

Referat an der GEF-Mitgliederversammlung  
vom 12. Mai 2004

## ETHISCHE ANLAGEN IM FINANZBEREICH, EIN WIDERSPRUCH IN SICH?

von Kaspar Müller

Der Autor dankt den Herren Erwin Koller und Norbert Egli für das kritische Gegenlesen des Artikels und die wertvollen Anregungen.

### Einleitende Bemerkungen

Dieser Beitrag behandelt einige ausgewählte Aspekte aus dem im Mai 2004 an der Jahresversammlung der GEF (Gesellschaft für ethische Fragen) gehaltenen Referat. Es handelt sich also nicht um eine abschliessende und umfassende Darstellung und Beurteilung des ethischen Investments. Der Artikel greift lediglich einige Themen und Fragen auf, die aus meiner Optik im Rahmen der Ethik-Finanzmarktdebatte zu oft und zu schnell ausgeblendet werden.

Der Artikel wirft mehr Fragen auf als er beantwortet. Weitere Themen und Fragen harren mit gleicher Dringlichkeit der kritischen Reflexion bevor eine abschliessende Beurteilung der Titelfrage in Griffweite kommt. Diese zu Papier zu bringen ist meine Absicht, allerdings wird dies noch einige Zeit in Anspruch nehmen. Dabei bin ich mir bewusst, dass es, besonders für jemanden, dessen Denken jahrelang von einem engen finanzmarkttechnischen Korsett geleitet wurde, sehr schwierig, wenn nicht gar unmöglich, sein wird.

Die Leitsätze der GEF nehmen den Autor vor allzu wissenschaftlichen Ansprüchen in Schutz. Der Artikel strebt also nicht nach einem an wissenschaftlichen Massstäben gemessenem «Placet».

### Ethische Anlagen im Finanzbereich

Mit ethischen Finanzanlagen ist in der Praxis oft das Nachhaltigkeitsinvestment gemeint. Ethisch investiert also wer die Welt als vernetztes System begreift und akzeptiert und deshalb neben finanziellen auch ökologische und soziale Faktoren berücksichtigt.

Im englischen Sprachgebrauch hat sich der Begriff «Socially Responsible Investment» (SRI) etabliert. Auch hier stehen die Nachhaltigkeitsfaktoren hoch im Kurs, aber es wird explizit auch auf die Verantwortung hingewiesen. Investoren bewirken immer etwas mit ihren Investments und deshalb stehen sie auch in der Verantwortung.

Anleger können ihre Verantwortung wahrnehmen, indem sie einmal Anlagen in Unternehmen mit kritischen Tätigkeitsfeldern meiden. Wer Angst vor der Nukleartechnik oder der Waffenindustrie hat, sollte sein Geld nicht in diesen Sektoren investieren. Zweitens analysieren verantwortungsbewusste Investoren die Anlagen, die sie tätigen sehr genau und zwar nicht nur bezüglich finanzieller, sondern auch ökologischer und sozialer Aspekte. Basierend auf selbst erarbeiteten Kriterien analysieren sie die Unternehmen. In ihrer Anlagepolitik bevorzugen sie folgerichtig Anlagen in Unternehmen, die ihrerseits das Streben nach Nachhaltigkeit als integralen Bestandteil ihrer Strategie betrachten. Als dritte Stufe können sich Investoren für ihre Anliegen in Form eines konstruktiven Dialogs mit den Unternehmen engagieren. Zudem können sie sich für ihre Rechte einsetzen, indem sie ihre Aktionärsrechte aktiv ausüben und beispielsweise Anträge an Generalversammlungen einbringen, die gezielt auf Verbesserungen in heiklen Fragen wie beispielsweise dem Umgang mit gentechnisch veränderten Organismen, der Erdölförderung in gefährdeten Naturräumen, der Klimaveränderung, der Chancengleichheit am Arbeitsplatz, den Menschenrechten oder der Corporate Governance Struktur hinzielen. Investoren, die sich aktiv für ihre Werte einsetzen, verfolgen den sogenannten Engagement-Ansatz.

### Starkes Wachstum von ethisch motivierten Finanzanlagen

Es ist mir ein Greuel, Volumen- und Wachstumsangaben über Finanzmärkte und insbesondere ethische Anlageformen zusammen zu tragen. Einmal, weil es keine zuverlässige Definition für das ethische Investment gibt. Niemand kann definieren, wo dieses beginnt und wo es aufhört. Einige nennen ihren Investmentansatz ethisch, allein schon weil sie Aktien von Zigarettenherstellern meiden. Ob andere kritische Anlagen im Portefeuille sind, interessiert dann nicht mehr. Zum andern leuchtet intuitiv ein, dass es je nach kulturgeschichtlichem Hintergrund zu diversen Themen verschiedene ethische Grundauffassungen gibt. Die katholische Kirche wird Hersteller von Empfängnis verhütenden Produkten anders beurteilen als Entwicklungshelfer. Sicher richtig ist aber die qualitative Aussage, dass sich immer mehr Investoren mit ethischen Fragen befassen, dass deshalb das Volumen ethisch motivierter Anlageprodukte stark gewachsen ist und weiter zunehmen wird. Ethische Finanzanlagen werden heute ernst genommen, sie haben ihren kleinen Platz (Marktanteil) gefunden und sie können manchmal auch einen spürbaren Einfluss auf das Verhalten von Unternehmen nachweisen.

Wenn im Folgenden das ethische Investment kritisch reflektiert wird, so gilt es einleitend um jedem Missverständnis vorzubeugen festzuhalten: Es führt kein Weg an einem verantwortungsbewussten Investieren vorbei. Denn den neutralen Investor gibt es nicht.

### Ethik und Moral

Ethik ist die Reflexion der geltenden Moral [Koller, 2004] oder, wie Anemarie Pieper ausführt, eine Disziplin der Philosophie, die sich als Wissenschaft mit dem moralischen Handeln befasst [Pieper, 2000]. Die Begriffe Ethik und Moral sind also eng miteinander verflochten und bedürfen deshalb auch einer gemeinsamen Auslegung. Dabei greife ich im Folgenden

auf eine Fassung zurück, die sich gemäss Erwin Koller unter Experten eingebürgert hat:

«Das menschliche Handeln ist bestimmt durch ein Muster von Regeln des Guten und Richtigen, und diese Regeln bezeichnet man als Moral. Das Wort Moral kommt vom lateinischen «mores», was Sitte bedeutet und heute in abgewandelter Form mit Sittlichkeit oder gesittet übersetzt wird. Die Gesamtheit der moralischen Regeln, die in einer Gruppe akzeptiert sind, bezeichnet man meist als Ethos. Und dieses Wort kommt vom griechischen ἠθος, was mit Gewohnheit, Sitte, Brauch zu übersetzen ist, also eigentlich dasselbe bedeutet wie «mores». Unter Ethik verstehen nun Ethiker die methodische Reflexion der Vernunft auf das menschliche Handeln, insofern dieses Handeln zu unterscheiden ist als gut oder böse bzw. als geboten, verboten oder erlaubt» [Koller, 2004]. Peter Ulrich bezeichnet das Bewusstsein, in dem eine Person ihr eigenes Selbstverständnis, ihre Lebensführung und ihren Umgang mit andern zu begründen pflegt, als ihr Ethos [Ulrich, 1998].

