business and Society Review*, 1(1), S. 71–75.
- Münkler, H. (2006). Anstifter, Unruhestifter – wie Stiftungen Veränderungen bewegen. In: (2006). *Gerd Bucerius, Facetten seines Wirkens*. Hamburg: ZEIT-Stiftung Ebelin und Gerd Bucerius.
- Myers, B., & Brealey, R. A. (2003). *Principles of corporate finance* (Vol. 7). New York: McGraw–Hill.
- Natzmer, E. (2010). *Kapitalkosten bei der Unternehmensbewertung in den Emerging Markets Europas*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- nef. (2012). Happy Planet Index. the new economics foundation.
<http://www.neweconomics.org/publications/entry/happy-planet-index-2012-report> (23.08.2013).
- Neubert, S. (2004). Wirkungsanalysen der entwicklungspolitischen Zusammenarbeit sind machbar. Bonn: Deutsches Institut für Entwicklungspolitik.
- Nissan, S., & Bolton, M. (2008). *Mission Possible: Emerging opportunities for mission-connected investment*. London: New Economics Foundation.
- Noack, U. (2011). Optionale Hauptversammlung?! Heinrich-Heine Universität Düsseldorf, <http://notizen.duslaw.de/optionale-hauptversammlung/> (02.04.2014).
- Nocera, J. (2007). Well-meaning but misguided stock screens. *The New York Times C*, 1.
- Novogratz, J. (2011). Making a case for patient capital. In: *Bloomberg Businessweek* vom 20.10.2011. <http://www.bloomberg.com/bw/magazine/making-a-case-for-patient-capital-10202011.html> (10.02.2015).
- Nunnenkamp, P. (2004). Corporate social responsibility and socially responsible investment: new paradigm, latest fad, or ingenious plot? *Journal of development finance*(52), S. 97–113.

- O'Donohoe, N., Leijonhufvud, C., Saltuk, Y., Bugg-Levine, A., & Brandenburg, M. (2010). Impact Investments—An emerging asset class. *JP Morgan Global Research*, November.
- O'Rourke, A. (2003). A new politics of engagement: Shareholder activism for corporate social responsibility. *Business strategy and the environment*, 12(4), S. 227–239.
- Oehri, O., Dreher, C., & Jochum, C. (2013). Vier Formen der modernen Philanthropie – Neue Perspektiven für Stiftungen Vaduz: CSSP – Center for Social and Sustainable Products AG.
- Olsen, S., & Tasch, W. (2004). Mission-related investing. *Investors' Circle*.
- Packard, K., & Reinhardt, F. (2000). What every executive needs to know about global warming. *Harvard business review*, 78(4), S. 128–135.
- Bürgerliches Gesetzbuch (2013).
- Parfit, D. (1984). *Reasons and persons*: Oxford University Press.
- Patten, D. M. (1990). The market reaction to social responsibility disclosures: the case of the Sullivan Principles Signings. *Accounting, Organizations and Society*, 15(6), S. 575–587.
- Pava, M. L., & Krausz, J. (1996). The association between corporate social-responsibility and financial performance: The paradox of social cost. *Journal of business ethics*, 15(3), S. 321–357.
- Perlitt, J. (2006). Präsenzboni bei den Hauptversammlungen. *Finanzplatz*,(5), S. 18–19.
- Perridon, L., Steiner, M., & Rathgeber, A. (2012). *Finanzwirtschaft der Unternehmung* (16 Aufl.). München: Verlag Franz Vahlen.
- Pfeffer, J. (2013). Why Does Apple Care About Its Share Price? In: *Businessweek* vom 25.04.2013. <http://www.businessweek.com/articles/2013-04-25/why-does-apple-care-about-its-share-price> (27.01.2014).
- Pfeifer, W. (1989). *Etymologisches Wörterbuch des Deutschen*: Akademie-Verlag.
- Piller, C., Sanders, E., & Dixon, R. (2007). Dark cloud over good works of Gates Foundation. *Los Angeles Times*, 7.
- Pinner, W. (2003). *Ethische Investments*. Wiesbaden: Springer.
