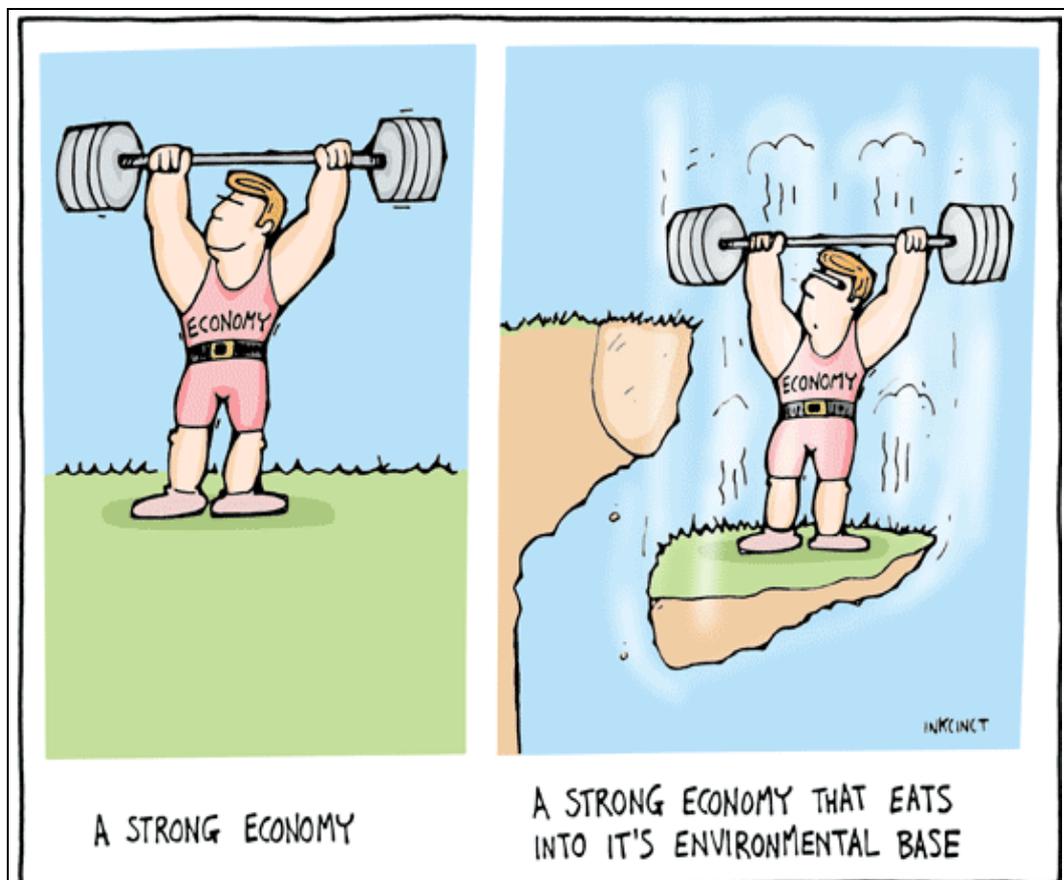


Dennis Stolz

Nachhaltiges Kalkül

Zur sozial-räumlichen Konstruktion einer
Finanzmarkt-Rationalität für Sustainable Investments



Dennis Christoph Stolz

Nachhaltiges Kalkül

Zur sozial-räumlichen Konstruktion einer
Finanzmarkt-Rationalität für Sustainable Investments

© Dennis Stolz: Nachhaltiges Kalkül – Zur sozial-räumlichen Konstruktion einer Finanzmarkt-Rationalität für Sustainable Investments. Frankfurt am Main, 2014.