Übertragen auf den Finanzmarkt bedeutet dies, dass ethisches Investment in erster Linie etwas mit der Grundeinstellung und Denkhaltung (dem Bewusstsein) sowie der kritischen Reflexion dieser, also dem Selbstverständnis einer Bank oder eines Investors zu tun und hat und nicht nur mit Kriterien, die eine Handlungsanweisung vorsehen. Nicht die Qualität der Kriterien, die einen Anlageentscheid beeinflussen, sondern der Umgang mit schwierigen Situationen und Zielkonflikten wird oberste Aufgabe im Rahmen eines ethischen Anlagekonzeptes.

Ethik ist für das Zusammenleben wie Sauerstoff zum Leben

Ethik ist für das Zusammenleben von Menschen so wichtig wie das Einatmen von Sauerstoff zum Leben. Wirtschaften gehört zum Leben und die Art und Weise des Wirtschaftens beeinflusst die Qualität des Zusammenlebens ganz beträchtlich. Es liegt somit in der Sache selbst, Wirtschaften

ohne ethisches Fundament ist nicht möglich. Diese Überzeugung teilen viele Verantwortungsträger in der Wirtschaft. Für sie ist Ethik ein wichtiger Wegweiser für ihre Entscheidungen und Handlungen. Wichtig wird hier die Frage: welche Ethik? Ist es eine Ethik, die auch Selbstbeschränkung und Zurückhaltung mit einschließt, oder ist es eine Ethik, die das jeweils Machbare und für eigene Zwecke Nützliche als ethisch begründet hält?

Ethik lässt sich nicht so eindeutig beschreiben wie Sauerstoffmoleküle ( $O_2$ ). Noch schwieriger ist es, die richtige Menge Ethik zu bestimmen, während auch hier beim Sauerstoff sowohl die oberen wie auch die unteren kritischen Mengen bestimmt werden können. Während beim Atmen das warnende Sauerstoffdefizit schnell zu Handlungsänderungen führt, bringt ein Ethikdefizit in einer ersten Phase (kurzfristig) kaum Unannehmlichkeiten. Allgemein anerkannte Normen (wie z.B. der soziale Ausgleich in einer sozialen Marktwirtschaft) können während einer bestimmten Zeit zu Gunsten der Übervorteilung einzelner ignoriert werden, langfristig ist dies nicht machbar. Früher oder später wird die Bedeutung der Ethik solches Handeln einholen. Die Liste der Beispiele ist lang. Vielen Unternehmen und ihren Besitzern (Investoren) ist in jüngster Vergangenheit wieder klar geworden, dass ein Unternehmen nicht isoliert von einem gesellschaftlichen Umfeld erfolgreich operieren kann. Ein Defizit an Unternehmensethik kann ebenso schwer wiegen wie ein finanzielles Defizit.

Nachdem in den neunziger Jahren die volkswirtschaftliche Verantwortung als Ballast verteufelt wurde und die Alleingültigkeit betriebswirtschaftlicher Ziele (insbesondere Gewinnmaximierung) gepredigt wurde, wendet sich das Blatt langsam wieder zu Gunsten einer Konflikt lösenden, dem anständigen Zusammenleben verschiedener Anspruchsgruppen verpflichteten Weltanschauung. Unter den Begriffen Corporate Citizenship und Corporate Responsibility werden die Bedeutung eines gesellschaftlichen Engagements und die Gestaltung der Beziehungen zu diversen Anspruchsgruppen ins Zentrum wirtschaftlichen Handelns geschoben. Verantwortungsbewusste Führungskräfte erkennen, dass ein schwergewichtig

der Gewinnmaximierung verpflichtetes Handeln kein fruchtbarer Boden für einen dauerhaften wirtschaftlichen Erfolg ist.

Sichtbares Resultat dieser Entwicklung auf Investorensseite sind die vielen ethisch motivierten Anlagekonzepte. Auf Unternehmensseite manifestiert sich diese Entwicklung durch eine Fülle ethisch motivierter Grundsätze wie Codes of Conduct auf Firmenebene, Forschungsethik, Produktethik, ethische Beiräte usw. Damit soll das Unternehmen in seine gesellschaftliche Verantwortung eingebunden werden. Urs Bärlocher hat dies im Bericht «Gesellschaftliche Verantwortung bei Novartis, 2001/2002» unmissverständlich definiert: «Wenn wir wirklich erfolgreich sein wollen, sind nicht nur unsere Produkte und Dienstleistungen gefragt. Wir müssen unseren Aktionären auch beweisen, dass wir ein wertvolles Mitglied der Gesellschaft sind und unsere gesellschaftliche Verantwortung entsprechend wahrnehmen.»

Ob und bis zu welchem Grad solche Zielsetzungen auch umgesetzt werden können, ist eng verflochten mit den Möglichkeiten, den Zielen und dem Verhalten der Akteure auf den Finanzmärkten.

Es scheint ...

Es scheint als ob finanzielle Anliegen wie die Mehrung des Aktionärswertes nicht ohne weiteres in Einklang zu bringen sind mit anderen ebenso wichtigen Anliegen wie der sozialen Gerechtigkeit und dem vernünftigen Umgang mit natürlichen Ressourcen aus dem Ökosystem Erde. Würden diese unterschiedlichen Anliegen ganz natürlich und unter einander ausgewogen im Rahmen des bewährten Investitionsprozesses, der mit den auf den Finanzmärkten etablierten Methoden arbeitet, abgedeckt, könnte es keine Anlageprodukte geben, die sich dadurch auszeichnen, dass neben den finanziellen auch andere Aspekte berücksichtigt werden.