- Pioneer Investments. (2013). Pioneer Investments Company History. <http://www.pioneerinvestments.com/company/history.html> (27.05.2013).
- Pirson, M. (2012). Social entrepreneurs as the paragons of shared value creation? A critical perspective. *Social Enterprise Journal*, 8(1), S. 31–48.
- Pöllath, R., & Richter, A. (2009). Gemeinnützige, mildtätige und kirchliche Stiftungen. In: Seifart, W. & Campenhausen, A. v. (2009). *Stiftungsrechts-Handbuch* München: C.H. Beck.
- Porter, M. E. (1980). Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors. *The Free Press*.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (1999). Philanthropy's new agenda: creating value. *Harvard business review*, 77, S. 121–131.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard business review*, 89(1/2), S. 62–77.
- Prewitt, K. (2003). Auftrag und Zielsetzung einer Stiftung: Stifterwille, Stiftungspraxis und gesellschaftlicher Wandel. In: (2003). *Handbuch Stiftungen*. S. 315–349. Wiesbaden: Springer.
- Pues, L., & Scheerbarth, W. (2008). *Gemeinnützige Stiftungen im Zivil- und Steuerrecht*: 3 Aufl., Beck.
- Purcell, T. V. (1979). Reprise of the ethical investors. *Harvard business review*, 58(2), S. 158–182.
- PWC. (2013). Director dialogue with shareholders – what you need to consider. New York: PricewaterhouseCoopers LLP.
- Rangan, V. K., Appleby, S., & Moon, L. (2011). *The Promise of Impact Investing*. Boston: Harvard Business School Publishing.
- Redins, L. (2006). The Evolution of Socially Responsible Investing. Environmental News Network. http://www.enn.com/top_stories/article/4540 (27.05.2013).
- Reiche, L. (2012). Niedrigzinsen bedrohen Stiftungen. *Manager Magazin*, 11/2012.

- Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), S. 1723–1742.
- Reuter, D. (2005). Stiftungsrechtliche Vorgaben für die Verwaltung des Stiftungsvermögens *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht*, 16/2005, S. 649–654.
- Ricardo, D. (1817). *The principles of political economy and taxation*. London: John Murray.
- Richards, M., & Panfil, S. (2010). Manual for Social Impact Assessment of Land-Based Carbon Projects. Washington, DC: Rainforest Alliance and Fauna & Flora International.
- Richardson, B., & Preu, F. (2011). German Socially Responsible Investment: Barriers and Opportunities. *German Law Journal*, 12(3), S. 865–900.
- Richardson, B. J. (2008). Putting ethics into environmental law: Fiduciary duties for ethical investment. *Osgoode Hall LJ*, 46, S. 243.
- Richter, A., & Von Campenhausen, A. (2014). *Stiftungsrechts-Handbuch*. München: CH Beck.
- Rickens, C. (2010). Nachhaltigkeit: Mehr Schein als Sein. *Manager Magazin*.
- Riedel, S., & Schneeweiß, A. (2008). Chancen und Entwicklungsmöglichkeiten für ein Aktives Aktionärstum in Deutschland – eine Machbarkeitsstudie. Hannover: Imug Beratungsgesellschaft.
- Robert Bosch Stiftung. (2014). Zukunft des Stiftens. Stuttgart: Robert Bosch Stiftung GmbH.
- Rockefeller Philanthropy Advisors. (2004). Unlocking the power of the proxy: Rockefeller Philanthropy Advisors & As You Sow Foundation.
- Rockefeller Philanthropy Advisors. (2014). Impact Investing: An Introduction.
- Rockström, J., Steffen, W., Noone, K., Persson, Å., Chapin, F. S., Lambin, E. F., & Schellnhuber, H. J. (2009). A safe operating space for humanity. *Nature*, 461(7263), S. 472–475.
- Roder, B. (2009). Prüfstein für soziale Unternehmer. München: KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance Technische Universität München.
- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jaffe, J. F. (1999). *Corporate finance* (5 ed.). New York: Mcgraw-Hill College.