(= Forum Humangeographie 13)

ISBN 978-3-935918-22-0

Kontakt: Goethe-Universität, Institut für Humangeographie, Forum Humangeographie,
PD Dr. Marit Rosol (Schriftleitung), Grüneburgplatz 1, 60323 Frankfurt am Main,
www.humangeographie.de

Abbildung Titelseite: www.inkcinct.com.au

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----------|
| Inhaltsverzeichnis..... | 3 |
| Abbildungsverzeichnis..... | 4 |
| Abkürzungsverzeichnis..... | 5 |
| 1 Sustainable Investments: Investmentkultur als „reconfigured capitalism“..... | 6 |
| 2 Geographien der Macht: Dialektisch-materialisierende Raumbetrachtung..... | 13 |
| 2.1 Poststrukturalistische Konzepte und Raumverständnis nach Lefebvre..... | 15 |
| 2.2 Wissen und Expression: Zur „sinnvollen“ Konstruktion sozialen Raumes..... | 18 |
| 3 Ökonomie als Kultur: Konstruiertes Binär der Ökonomik..... | 20 |
| 3.1 Die Macht der Zahlen: Mathematisches Kalkül als soziale Marktpraxis..... | 22 |
| 3.2 Kalkül der Finanzmärkte: Die Zukunft berechnen..... | 26 |
| 4 Finanzialisierung: Das globale Regime der „neoliberalen Ära“..... | 30 |
| 4.1 Institutionelle Investoren: Global Player neoliberaler Finanzmärkte..... | 35 |
| 4.2 Legitimation der Finanzmärkte: Neue Modelle, kalkulierbares Risiko..... | 41 |
| 5 Kulturelle Geographien der Ökonomie: Performing Geographies of Finance..... | 44 |
| 5.1 Performative Modelle: Capital Asset Pricing und Efficient Market Hypothesis..... | 45 |
| 5.2 Finanzmärkte als „Collective Calculative Devices“..... | 46 |
| 6 Finanzmärkte und Sustainable Investments..... | 50 |
| 6.1 Geschichte: Von der Philanthropie zum Opportunismus..... | 51 |
| 6.2 Metrik als Schlüssel für Sustainable Investments im Asset Management..... | 53 |
| 7 Methodik und Vorgehensweise..... | 55 |
| 7.1 Forschungshypothese und Operationalisierung..... | 55 |
| 7.2 Forschungsmethode und Research Sample..... | 57 |
| 7.3 Material-Auswertung..... | 62 |
| 8 Diskurse und „Schlüssel-Ereignisse“ im Sustainable Investment Kontext..... | 65 |
| 8.1 ESG-Ratings und die sozio-materielle Infrastruktur des SI-Marktes..... | 74 |
| 8.2 Sustainable Investments in der Praxis des Portfolio-Managements..... | 90 |
| 9 Schlussfolgerungen..... | 99 |
| Glossar..... | 105 |
| Literaturverzeichnis..... | 106 |

Abbildungsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Abbildung 1: Vermögenswachstum institutioneller Investoren..... | 36 |
| Abbildung 2: Geographie der Pensionsfonds mit einem Vermögen >40 Mrd. US-Dollar..... | 39 |
| Abbildung 3: Klassifikation einer „Performativität der Ökonomie“ | 49 |
| Abbildung 4: Formen von Sustainable Investments nach Volumen in \$US und Region..... | 52 |
| Abbildung 5: Oekom Prime vs. MSCI World total Return Index..... | 73 |
| Abbildung 6: Reprisk Analyse-Kriterien nach dem UN GC..... | 77 |
| Abbildung 7: Matrix zur Daten-Selektion bei Reprisk..... | 79 |
| Abbildung 8: Sozial-räumliche Ratingstruktur am Beispiel Oekom Research..... | 80 |
| Abbildung 9: Beispiel aus dem SAM-Fragebogen zum Thema Supply Chain Management... | 82 |
| Abbildung 10: Bewertungsmatrix des SAM Corporate Sustainability Assessments..... | 83 |
| Abbildung 11: SAM-Scoring-Verfahren am Beispiel „Pharmaceuticals“..... | 84 |
| Abbildung 12: „Generelle“ vs. „Sektor-spezifische“ Dimensionen-Gewichtung..... | 86 |
| Abbildung 13: Dow Jones Sustainability Index vs. DAX Performance Index (Chart)..... | 87 |
| Abbildung 14: Reprisk – RiskRadar Online-Tool..... | 89 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|--------|---|
| ANT | Actor Network Theory |
| AUM | Assets Under Management |
| BpB | Bundeszentrale für politische Bildung |
| CAPM | Capital Asset Pricing Model |
| CBOT | Chicago Board of Trade |
| CG | Corporate Governance |
| CSR | Corporate Social Responsibility |
| DJSI | Dow Jones Sustainability Index |
| EMH | Efficient Market Hypothesis |
| ESG | Environmental, Social, Governance; extrafinanzielle Anlagekriterien |
| IF | Investmentfonds |
| IFC | International Financial Center |
| FNG | Forum für nachhaltige Geldanlagen |
| GSIA | Global Sustainable Investment Alliance |
| KAG | Kapitalanlagegesellschaft, englisch „Asset Management“. |
| KGdÖ | Kulturelle Geographien der Ökonomie |
| MPS | Mont Pelerin Society |
| MPT | Modern Portfolio Theory |
| MSA | Media and Stakeholder Analysis |
| NGO | Non-Governmental Organisation |
| OTC | Over-The-Counter Handel; nicht über Börsen-Intermediär. |
| SAM | (Robeco) Sustainable Asset Management AG |
| SI | Sustainable Investment, auch „Responsible Investment“ (RI), „Socially Responsible Investment“ (SRI) oder – zu Deutsch –, „Nachhaltiges Investment“. |
| SWF | Sovereign Wealth Fund, im Deutschen auch „Staatsfonds“ genannt. |
| UN EP | United Nations Environmental Programme |
| UN GC | United Nations Global Compact |
| UN PRI | United Nations Principles for Responsible Investments |