Ebenso scheint es aber auch, als ob sich Mittel und Wege finden liessen, die eine Harmonie zwischen finanziellen und anderen Anliegen herstellen oder zumindest spürbar verbessern können. Sonst würden sich nicht immer mehr Finanzexperten mit dem Thema auseinandersetzen. Viele Initiativen namhafter Investmenthäuser und Unternehmen unterstreichen dies. Zu den jüngsten Beispielen gehört der Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden, der eine umfassende Basis für eine Beurteilung von Unternehmen unter ethischen Gesichtspunkten legt. Er kann auch als Katalysator der im April 2004 zusammen mit grossen börsenkotierten deutschen Unternehmen erarbeiteten Darmstädter Definition Nachhaltiger Geldanlagen betrachtet werden. Oder, unter den Auspizien der UNEP (United Nations Environment Programme) werden zwölf Finanzinstitutionen bis im September 2005 Prinzipien im Sinn der «Responsible Investment Initiative» erarbeiten, die Investoren führen und anleiten sollen, wenn sie verantwortungsbewusst investieren wollen. «UNEP will work with major institutional investors to develop a set of globally recognised principles for responsible investment by September 2005. The new principles will protect both the planet and long-term shareholder value by integrating environmental, social and governance concerns into investor and capital market considerations» [UNEP, 2004]. Dieser Initiative steht die Überzeugung Pate, dass die ernsthafte Berücksichtigung von ökologischen, sozialen und modernen Governance (Ausgleich und Kontrolle der Macht) Anliegen im Rahmen des Investitionsprozesses einen wesentlichen Beitrag zum langfristigen Anlageerfolg leistet.

#### Grundsätzliche Unvereinbarkeit?

Es stellt sich also die Frage, ob eine grundsätzliche Unvereinbarkeit zwischen der Mehrung des Finanzkapitals und andern Anliegen vorliegt, oder ob die auf den Finanzmärkten etablierten Methoden zur Mehrung und Sicherung des Finanzkapitals erweitert werden können, indem auch Anlie-



gen, die erst seit wenigen Jahren mit Nachdruck und in einer kritischen Grösse von Investorensseite artikuliert werden, berücksichtigt werden.

Im Referattitel «Ethische Anlagen im Finanzbereich, ein Widerspruch in sich?» schwingt die Unvereinbarkeitsthese zwischen Ethik und Investieren mit. Um diesem Titel gerecht zu werden, kann man das Thema auf zwei Weisen anpacken. Entweder kann man sich die Frage stellen, warum immer wieder von dieser Nichtverträglichkeitsthese ausgegangen wird. Oder man kann den Titel dankbar als klassischen und präzisen Steilpass für eine Verkaufsoffensive von nachhaltigen und verantwortungsbewussten Anlageprodukten verwerten. Oder drängt sich gar ein dritter Weg auf?

#### Wurzeln der Nichtverträglichkeitsthese

Wählt man den ersten Ansatz, so stellt sich zunächst die Frage, ob die in den letzten zwanzig Jahren immer lauter verkündeten Erfolgsgeschichten des ethischen oder Nachhaltigkeitsinvestments ungehört verhallt sind. Oder sind die Echos in die falsche Richtung abgeleitet worden? Haben nur Finanzmarktexperten die Geschichte gehört, haben nur sie die Geschichte geglaubt oder begriffen, während diejenigen, die sich tiefer oder aus einer andern Perspektive mit dem Thema befassen, bestenfalls mit einem skeptischen Wohlwollen dem Treiben zugeschaut haben?

Ist es gerade das enorme Volumenwachstum von Finanzanlagen, die gleichzeitig finanzielle, ökologische und soziale Anliegen vorantreiben, das die Skepsis schürt. Der Markt des ethischen Investments wächst schneller als der Gesamtmarkt. Und doch ist die Welt heute nicht spürbar besser, im Gegenteil: viele ökologischen und sozialen Probleme verschärfen sich. Oder stimmt die These, dass finanzielle Ziele mit sozialen und ökologischen kompatibel sind, ganz einfach nicht? Oder haben es sich die Anbieter dieser Produkte zu einfach gemacht und verkaufen alten Wein in neuen Schläuchen, dieses Mal versehen mit einer Etikette gespickt mit

einem Vokabular aus der Ethik- und Nachhaltigkeitsdebatte, obwohl sich die Probleme weiter akzentuieren?

Wenn man sich selber kritisch in Frage stellen will, was im Rahmen einer ethischen Reflexion zwingend ist, dann sollte man sich stets die Bemerkung von Adam Smith, dass «alle, die jemals vorgaben, ihre Geschäfte dienten dem Wohl der Allgemeinheit, seines Wissens niemals etwas Gutes getan haben» in Erinnerung rufen. Dass diese schmerzhaft Beobachtung für diejenigen Manager zutrifft, die jeweils behaupten, dass es vor allem ihrem Unternehmen und ihnen gut gehen muss, weil dies ganz automatisch dazu führen werde, dass es dann auch allen andern gut gehen werde, ist leicht zu belegen. Schwieriger zu belegen ist, ob dies möglicherweise auch für ethische Investoren oder Anbieter ethischer Anlageprodukte zutrifft. Vieles deutet darauf hin, dass allein das Herbeiziehen des Ethikvokabulars nicht automatisch die Richtigkeit von Adam Smiths Beobachtung im Hinblick auf Investoren in Frage stellt, im Gegenteil. Natürlich muss ein solches Zitat in einem grösseren Zusammenhang gesehen werden. Die unangenehme Frage bleibt aber gerechtfertigt.

### Steilpass

Wählt man hingegen die Steilpassversion, dann gilt es den Zuhörern einleitend zu sagen, dass das ethische Investment eine bereits stark etablierte und stark wachsende Disziplin ist. Dies kann getan werden, indem man Tabellen über die Vielzahl der Anbieter und die vielen Milliarden, die nach ethischen Kriterien angelegt sind, zeigt. Auch kann man die vielen Initiativen präsentieren, die weltweit mit einem ehrlichen Engagement auf ein weiteres Durchdringen der klassischen Finanzmärkte mit ethischen Anlageformen zielen. Natürlich sind auch einige kritische und besorgte Argumente zusammenzutragen, um anschliessend mit grossem Nachdruck die Konklusion zu vertreten, dass nachhaltige Anlagefonds (fast) alle Fragen und Probleme lösen, natürlich mit einem Verweis auf den dem jeweils

Sprechenden am nächsten stehenden Anlagefonds. Nach diesem Schema funktionieren einige der Konferenzen zum Thema «ethisches oder nachhaltiges Investieren.»