- Rößler, I., & Ungerer, A. (2014). *Statistik für Wirtschaftswissenschaftler: Eine anwendungsorientierte Darstellung* (4 ed.). Berlin: Springer.
- Rothenbücher, M. (2010). *Nachhaltige Geldanlagen: Investments im Zeichen der Clean Technology*. Hamburg: Diplomica Verlag.
- Rottwilm, C. (2015). Großes Drama auf Hauptversammlungen - nur die Aktionäre fehlen. In: *Manager Magazin* vom 27.05.2015. <http://www.manager-magazin.de/finanzen/boerse/deutsche-bank-co-aktionaere-meiden-hauptversammlungen-a-1035744.html> (03.07.2015).
- Rudd, A. (1981). Social responsibility and portfolio performance. *California management review*, 23(4), S. 55–61.
- S&P Dow Jones Indices. (2012). S&P Factor-Driven Indices: Low Volatility and High Beta. Princeton: S&P/Dow Jones Indices LLC.
- S&P Dow Jones Indices. (2014). Dow Jones Transportation Average. McGraw Hill Financial, <http://www.djaverages.com/index.cfm?go=transportation-overview> (10.06.2014).
- Saccani, S. (2008). *Deutsche Stiftungen als ‚Venture Philanthropists‘?* Berlin: Opusculum. Nr. 24. Maecenata Verlag.
- Salaber, J. (2007). *The determinants of sin stock returns: Evidence on the European market*. Working Paper, Paris-Dauphine University.
- Sandberg, J. (2007). Should I invest with my conscience? *Business Ethics: A European Review*, 16(1), S. 71–86.
- Sandberg, J. (2008). *The Ethics of Investments, Making Money or Making Difference*. (Doctoral dissertation), University of Gothenburg, Department of Philosophy.
- Sandberg, J. (2011). Socially responsible investment and fiduciary duty: Putting the freshfields report into perspective. *Journal of business ethics*, 101(1), S. 143–162.
- Sandel, M. J. (2010). *Justice: What's the right thing to do?* : Farrar, Straus and Giroux.

- Sauer, J., & Schwarz, S. (2010). Vermögensanlage bei Stiftungen: Gemeinnützigkeits- und haftungsrechtliche Risiken. In: Lauterbach, A. & Brauner, D. J. (2010). *Corporate Finance 2012: Anregungen für Stiftungen und Kapitalanleger*. Wissenschaft & Praxis.
- Sauer, J., & Schwarz, S. (2012). Die gemeinnützige Stiftung im „Konzern“. *Stiftungsbrief*, 09.
- Schaefer, H., Bauer, F., & Bracht, F. (2015). 'BiC in Sustainability?' Die Transparenz von Best in Class - Nachhaltigkeitsfonds in Deutschland. *Forschungsbericht*. Betriebswirtschaftliches Institut der Universität Stuttgart, Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre und Finanzwirtschaft.
- Schäfer, H. (2005). Corporate Social Responsibility Rating-Technologie und Marktverbreitung, Finanzbetrieb. *Fachinformationen für Finanzmanagement, Unternehmensbewertung und Kapitalmärkte*, 7.
- Schäfer, H. (2009). Socially Responsible Investments (SRI) in Deutschland – Stellungnahme. Berlin: CSR Forum.
- Schäfer, H. (2012). *Sustainable Finance*. Working Paper Series Nr. 03/2012. Stuttgart.
- Schäfer, H., Gülle, A., Ramp, A., & Redel, M. (2002). Das Anlageverhalten von Stiftungen im Umfeld ethischer Determinanten. *Finanz Betrieb*, 6, S. 398–400.
- Schäfer, H., & Hertrich, C. (2013). Shareholder Activism in Germany: An Empirical Study. *IUP Journal of Corporate Governance*, 12(2).
- Schäfer, H., & Lindenmayer, P. (2007). Nachhaltige Kapitalanlagen (II). *WISU-Das Wirtschaftsstudium*, 8-9, S. S. 1082 – 1088.