1 Sustainable Investments: Investmentkultur als „reconfigured capitalism“

„If we are to understand the economic landscape of twenty-first century capitalism, it should be understood through global finance institutions, its social formations and investment practices“ (Clark 2005, 99).

Nach dem Ausbruch der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise ist das Marktvolumen von Finanzprodukten mit der Bezeichnung *Sustainable Investment* (SI) nochmals gewachsen. Eine aktuelle Studie beziffert die weltweite Investitionsgröße in solch „nachhaltige“ Anlagen bis Ende 2011 auf 13,6 Billionen US-Dollar (GSIA 2013). Das entspricht über 20 Prozent aller „Assets Under Management“ (AUM).¹ Allein in Europa erreichte diese Anlageform bereits zwischen 2005 und 2007 Wachstumsraten von jährlich über 40 Prozent. Waren solche Geldanlagen vor einigen Jahren noch vorwiegend ethisch motiviert, orientieren sich „nachhaltige“ Investoren heute an spezifischen Kennzahlen und Risikomodellen: Unter SIs versteht man Anlageprodukte, bei denen vor allem institutionelle Investoren neben finanziellen Aspekten auch ökologische und soziale Faktoren sowie Prinzipien der „guten“ Unternehmensführung (Good Governance) bei ihrer Anlageentscheidung berücksichtigen.² Hauptanlageklassen für SIs sind derzeit vor allem Aktien und Anleihen. Extrafinanzielle Anlagekriterien werden häufig unter dem Akronym „ESG“ zusammengefasst. Ein Kürzel, das für die finanzmarktrelevanten Nachhaltigkeitsaspekte *Environment*, *Social* und *Governance* steht (Schmitt & Weistrotter 2010). Ferner werden auch Geldanlagen als „nachhaltig“ bezeichnet, die unter Einbeziehung global-rechtlicher Normen wie den UN Global Compact (UN GC) durchgeführt werden oder gezielt in „nachhaltige Themenbereiche“, wie regenerative Energien, fließen.

¹ Die Studie berücksichtigt die Weltregionen Afrika, Asien, Australien, Europa und Nordamerika.

² „Institutionelle Investoren sammeln Kapital, um es auf den Kapitalmärkten gebündelt anzulegen. Es handelt sich überwiegend um große Versicherungen sowie Investment- und Pensionsfonds. Zuletzt kamen auch Spezialformen wie Private Equity Firmen, Hedge- und Dachfonds hinzu. Eine Sonderform institutioneller Investoren sind Staatsfonds“ (Bundeszentrale für politische Bildung (BpB), 2010).