Ein dritter Ansatz drängt sich auf

Für diesen Artikel will ich einen dritten Ansatz wählen und die Thematik nicht von der Finanzmarktopitik, sondern von der Ethikdebatte her untersuchen. Das Thema aus der finanzmarkttechnischen Optik aufzurollen würde nämlich bedeuten, die Gefahr der Systemblindheit oder der Einseitigkeit bewusst in Kauf zu nehmen. In der Tat, viele gut gemeinte Ansätze laufen langsam aber sicher auf Grund, wenn man das ethische Investment ausschliesslich aus der Finanzmarktperspektive ableitet. Daraus eine Ethik und ein ethisches Investment konstruieren zu wollen, wäre eine kühne Aufgabe.

Ausgangspunkt «Ethik»

Ethik bestimmt nämlich gemäss Annemarie Pieper in allererster Linie die Kriterien, denen gemäss verbindlich festgesetzt werden kann, welches Ziel als gutes Ziel zu anerkennen ist. Ethik sagt nicht, was das Gute in concreto ist, sondern wie man dazu kommt, etwas als gut zu beurteilen [Pieper, 2000]. Gerade die Suche nach dem «Guten» wird bei den finanzmarktorientierten Ansätzen für ethische Anlagekonzepte nicht oder ungenügend gewichtet. Das Gute ist schon im Voraus bekannt, nämlich das Primat der finanziellen Wertvermehrung. Selbst wenn die Gleichberechtigung ethischer, sozialer und ökologischer Anliegen mit finanziellen Anliegen immer wieder eloquent beschworen wird, so kommt bei der Umsetzung kaum ein Ansatz (es gibt einige wenige Ausnahmen) an einer klaren Bevorzugung der finanziellen Wertvermehrung oder -erhaltung vorbei. Hélas, welche Pensionskasse könnte es sich leisten, nicht so zu denken! Die Rahmenbedingungen – oder anders gesagt die etablierten Spielregeln der technisch

determinierten Finanzmärkte – lassen nichts anderes zu. Ein Minus heute wird Zähne knirschend akzeptiert. Ein Minus heute und morgen wird nicht toleriert, auch wenn übermorgen ein solides Plus zu erwarten ist.

In der Nikomachischen Ethik, also vor mehr als 2300 Jahren, hat sich auch Aristoteles mit Fragen des «anzustrebenden Guten in concreto» befasst. Er stellte das Glück als das höchste Gut dar. Für Aristoteles ist Glück ein Tätigsein der Seele im Sinne der ihr wesenhaften Tüchtigkeit [Aristoteles, 4. Jh. v. Chr.]. Man stelle sich einmal die Konsequenzen eines Primates des Glücks im Rahmen der Anlagepolitik vor. Die Erörterung der Frage wie die Welt heute wäre, wenn das Streben nach Glück im Sinne von Aristoteles die Mechanik der Finanzmärkte bestimmte, was besser und was schlechter wäre, kann nur noch theoretischen Charakter haben. Die Frage aber, warum sich die Usanz so und nicht anders entwickelt hat, warum der finanzmarkttechnische Ansatz forciert wurde, bleibt für die Beurteilung des ethischen Investments relevant. Ebenso wichtig ist die Frage, welche Wirkungen die heute den verschiedenen Akteuren auf den Finanzmärkten zur Verfügung stehenden Instrumente und Verfahren haben und wo sie überhaupt aktiv Einfluss ausüben können (Frage der Freiheitsgrade). Gerade diese Fragen, die an den Anfang aller Überlegungen zu ethischen Anlagekonzepten gehören, werden im Rahmen des ethischen Investments oft ausgeblendet.

### Thesen

Somit schliesst sich der Kreis zum ersten Mal und wir sind wieder bei der Titelfrage angelangt, nämlich ob ethische Anlagen im Finanzbereich ein Widerspruch in sich sind. Jetzt aber fokussiert die Frage nicht in erster Linie auf die von Investoren angepeilten Anlagekonzepte, sondern auf die Thematik der durch die Instrumente und Verfahren vorgezeichneten Finanzmarkttopographie und deren Wirkungen. Diese Fragestellung soll in den folgenden Abschnitten an Hand von drei Thesen vertieft werden.

Ich werde zunächst die These vertreten, dass es eine Finanzmarktmoral gibt, die in ihrem Kern ethisch ist, und dass ihre Akteure nicht unethisch handeln. Sie stützen sich nämlich auf Handlungsmuster, die sich aus den Bedürfnissen der Menschen herauskristallisiert und eine allgemeine Verbindlichkeit erlangt haben. Die zweite These besagt, dass die Gültigkeit der ersten These an die Bedingung geknüpft sein muss, dass eine andauernde kritische Reflexion dieser Handlungsmuster zwingend ist. Die dritte These schliesslich heisst, dass heute Grund zur Annahme besteht, dass die aus einem ursprünglichen Kontext hervorgegangenen Handlungsmuster nicht genügend kritisch reflektiert werden und dass sich deshalb gewisse Handlungsmuster heute nicht mehr in derselben Form entwickeln würden, wenn für die Menschen eine umfassende Abwägung der aus den Handlungsmustern hervorgehenden positiven und negativen Wirkungen nachvollziehbar wäre.

These 1: Finanzmärkte und ihre Akteure handeln in ihrem Kern ethisch/moralisch.

In jeder Gesellschaft müssen verschiedene Aufgaben und Tätigkeiten organisiert werden. Dazu gehört auch die Organisation wirtschaftlicher Tätigkeiten. Es entwickeln sich deshalb Organisationsformen, die das Zusammenleben normen. Gesellschaften unterscheiden sich neben der politischen Organisationsform auch in der Art und Weise, wie sie wirtschaftliche Tätigkeiten (das Wirtschaftssystem) gestalten. Das uns geläufigste Wirtschaftssystem ist die soziale Marktwirtschaft. Friedrich Dürrenmatt beschreibt sie als ein Wolfsspiel, bei dem das Geld der Spielstein und das Kapital die Summe der einsatzfähigen Spielsteine sind. Dieses Wolfsspiel ist aber gemäss Dürrenmatt nicht aus dem Spieltrieb der Wölfe heraus, sondern aus ganz bestimmten ökonomischen Schwierigkeiten, die der Tauschhandel nicht mehr zu bewältigen vermochte, entstanden. [Dürrenmatt, 1998].

Auch ein Finanzmarktsystem ist ursprünglich nicht ein Produkt des menschlichen Spieltriebes. Die Instrumente und Verfahren sowie die Strukturen und das Verhalten der Akteure entspringen nicht einer zufälligen Entwicklung, sondern sie entstammen der Jahrhunderte alten ökonomischen Suche nach einem effizienten Spar- und Investitionsmechanismus. Sparen und Investieren sind wichtig, wenn Menschen unter- und miteinander Werte schaffen, also wirtschaften (ihre Bedürfnisse abdecken). Sowohl Sparen wie Investieren sind aber von einer zukünftigen, also unsicheren Entwicklung abhängig.