- Schäfer, H., & Mayer, N. (2012). Nachhaltige Geldanlagen für Non-Profit-Organisationen: Betriebswirtschaftliches Institut, Universität Stuttgart.
- Schäfer, H., & Schröder, M. (2008). Nachhaltige Vermögensanlagen für Stiftungen.
- Schäfer, H., & Schröder, M. (2009). *Nachhaltige Kapitalanlagen für Stiftungen: Aktuelle Entwicklungen und Bewertung*. Nomos.
- Schäfer, H., & Stederoth, R. (2002). Portfolioselektion und Anlagepolitik mittels Ethik-Filtern – ein Überblick zum Stand der empirischen Kapital-marktforschung. *Kredit und Kapital*, 35(1), S. 101–148.
- Schauhoff, S. (2010). *Handbuch der Gemeinnützigkeit: Verein, Stiftung, GmbH: Recht, Steuern, Personal*. München: Beck.
- Scheck, B. (2013). Ein Leitfaden zur wirkungsorientierten Berichterstattung. *Onlinekurslabor der Universität Augsburg*. <https://onlinekurslabor.phil.uni-augsburg.de/course/text/220/21> (03.06.2015).
- Schepers, D. H., & Sethi, S. P. (2003). Do socially responsible funds actually deliver what they promise? *Business and Society Review*, 108, S. 11–32.
- Scheuerle, T., Glänzel, G., Knust, R., & Then, V. (2013). Social Entrepreneurship in Deutschland – Potentiale und Wachstumsproblematiken. Heidelberg: CSI Universität Heidelberg.
- Scheufele, B., & Haas, A. (2008). *Medien und Aktien: Theoretische und empirische Modellierung der Rolle der Berichterstattung für das Börsengeschehen*. Wiesbaden: Springer.
- Schindler, A. (2003). Vermögensanlage von Stiftungen im Zielkonflikt zwischen Rendite, Risiko und Erhaltung der Leistungskraft. *Der Betrieb*, 56(6), S. 297–302.
- Schlüter, A. (2005). Die Stiftung als Unternehmenseigentümer. In: Strachwitz, R. & Mercker, F. (2005). *Stiftungen in Theorie, Recht und Praxis: Handbuch für ein modernes Stiftungswesen*. S. 315–327. Berlin: Duncker & Humblot.
- Schmidt, R. H., & Terberger, E. (1997). Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie.
- Schneeweiß, A., & Weber, M. (2012). Mission Investing im deutschen Stiftungssektor *StiftungsStudie*. Berlin: Bundesverband Deutscher Stiftungen.
- Schoberer, J. (2008). *Rücklagenbildung bei gemeinnützigen Körperschaften als Mittel der periodenübergreifenden Selbstfinanzierung*. München: GRIN Verlag.
- Schobinger, H. (2003). *Shareholder Activism von Schweizer Pensionskassen*. (Diplomarbeit), Universität Zürich.
- Scholtens, B. (2005). Style and performance of Dutch socially responsible investment funds. *The Journal of Investing*, 14(1), S. 63–72.

- Schröder, M. (2003). Socially Responsible Investments in Germany, Switzerland and the United States: An Analysis of Investment Funds and Indices: ZEW Discussion Papers.
- Schröder, M. (2007). Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices. *Journal of business finance & accounting*, 34(1–2), S. 331–348.
- Schröder, M. (2010). *Die Eignung nachhaltiger Kapitalanlagen für die Vermögensanlage von Stiftungen*. Baden-Baden: Nomos.
- Schubert, K., & Klein, M. (2006). *Das Politiklexikon* (4 Aufl.). Bonn: Verlag J.H.W. Dietz Nachf.
- Schueth, S. (2003). Socially responsible investing in the United States. *Journal of business ethics*, 43(3), S. 189–194.
- Schumacher-Hummel, I. (2004). *Die Rolle von Pensionskassen im Bereich Socially Responsible Investments – Einflussfaktoren eines aktiven Aktionärstums*. (Promotion), Universität St. Gallen, Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften (HSG).
- Schuster, T., & Uskova, M. (2015). *Finanzierung: Anleihen, Aktien, Optionen*. Berlin, Heidelberg: Springer Gabler.
- Schwartz, D. E. (1970). Proxy Power and Social Goals – How Campaign GM Succeeded. *St. John's Law Review*, 45(4), S. 764–771.
- Schwarzer, C. M. (2012). Auto nur voll besetzt so CO2-sauber wie Regionalzug. In: *Zeit Online* vom 17. Dezember 2012. <http://www.zeit.de/auto/2012-12/umweltverschmutzung-verkehr> (02.07.2015).
- Schwengsbier, J. (2014). *Sozialunternehmen: Innovationsmotoren in Deutschland*: epubli GmbH.
- Seidemann, K. (2010). Aktienanleihen im Kontext der Vermögensverwaltung gemeinnütziger Stiftungen. *Zeitschrift für Stiftungs- und Vereinsrecht (ZStV)*, 2, S. 53–60.
- Seidl, B. (2013). Die Dax-Familie – ein Club mit Etikette. In: *boerse.ard.de* vom 26.06.2013. <http://boerse.ard.de/boersenwissen/boersenwissen-fuer-fortgeschrittene/die-dax-familie-ein-club-mit-etikette-100.html> (10.06.2014).
- Seifart, W., & von Campenhausen, A. (2009). *Stiftungsrechts-Handbuch*. München: C.H. Beck.
- Sellien, R., & Sellien, H. (2013). *Gablers Wirtschafts Lexikon*: Gabler Verlag.
- Shao, M. (2009). Social Pressures Affect Corporate Strategy and Performance. Stanford Graduate School of Business. http://www.gsb.stanford.edu/news/research/Baron_social.html (05.11.2013).
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), S. 425–442.
- Sharpe, W. F. (1970). *Portfolio theory and capital markets* (217 Aufl.). New York: McGraw-Hill.
- Shin, H. S. (2009). Reflections on Northern Rock: the bank run that heralded the global financial crisis. *The Journal of Economic Perspectives*, S. 101–120.
- Sievers, B. (2009). Finanzkrise: Stiftungen in der Klemme. *Focus Online*, http://www.focus.de/finanzen/boerse/finanzkrise/finanzkrise-stiftungen-in-der-klemme_aid_364565.html (27.11.2014)
- Silva, V. H., & Simões, E. (2011). The impact of accountability on judgments of ethical decisions. *Psychologica*(55), S. 333–349.
- Silverstein, K. (2012). Sullivan Principles: Corporations Must Contribute to the Culture of Peace and Help End Gun Violence. *Forbes.com LLC*. <http://www.forbes.com/sites/kensilverstein/2012/12/25/sullivan-principles-corporations-must-contribute-to-the-culture-of-peace-and-help-end-gun-violence/> (28.05.2013).
- Simms, A., Johnson, V., & Chowla, P. (2010). Growth isn't possible. London: New economics foundation.
- Simsa, R., Meyer, M., & Badelt, C. (2013). *Handbuch der Nonprofit-Organisation: Strukturen und Management* (5. Aufl.). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

- Singer, P. (1972). Famine, affluence, and morality. *Philosophy & Public Affairs*, 1(3), S. 229–243.
- Singer, P. (2009). *The life you can save: Acting now to end world poverty*: Random House LLC.
- Sjöström, E. (2008). Shareholder activism for corporate social responsibility: what do we know?. *Sustainable Development*, 16(3), S. 141–154.
- Smith, A. (1863). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*: A. and C. Black.
- Social Investment Forum. (2003). 2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States: Social Investment Forum.
- Social Reporting Initiative. (2014). Social Reporting Standard – Ein Leitaden zur wirkungsorientierten Berichterstattung. Mülheim an der Ruhr.
- Sonen Capital. (2012). Impact Investing Policy (IIP). New York: KL Felicitas Foundation.
- Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The maturing of socially responsible investment: a review of the developing link with corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 52(1), S. 45–57.
- Spieß-Knafl, W. (2012). *Finanzierung von Sozialunternehmen: Eine theoretische und empirische Analyse*. (Dissertation), Technische Universität München.