Die Grundfunktionen der Finanzmärkte lassen sich entlang der Frage, wie der Umgang mit diesen Unsicherheiten erleichtert werden kann, beschreiben und verstehen. Auf den Finanzmärkten werden Informationen verbreitet und verarbeitet (Bewertungsfunktion). Finanzmärkte stellen Instrumente und Verfahren bereit, die ein Teilen oder Verteilen von Risiken (Optionen) und das Eliminieren von unnötigen Risiken (Diversifikation) ermöglichen. Es werden Verfahren bereitgestellt, die das Messen des finanziellen Erfolgs oder Misserfolgs ermöglichen. Zudem werden Strukturen gebildet, die das Verhalten der Akteure und den Wettbewerb zwischen den Akteuren gestalten [Zimmermann, 2003].

Ausgehend von der These, dass sich die Handlungsmuster der Finanzmärkte (Instrumente, Verfahren und Strukturen) nicht aus dem Spieltrieb der Menschen, sondern aus den Bedürfnissen der Menschen herauskristallisiert haben, können diese im Sinne von Annemarie Pieper als Handlungsmuster bezeichnet werden, die aus einer Gemeinschaft von Menschen hervorgegangen sind und von dieser Gemeinschaft als allgemein verbindlich akzeptiert werden. Also gibt es eine Finanzmarkt-moral und diese ist in ihrem Kern ethisch.

Ein deutlicher Hinweis, dass es sich um allgemein verbindliche Handlungsmuster handelt, ist aus der immer wieder auftauchenden Bezeichnung «generally accepted» zu finden. Besonders ausgeprägt benützen die Ac-

counting Standardsetter diese Formulierung. Sie nennen ihre Konventionen «generally accepted accounting principles» [GAAP].

Soweit die Ausgangslage. Auf die Besprechung der einzelnen Instrumente und Verfahren wird später im Detail zurückzukommen sein.

These 2: Die kritische Reflexion der Finanzmarktmoral ist zwingend.

Bisher haben wir uns mit der Frage der Finanzmarktmoral befasst und diese als in ihrem Kern ethisch bezeichnet. Dies ist allerdings nur die erste Stufe. Um ethisch angemessen zu handeln, ist eine andauernde kritische Reflexion der Finanzmarktmoral gefragt. Annemarie Pieper streicht deutlich heraus, dass ethisch handelt, wer den überlieferten Handlungsregeln und Wertmassstäben nicht fraglos folgt, sondern es sich zur Angewohnheit macht, aus Einsicht und Überlegung das jeweils erforderliche Gute zu tun [Pieper, 2000]. Auch Peter Ulrich betont, dass es zwingend notwendig ist, die ökonomische Systemdynamik beharrlich auf den dahinter liegenden normativen Grund kritisch zu durchleuchten. Dies ist, so Ulrich, gerade im Falle einer wettbewerbsgetriebenen Marktwirtschaft wichtig, da diese einer ausgeprägten Sachzwangproblematik ausgesetzt ist. [Ulrich, 1998].

Was für die wettbewerbsgetriebene Marktwirtschaft wichtig ist, gilt natürlich ganz besonders für den Finanzmarkt, der als Submarkt der Marktwirtschaft bezeichnet werden kann. An diesen Submarkt werden viele Verantwortungen delegiert. Eine kritische Reflexion der Handlungsmuster ist deshalb gerade für die Finanzmärkte mit ihren Instrumenten und Verfahren zentral. In andern Worten: Darf oder soll man den Handlungsmustern ungefragt folgen? Heute, so meine Beobachtung, folgt eine Mehrheit der Akteure, auch solche, die ihr Anlagekonzept ethisch nennen, ungefragt der bestehenden Finanzmarkttopographie, und dies obwohl, wie im folgenden zu zeigen sein wird, viele Gründe für ein kritisches Hinterfragen sprechen.

Allein schon das Primat der finanziellen Wertvermehrung verdient es, hinterfragt zu werden. Warum hat Aristoteles das Glück im Sinne der Tüchtigkeit in den Vordergrund gestellt und nicht den Reichtum? Aristoteles bemerkt dazu, dass das Leben des Geldmenschen etwas Forciertes an sich hat, und der Reichtum gewiss nicht das gesuchte oberste Gut ist [Aristoteles, 4. Jh. v. Chr.].

Das Forcierte des Geldmenschen kann bei börsenkotierten Unternehmen beobachtet werden, deren strategisches Handeln sich an der Börsenbewertung (Marktwert) ausrichtet. Aus dem Marktwert werden finanzielle Wachstumsziele (Umsatz) und Ertragsziele (Gewinn, Kostenentwicklung) abgeleitet. Um Missverständnissen vorzubeugen, gilt es festzuhalten, dass Gewinn per se nicht unethisch ist. Entscheidend ist, welche Mittel zur Erzielung des Gewinns eingesetzt werden und welche Wirkungen und Nebenwirkungen daraus folgen. Die Börsenkapitalisierung entspringt den gängigen Bewertungsmustern und dem Verhalten der Akteure auf den Finanzmärkten. Sie wird als Signal für richtiges oder falsches (gutes oder schlechtes) Handeln verstanden und akzeptiert, unabhängig davon ob eine Überbewertung oder Unterbewertung vorliegt. Damit heisst die strategische Kernfrage: Was ist zu tun um einer von den Finanzmärkten und ihren Akteuren forcierten Geldgrösse gerecht zu werden anstatt mit welcher Strategie ein Wettbewerbsvorteil am Markt gegenüber den Konkurrenten erzielt werden kann. Mit diesem Verhalten findet im Sinne von Peter Ulrich eine Delegation der Verantwortung an einen Submarkt mit seinen Instrumenten und Methoden statt. Die Frage, die sich dabei stellt ist, ob diese Delegation systembedingt und somit zwingend oder freiwillig erfolgt.