- Spremann, K. (2008). *Portfoliomanagement* (4 Ed.). München: Oldenbourg Verlag.
- Sprinkart, K. P., & Gottwald, F.-T. (2013). *Fair Finance. Das Kapital der Zukunft*. München: Herbig.
- Stahl, E. (2012). BonVenture: Fonds und Stiftung für soziale Verantwortung. *Arbeitsfrühstück: Neue Finanzierungsmodelle in der Philanthropie*. Erfurt: BonVenture Management GmbH.
- Starbuck, S., LeBlanc, B., Bramhall, J., & Smith, K. V. (2013). The Value of Sustainability Reporting: EY.
- Starr, K. (2012). The Trouble With Impact Investing: P1. Stanford Social Innovation Review. http://ssir.org/articles/entry/the_trouble_with_impact_investing_part_1 (10.09.2015).
- Statman, M. (1987). How many stocks make a diversified portfolio?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, S. 353–363.
- Statman, M. (2000). Socially responsible mutual funds. *Financial Analysts Journal*, S. 30–39.
- Statman, M. (2006). Socially responsible indexes. *The Journal of Portfolio Management*, 32(3), S. 100–109.
- Statman, M., & Glushkov, D. (2009). The wages of social responsibility. *Financial Analysts Journal*, S. 33–46.
- Staub-Bisang, M. (2012). *Sustainable Investing for Institutional Investors: Risk, Regulations and Strategies*. Singapore: John Wiley & Sons
- Stein, D., & Valters, C. (2012). *Understanding theory of change in international development*. International Development Department, LSE, London.
- Stavis, M., & Clark, S. (2015). Zuckerberg-Backed Startup Seeks to Shake Up African Education. In: *The Wall Street Journal* vom 13.03.2015. <http://www.wsj.com/articles/startup-aims-to-provide-a-bridge-to-education-1426275737#> (10.09.2015).
- Stiftung Mercator. (2012). Stiftungen: Fokus auf Wirkung. *51° Magazin der Stiftung Mercator*, Nr. 15 (02/2012).
- Stiftungswelt. (2009). Gutes Geld. *Stiftungswelt*, 2/2009.
- Stolte, S. (2014). Haftung von Stiftungsorganen. *Elementaria Stiftung und Sponsoring*, 2/2014.
- Strachwitz, R. (2007). Stiftungen nach der Stunde Null: Die Entwicklung des Stiftungswesens in Westdeutschland nach 1945 (Foundations after “Hour Zero”: The History of Philanthropy in West Germany after 1945). *Geschichte und Gesellschaft*, S. 99–126.
- Strachwitz, R., & Mercker, F. (2005). *Stiftungen in Theorie, Recht und Praxis: Handbuch für ein modernes Stiftungswesen*. Berlin: Duncker & Humblot.
- Strahan, P. E. (2012). *Liquidity Risk and Credit in the Financial Crisis*. San Francisco, CA: Federal Reserve Bank of San Francisco.

- Swack, M., Northrup, J., & Prince, J. (2007). *Expanding Philanthropy: Mission-Related Investing at the F.B. Heron Foundation*. Manchester, NH: Southern New Hampshire University.
- Swinburne, K. (2010). Report on Regulation of trading in financial instruments—‘dark pools’ etc (Vol. 2075). Brussels: European Parliament: Committee on Economic and Monetary Affairs.
- Tengelmann Social Ventures. (2015). Portfolio. Tengelmänn Social Ventures GmbH. <http://www.tev-social.de/portfolio.html> (14.09.2015).
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wazzan, C. P. (1999). The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott*. *The Journal of Business*, 72(1), S. 35–89.
- The Foundation Center. (2011). *Benchmarking Foundation Administrative Expenses*. New York: The Foundation Center.
- The Rockefeller Foundation. (2013). Program Related Investments. <http://www.rockefellerfoundation.org/our-work/current-work/program-related-investments> (25.04.2013).
- The White House. (2015). *Fiscal Year 2015: The Budget of the U.S. Government*. Washington, DC.