Mit Fragen der Entkoppelung von System und Lebenswelt hat sich Jürgen Habermas ausführlich auseinandergesetzt. Er stellt fest, dass sich in modernen Gesellschaften systemische Zusammenhänge zu normfreien Strukturen verdichten und versachlichen, und dass sich die Angehörigen (Akteure) gegenüber diesen Handlungssystemen wie zu einem Stück na-



turwüchsiger Realität verhalten. Submärkte, so Habermas, entwickeln Mechanismen (Instrumente und Verfahren), die Gefahr laufen, sich zu verselbständigen und immer weiter von den sozialen Strukturen abzulösen, über die sich die soziale Integration vollzieht [Habermas, 1995]. Die Verselbständigung von Submärkten verbunden mit der Trennung von sozialen Strukturen führt zur Frage, ob die Grundhandlungsmuster, die die Finanzmarkt-moral begründen, heute von den Menschen noch immer als allgemein verbindliche Handlungsmuster akzeptiert sind. Oder haben sich diese Handlungsmuster autonom weiterentwickelt und von den ursprünglichen Bedürfnissen abgekoppelt?

Ausgehend von der Annahme, dass Sparen und Investieren nach wie vor unbestrittene Bedürfnisse sind, vertrete ich die These, dass es mit Bestimmtheit nicht zu den Zielen der Menschen gehört, normative Handlungsmuster für den Spar- und Investitionsprozess zu entwerfen und zu institutionalisieren, die sich von der Natur und dem sozialen Leben abkoppeln können, indem sie Anreize schaffen und negative Effekte, in der Finanzsprache Kosten, externalisieren. Externalisieren von Kosten heisst, die Kosten werden von andern Menschen getragen als von denen, die durch ihre Tätigkeiten die Kosten verursachen und Erträge erhalten. So erzielen im Westen zum Beispiel Unternehmen hohe Gewinne und die Konsumenten tiefe Preise unter Inkaufnahme von unzumutbaren Arbeitsbedingungen in Drittweltländern – sogar unter Inkaufnahme von Kriegen im Nahen Osten mit dem Ziel, billige Rohstoffe für ölabhängige westliche Industrienationen zu sichern.

Es gilt jedoch zu beachten, dass Kosten in einer global zusehends stärker vernetzten Welt nur vorübergehend externalisiert werden können. Über kurz oder lang landen sie, im günstigeren Falle, wieder in den Bilanzen und Erfolgsrechnungen. Typisches Beispiel sind die Abfallkosten, die früher null waren, weil das sorglose Wegwerfen von Abfall das allgemein akzeptierte Handlungsmuster war. Heute sind Abfallkosten oft ein wesentlicher Kostenblock und einige Unternehmen haben grosse Rückstellungen für

Altlasten auf der Passivseite verbuchen müssen. Im ungünstigeren Falle melden sich externalisierte Kosten auch in hoch entwickelten Ländern in Form von sozialen Konflikten zurück.

Weitere Zweifel an der unreflektierten Gültigkeit der These, die Finanzmärkte handelten per se moralisch, nährt die Frage, warum sich verschiedene Finanzmarktsysteme entwickelt haben, die sich in wesentlichen Punkten unterscheiden. Warum gilt im Islam ein Zinsverbot als allgemein verbindliches Handlungsmuster, während bei uns seit vielen Jahrhunderten das Zinsnehmen als wichtiges und allgemein verbindliches Handlungsmuster betrachtet wird? Wenn in einem globalen Markt zwei (oder mehr) normative Handlungsmuster anzutreffen sind, stellt sich die Frage, wessen Konzept im Konfliktfall gelten soll? Verschiedene Handlungsmuster führen auch zur grundsätzlichen Frage, ob ein global akzeptierbares gemeinsames «gutes Ziel» überhaupt identifizierbar ist? Wenn nicht, dann muss die Anlagepolitik erst recht immer wieder ethisch reflektiert werden.

Diese ausgewählten Fragestellungen und Themen weisen darauf hin, dass ein kritisches Reflektieren der aktuellen Finanzmarkttopographie oder -moral zwingend ist. Dies gilt natürlich nicht nur für die europäische und amerikanische (westliche) Finanzmarkttopographie, sondern auch für alle anderen.

These 3: Handlungsmuster entsprechen nicht mehr den aktuellen Bedürfnissen.

Die dritte These besagt, dass heute Grund zur Annahme besteht, dass die aus dem ursprünglichen Kontext hervorgegangenen Handlungsmuster nicht genügend kritisch reflektiert wurden. Wenn für die Menschen eine umfassende Abwägung der aus den Handlungsmustern hervorgehenden positiven und negativen Wirkungen nachvollziehbar wäre, könnten gewisse Handlungsmuster heute nicht mehr in derselben Form bestehen.

Im Hinblick auf die Behandlung dieser These gilt es, eine grosse Zahl von Instrumenten und Verfahren zu untersuchen. Dazu gehören neben dem Zinsmechanismus das relative Denken, die Rechnungslegungssysteme, die Mechanismen zur Risikoreduktion, die Benchmarks und Performance-messung, die Asymmetrie zwischen der Verantwortung für einen Erfolg und dem Ausbaden von Misserfolgen, das Streben nach der höchst möglichen Effizienz, die Frage von Maximierung versus Optimierung und das Problem der Kompatibilität mit einer demokratisch verfassten Politik.

Im Rahmen dieses Artikels will ich eines dieser Themen exemplarisch behandeln, nämlich die Rechnungslegungssysteme. Sie eignen sich als Beispiel besonders, weil sie schon im Titel ihre Normen als «allgemein akzeptierte Prinzipien» deklarieren, und weil daran zweitens auch die von Jürgen Habermas untersuchte Gefahr der Verselbständigung von Mechanismen diskutiert werden kann.

#### Von Rechnungslegungssystemen indizierte Zweifel

Akteure auf den Finanzmärkten wären handlungsunfähig ohne Informationen, auf die sie sich verlassen können. Rechnungslegungssysteme übernehmen die Aufgabe, zuverlässige Informationen aufzubereiten.

Die wichtigsten internationalen Accountingsysteme, die IFRS<sup>TM</sup> [International Financial Reporting Standards] und die US GAAP [United States Generally Accepted Accounting Principles] sind auf die Finanzberichterstattung (financial statements) ausgerichtet. Deren Ziel ist es, die finanzielle Stärke – gemeint ist das Eigenkapital (equity) und die Performance, also der Reingewinn (profit) – in einer mit andern Unternehmen vergleichbaren Grösse auszuweisen. Damit will man eine Aussage machen können, ob und in welchem Ausmass ein Unternehmen in der Lage ist, Cash zu generieren. Daraus lassen sich dann die Bewertungen ableiten, die Grundlage des fairen (true and fair view) Tausches (Kauf und/oder Verkauf) von Vermögenswerten sind.