- Then, V., & Eggersglüß, C. (2013). Erfolge messen und belegen. *CSI kompakt*, 02/2013.
- Then, V., Münscher, R., Stahlschmidt, S., Eggersglüß, C., & Knust, R. (2012). *Anlageverhalten der kapitalstärksten deutschen Stiftungen*. Heidelberg, Germany: CSI Universität Heidelberg.
- Thomas, R. S., & Cotter, J. F. (2007). Shareholder proposals in the new millennium: Shareholder support, board response, and market reaction. *Journal of Corporate Finance*, 13(2), S. 368–391.
- Tidwell, K. (2012). Venture Investment’s Potential to Further Mission Impact for Charitable Foundations. *Kauffman Fellows Report*, 3.
- Timmer, K. (2005). *Stiften in Deutschland. Die Ergebnisse der StifterStudie*. Gütersloh: Verlag Bertelsmann Stiftung.
- Tonello, M. (2013). Global Trends in Board-Shareholder Engagement. The Harvard Law School, <https://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/10/25/global-trends-in-board-shareholder-engagement/> (04.04.2014).
- Trillium Asset Management. (2007). *Mission-Related Investing for Foundations and Non-Profit Organizations*. Boston: Trillium Asset Management Corporation.
- Tugend, A. (2007). Picking Stocks That Don’t Sin In: *The New York Times* vom 17.03.2007. http://www.nytimes.com/2007/03/17/business/17shortcuts.html?pagewanted=print&_r=0 (18.06.2014).
- UBS. (2013). *Different values – different approaches*. Zürich: UBS Philanthropy & Values-Based Investing Division.
- UN DESA. (2011). *Seven Billion and Growing: The Role of Population Policy in Achieving Sustainability. United Nations Department of Economic and Social Affairs, Population Division Technical Paper*, 3.
- UNEP FI, & Mercer. (2007). *Demystifying responsible investment performance: United Nations Environment Program Finance Initiative, Asset Management Working Group*.
- University of Maryland, S. o. P. P. (2013). Curriculum Vitae: Herman Daly <http://www.publicpolicy.umd.edu/faculty/herman-daly> (23.08.2013).
- Urwin, R. (2010). Allocations to sustainable investing. *Towers Watson Technical Paper*(1656955).
- US SIF. (2014). *Unleashing the Potential of US Foundation Endowments*. Washington, DC: US SIF Foundation.
- US Social Investment Forum. (2007). *Report on socially responsible investing trends in the United States*. Tagungsbericht: Social Investment Forum.
- Vandekerckhove, W., & Leys, J. (2012). Dear Sir, we are not an NGO. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2(2), S. 152–161.

- Viederman, S. (2002). Foundations and mission-related investing. In: Camejo, P. (2002). *SRI Advantage: Why Socially Responsible Investing Has Outperformed Financially*. S. 205–212. BC Canada: New Society Publishers.
- Visaltanachoti, N., Zheng, Q., & Zou, L. (2011). The Performances of Sin Stocks in China. *Journal of International Finance Studies*, 11(3).
- Vogel, D. (1983). Trends in Shareholder Activism: 1970–1982. *California management review*, 25(3).
- Völker, F., Cremers, H., & Panzer, C. (2012). Integration des Marktliquiditätsrisikos in das Risikoanalysekonzept des Value at Risk: Working Paper series, Frankfurt School of Finance & Management.
- Bayerisches Stiftungsgesetz (BayStG) (2013).
- Von Rosen, R. (2009). Nachhaltige Geldanlagen als Innovationstreiber. In: (2009). *Corporate Social Responsibility auf dem Finanzmarkt*. S. 83–98. Wiesbaden: Springer.
- Wachter, T. (2002). Rechtliche fragen bei der Anlage von Stiftungsvermögen. *Die Roten Seiten zum Magazin Stiftung und Sponsoring*, 6.
- Waddington, H. (2013). *Social Impact Assessment*. Thesenpapier vorgestellt auf: UNESCO Workshop on “Measuring Social Public Policies: Inclusiveness and Impact”, Paris.
- Walker, P. (2010). Investors to pay for prisoner rehabilitation. In: *The Guardian* vom 19.03.2010. <http://www.theguardian.com/society/2010/mar/19/investors-pay-for-prisoner-rehabilitation> (04.06.2014).
- Warrell, H. (2010). Bond offers return for lower offending. In: *Financial Times* vom 19.03.2010. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d9dca292-32f6-11df-bf5f-00144feabdc0.html#axzz33g5Vz5xM> (04.06.2014).
- Weber, A. (2015). Nachhaltigkeit und CSR in der Bankenwirtschaft. In: Schneider, A. & Schmidpeter, R. (2015). *Corporate Social Responsibility*. S. 935–947. Berlin, Heidelberg: Springer.
- Weber, M. (2011). Mission Investing. *StiftungsWelt*(1), S. 76–77.
- Weber, M. (2013). Investoren bewegen mehr denn je. *Cash*, 2/2013.
- Weber, M., Oliveira, S. V. d., & Becker, A. (2012). “Mission Investing” -Impulse für wirkungsvolles Stiftungsvermögen. *Zeitschrift für das Recht der Non Profit Organisationen*, 3/2012.
- Weber, M., & Scheck, B. (2012). *Impact Investing in Deutschland*. München: Impact in Motion.
- Welch, I. (2014). *Corporate Finance: An Introduction* (3rd ed.): Pearson Education.
- Welge, M., & Al-Laham, A. (2012). *Strategisches Management: Grundlagen, Prozess, Implementierung* (6 ed.). Wiesbaden: Springer-Verlag.
- Werder, A. V. (1998). Shareholder Value-Ansatz als (einzige) Richtschnur des Vorstandshandelns? *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 27(1), S. 69–91.
- Werner, O., & Saenger, I. (2008). *Die Stiftung* (1 Aufl.). Berlin: BWV Verlag.
- Wesley, J. (1872). The Use of Money. *Northwest Nazarene University*. <http://wesley.nnu.edu/john-wesley/the-sermons-of-john-wesley-1872-edition/sermon-50-the-use-of-money/> (07.05.2015).
- Wigand, K. (2009). *Die Vermögenswerte einer Stiftung*. München: BRIDGES Kanzlei Wigand.
- Wigand, K., Heuel, M., Stolte, S., & Haase-Theobald, C. (2011). Stiftungen in der Praxis. In: (2011). *Stiftungen in der Praxis*. S. 164–195. Wiesbaden: Springer.
- Winkler, A.-L. (2015). *Wirkungsorientierung im deutschen Stiftungssektor*. (MBA), Deutsche Universität für Weiterbildung, Berlin.
- Winnefeld, R. (2006). *Bilanz-Handbuch*. 4 Auflage, München.
- Wittmann, E. G., & Jungheim, G. (2010). Interview zu „Alternative Investments“. *Die Stiftung*, 5/2010, S. 66f.
- Woll, A. (2008). *Wirtschaftslexikon* (10. Aufl.). München: Oldenbourg Verlag.
- Wood, A., & Martin, M. (2006). *Market based solutions for financing philanthropy*. Switzerland: Ashoka/University of St. Gallen

- Wood, D., & Hagerman, L. (2010). Mission investing and the philanthropic toolbox. *Policy and Society*, 29(3), S. 257–268.
- World Bank. (2013). *Market capitalization of listed companies*: The World Bank Group.
- World Bank. (2014). Key Features of Common Law or Civil Law Systems The World Bank Group. <http://ppp.worldbank.org/public-private-partnership/legislation-regulation/framework-assessment/legal-systems/common-vs-civil-law> (19.11.2014).
- Xue, J. (2010). *Arguments for and against economic growth*. Tagungsbericht: 2nd conference on Economic Degrowth: For Ecological Sustainability and Social Equity, Barcelona.
- Zantow, R., & Dinauer, J. (2011). *Finanzwirtschaft des Unternehmens: die Grundlagen des modernen Finanzmanagements* (3 Aufl.). München: Pearson Deutschland GmbH.