Die Währung, in der gemessen wird, ist also «Cash». Finanzielle Kenngrössen sind wichtig, daran soll nicht gerüttelt werden. Aber es muss festgehalten werden, dass Themen, denen nicht eine monetäre Grösse (Währung) zugrunde liegt, wie z.B. CO<sub>2</sub>-Emissionen oder sozial relevante Kenngrössen, kein Thema sind, von einer Währung für das Glück und die Tugend des Aristoteles gar nicht zu sprechen. Sie fliessen nicht in die Performancemessung ein und werden somit in der Strategieplanung oft vernachlässigt.

Das Rechnungswesen basiert auf künstlichen, von Menschen gemachten Konventionen, die Allgemeingültigkeit erlangt haben. Oft wird als Folge davon den aus dem Rechnungswesen hervorgegangen Indikatoren ein natürlicher (gottgewollter) Wirklichkeitsgehalt beigemessen, und – um die Sprache von Jürgen Habermas zu benutzen – die Angehörigen (Akteure) verhalten sich gegenüber diesen künstlichen Normen wie zu einem Stück naturwüchsiger Realität [Habermas, 1995].

Das ist aber nicht gerechtfertigt. Denn sie bleiben immer von Menschen gemachte Konventionen, die die Wirklichkeit nur begrenzt abbilden können und die vor allem zu völlig andern Ergebnissen führen würden, wenn man die Konventionen änderte. Das wird leider immer wieder vergessen. Dieser Sachverhalt kann leicht an den Sportarten Tennis und Skispringen verdeutlicht werden. Im Tennis ist es, aufbauend auf den allgemein akzeptierten Normen von «Games and Sets» (Spielregeln) möglich, ein Spiel zu gewinnen, selbst wenn der Gegner mehr Punkte oder Games macht. Wer mit 7:6, 0:6, 0:6, 7:6, 7:6 gewinnt, hat – in Games gemessen – 21:30 verloren. Beim Skispringen heisst die von Menschen festgelegte und den Sportlern akzeptierte Konvention: Sieger wird derjenige, der am weitesten (Weitennote, Quantität) und am schönsten (Stilnote, Qualität) springt. Wenn die Skisprungkonvention nur die Quantität berücksichtigte, dann würden heute andere Skispringer mit Medaillen ausgezeichnet und als Idole bejubelt. Dasselbe gilt für das Rechnungswesen. Würden auch hier qua-

litative Elemente zu den GAAPs gehören, würden andere Bewertungen (Ratings) resultieren, die wiederum zu anderen Entscheidungen führten.

Gewinn per Eigenkapital (ROE, Return on Equity) ist eine wichtige strategische Zielgrösse geworden. Im Rahmen der heute gültigen Accounting-systeme sind sowohl der Gewinn wie das Eigenkapital Residualgrössen. Sie hängen ganz wesentlich von den angewandten Bewertungsgrundsätzen aller anderen in der Bilanz oder Erfolgsrechnung enthaltenen Positionen ab. Als stellvertretende Beispiele seien angefügt, dass das Eigenkapital automatisch steigt, wenn auf der Aktivseite die Gebäude aufgewertet werden, oder dass der Gewinn steigt, wenn die Abschreibungspolitik von 8 auf 9 Jahre geändert wird. Der Gewinn per Eigenkapital kann sich also allein aufgrund buchhalterischer Eingriffe ändern, ohne dass irgendeine wirtschaftliche Tätigkeit (Realwirtschaft) erfolgt ist.

Diese Beispiele sollen nicht die Notwendigkeit von Rechnungslegungssystemen in Frage stellen. Sie sollen aber das Bewusstsein für ihre Grenzen schärfen. Zu sehr werden die Rechnungslegungssysteme unreflektiert zu einer höheren, natürlichen (stöchiometrischen, naturgesetzlich determinierten) Wahrheit emporgehoben. Dabei wird vergessen, dass sie von Menschen gemacht sind und dass, wenn Normen gesetzt werden, implizit auch Werte vorgegeben werden. Und wehe dem, der sich später solchen Normen nicht unterwirft.

Die Kirchengeschichte weist spannende Parallelen zu den allgemein akzeptierten Rechnungslegungsstandards auf. Die GAAP's dieser Welt lösen sozusagen die Konzilien von früher ab. Auch hier wurde von Menschen festgelegt, was der richtige Glaube sein soll, nicht die innere Glaubenssubstanz war entscheidend. In Nizäa wurde im Jahre 325 nach Christus unter Kaiser Konstantin der Streit, ob der Mensch Jesus auch eine göttliche Natur habe, gegen Arius entschieden. Somit hat Kaiser Konstantin aus politischen Gründen wesentlich mitbestimmt, was der allgemein akzeptierte Glaube sein soll: Jesus habe auch eine göttliche Natur und sei

eine der drei Personen der göttlichen Dreifaltigkeit. Dieser Entscheid hätte auch anders, nämlich zu Gunsten von Arius ausfallen können, was zu einer andern Entwicklung der Glaubensgeschichte geführt hätte [Dalheim, 1995]. Und auch hier galt: Wehe dem, der sich solchen Normen nicht unterwarf.

#### Non est salus extra ecclesiam

Bereits im 3. Jahrhundert nach Christus verkündet Bischof Cyprian von Karthago, dass allein die Kirche das Heil der Menschen gewährleisten kann: «Extra ecclesiam non est salus» [Dalheim, 1995]. Auch hier lassen sich Parallelen finden. Milton Friedman vertritt die Meinung: «The business of business is business and the social responsibility of business is to increase its profits». Diese bereits 1970 im New York Times Magazine [Binswanger, 1998] geäußerte Ansicht hat ihm viele Anhänger und schliesslich auch den Nobelpreis eingebracht. Diese Denkhaltung ist jedoch nicht weise, sie reduziert das Handeln auf eine leicht manipulierbare künstliche Grösse. Verglichen mit der Kirchenmeinung im 3. Jahrhundert sagt sie: «Salus non est extra lucrum machinatum» (lucrum Gewinn, machinare künstlich bewerkstelligen).

Dem sind Denkhaltungen gegenüber zu stellen, die das Wirtschaften nicht als Selbstzweck isolieren, sondern dieses als Zweck für etwas Gesamtes sehen. Aristoteles hat schon in seiner nikomachischen Ethik die Politik, also das gemeinsame Ganze, als die wichtigste und allen andern übergeordnete Wissenschaft bezeichnet. Ihr müssen sich auch die angesehensten Künste, die Feldherrnkunst, die Wirtschaft, die Redekunst unterstehen [Aristoteles, 4. Jh. v. Chr.]. Eine solche Denkhaltung fördert die Externalisierung nicht im gleichen Masse wie diejenige von Friedman und sie stärkt zudem demokratische Grundstrukturen.

An dieser Stelle soll nicht diskutiert werden, ob die Accountingsysteme Milton Friedman beeinflusst haben, den Gewinn zu heroisieren oder ob

Milton Friedman Motor des heutigen Übereifers anglosächsischer Accountingsysteme ist, die die Suche nach dem nicht existierenden wahren Finanzgewinn zusehends intensivieren. Die IFRS<sup>TM</sup> sind dabei bereits bei 2250 Seiten angekommen, vor wenigen Jahren waren es noch weniger als 1600 Seiten. Hier besteht in der Tat die von Jürgen Habermas beschriebene Gefahr, dass sich Submärkte mit ihren Mechanismen verselbständigen [Habermas, 1995].

Kritische Reflexion beugt der Gefahr der Dogmatisierung vor

Künstliche Normen sind solange kein Problem, als man sich dessen bewusst ist. Um nicht Gefahr zu laufen, künstliche Normen zu Dogmen werden zu lassen, ist eine kritische Reflexion zwingend. Ist es ein Zufall, dass zwei Disziplinen über eine Dogmengeschichte verfügen, nämlich die Theologie und die Wirtschaftswissenschaften?

Abschliessende Bemerkungen im Sinne eines vorläufigen Zwischenfazit

Einleitend habe ich darauf hingewiesen, dass der Artikel keinen Anspruch auf Wissenschaftlichkeit erhebt und mehr Fragen aufwerfen als Antworten liefern werde. Folglich ist an dieser Stelle nur ein vorläufiges Zwischenfazit möglich.

Finanzmärkte und die von den Akteuren angewandten Instrumente und Verfahren sind wichtig und nützlich, weil sie wesentlich dazu beitragen, den Spar- und Investitionsprozess effizient zu gestalten. Finanzmärkte als Subsysteme der sozialen Marktwirtschaft laufen jedoch Gefahr, sich von der Befriedigung der ursprünglichen Bedürfnisse abzukoppeln und eine Eigendynamik zu entwickeln, die zu von einer Gemeinschaft nicht gewollten Ergebnissen führen kann.

Ethische Anlagen im Finanzbereich müssen sich deshalb auch mit der Frage der Finanzmarkttopographie auseinandersetzen. Im Rahmen der ethi-

schen Anlagepolitik müssen gewisse Instrumente und Verfahren zuerst kritisch reflektiert werden. Dies nicht zu tun bedeutet, den ersten notwendigen Schritt, nämlich die Suche nach dem guten Ziel zu ignorieren.

Auf der Suche nach einer Antwort auf die Frage, ob ethische Anlagen im Finanzbereich, ein Widerspruch in sich sind, ist also erst ein kleines Stück des Weges zurückgelegt. Bevor eine Antwort gewagt werden kann, gilt es zuerst noch weitere Themen kritisch zu hinterfragen. Die in der Frage implizierte Skepsis bleibt jedenfalls vorerst gerechtfertigt.



Kaspar Müller, lic. rer. pol. (Jahrgang 1952) studierte an der Universität Basel Ökonomie.

Während zehn Jahren arbeitete er für eine Privatbank in den Bereichen Analysen, Unternehmensplanung und Corporate Finance bevor er 1990 die Ellipson AG gründete und sich dort aus verschiedenen Perspektiven mit dem Spannungsfeld zwischen dem Finanzmarkt und Fragen einer nachhaltigen Entwicklung befasste. Seit 2004 erbringt er im Rahmen der Kaspar Müller Consulting als selbständiger Ökonom Dienstleistungen und übernimmt Mandate.

Er ist unter anderem Präsident der Stiftung Ethos, Genf, sowie Mitglied des Verwaltungsrates der Ethos Services SA, Genf.

Zudem ist er Präsident des Verwaltungsrates der responsAbility Social Investment Services AG, Zürich, einem Unternehmen, das zum Brückenschlag zwischen dem Finanzmarkt und der Entwicklungszusammenarbeit beiträgt.

Ferner ist er Mitglied der Fachkommission Swiss GAAP FER (Schweizerische Fachempfehlungen zur Rechnungslegung).

Kaspar Müller hat diverse Publikationen in den Bereichen Finanzmarkt, Corporate Governance, Nachhaltigkeit und Ethik verfasst.

Literaturnachweis

Aristoteles: Nikomachische Ethik; übersetzt von Franz Dirlmeier; Stuttgart, Reclam jun., 1969

Bärlocher, Urs: Gesellschaftliche Verantwortung bei Novartis 2001/2002

Binswanger, Hans Christoph: Die Glaubensgemeinschaft der Ökonomen: Essays zur Kultur der Wirtschaft; München, Gerling Akademie, 1998

Dalheim, Werner: Die Antike; Zürich, Verlag NZZ, 1995

Darmstädter Definition Nachhaltiger Geldanlagen: Expertengruppe Hoffmann/Scherhorn; Darmstadt, 2004

Dürrenmatt, Friedrich: Monstervortrag über Gerechtigkeit und Recht in Philosophie und Naturwissenschaft; Zürich, Diogenes, 1998

Habermas, Jürgen: Theorie des kommunikativen Handelns: Band 2: Zur Kritik der funktionalen Vernunft; Frankfurt, Suhrkamp, 1995

International Financial Reporting Standards (IFRS™); London, 2004

Koller, Erwin: Einführung, Begriffe, Unterscheidungen: Texte zur Vorlesung Medienethik; Universität Fribourg, 2004, [www.unifr.ch/mukw/unterlagen2.html](http://www.unifr.ch/mukw/unterlagen2.html)

Pieper, Annemarie: Einführung in die Ethik; 4., überarb. und aktualisierte Aufl. – Tübingen; Basel, Francke, 2000

Projektgruppe-Ethisch-ökologisches Rating/oekom research AG (Hrsg.): Ethisch ökologisches Rating; der Frankfurt-Hohenheimer Leitfaden und seine Umsetzung durch das Corporate Responsibility Rating; München, ökom, 2002

Smith, Adam: Der Wohlstand der Nationen; 7. Auflage; München, DTV, 1978

Ulrich, Peter: Integrative Wirtschaftsethik: Grundlagen einer lebensdienlichen Ökonomie; 2., durchges. Aufl. – Bern; Stuttgart/Wien, Haupt, 1998

UNEP (The United Nations Environment Programme): Responsible Investment Initiative: London, Nairobi, 2004

Zimmermann, Heinz: Einführung und Grundlagen in Finance compact; Verlag NZZ, 2003