Insofern scheinen SIs auf den ersten Blick der orthodoxen Marktlogik der neoklassischen Ökonomielehre zu widersprechen, in deren Konzept von Wirtschaft und Markt ökologische und soziale Dimensionen nur als externe „Plug-Ins“ beziehungsweise Externalitäten, nicht aber als interne Faktoren ökonomischer Prozesse behandelt werden (Coe et al. 2007: 35; Hiß 2012). Einige Wissenschaftler sehen die zunehmende Einbeziehung von ESG-Kriterien in Anlageentscheidungen deshalb als Zeichen für einen „reconfigured capitalism“ (Hebb 2012: 1). Selbst Teile der Occupy Bewegung sympathisieren mit diesem Anlagemodell. So fordert etwa Fenna Krienen, Sprecherin von *Occupy Harvard*, die Anlagestrategien des Harvard Fonds „nachhaltig“ anzupassen: „Die Harvard Management Company [solle] künftig nach ökologischen und sozialen Kriterien investier[en]. ‚Harvard hat so viel Geld wie manche Staaten und mehr Finanzkraft als die meisten Banken‘, sagt Krienen. ‚Die Uni trägt eine Mitverantwortung für die Entwicklung an den Finanzmärkten.‘“ (Süddeutsche Zeitung (14.-15.4.2012): 34).³ Diese Äußerung wirft nicht nur die erneute Frage nach der Macht institutioneller Investoren im heutigen Kapitalismus auf, sondern sie zeigt auch, dass mit der Möglichkeit eines SIs scheinbar die Hoffnung verbunden wird, dass Investoren nicht ausschließlich ihre eigenen monetären Profite maximieren, sondern gleichzeitig zum langfristigen Wohl von Gesellschaft und Umwelt beitragen können. Vom „Gewinn mit Sinn“ ist die Rede und vom Wertewandel, der von der Einsicht geprägt ist, dass eine starke Wirtschaft nur dann existieren kann, wenn sie die natürliche und soziale Basis des Wirtschaftens auf Dauer erhält (Hunziker-Ebnetter 2008). Haben wir es beim Markt für SIs also mit einer neuartigen Investmentkultur zu tun und ist diese wirklich so revolutionär wie es in vielen Artikeln und Stimmen zum Thema den Anschein hat? Dies ist eine der zentralen Fragen dieser Arbeit.

Die Hypothese einer *neuartigen Investmentkultur* durch SIs macht den „nachhaltigen Finanzmarkt“ fruchtbar für kultur- und wirtschaftsgeographische Fragestellungen und Forschung. Im Zuge einer Reihe von „kulturtheoretischen Wenden“ hat sich seit den 1970er Jahren um den Kulturbegriff in vielen Humanwissenschaften ein multiperspektivisches und transdisziplinäres Projekt gebildet (Berndt & Pütz 2007). In der Geographie ist so der Begriff des *spatial turn* entstanden (Bachmann-Medick, 2009). Raum wird hier nicht als physisch determinierter oder territorial definierter Container betrachtet, sondern „meint soziale Produktion von Raum als einen vielschichtigen und oft widersprüchlichen sozialen Prozess, eine spezifische Verortung kultureller Praktiken“ (ebd.: 289). Dieses durch den *spatial turn* geebnete Forschungsfeld bietet keinen einheitlichen und orthodoxen Forschungsrahmen, nach dem sich spezifische kultu-

³ Zum Bilanzstichtag am 30.6.2012 verfügte der Harvard Fonds über ein Finanzvolumen von 31 Mrd. US-Dollar (Harvard Management Company, 2013).

relle Praktiken untersuchen ließen, sondern lebt von einer Vielzahl von Perspektiven, die oft ganz unterschiedliche Aspekte von Kultur in ihrem räumlichen Kontext beleuchten. In dieser Arbeit sind zwei dieser Perspektiven von besonderer Relevanz. Zum einen das Performativitäts-Konzept der „Kulturellen Geographien der Ökonomie“ (KGdÖ), das sich aus vornehmlich poststrukturalistischer Perspektive sehr fokussiert den Handlungsrealitäten auf Märkten und ihren sozio-technischen Netzwerken widmet, welche in ökonomische Praxisfelder eingelassen sind (Berndt & Boeckler 2007; 2009; 2011). Zum anderen das dreidimensionale Raumkonzept von Henri Lefebvre, der allgemein zwar als marxistisch geprägter Soziologe gilt, dessen „dreidimensionale Dialektik des Raumes“ aber auch als wichtiger Keim für das Raumverständnis des *spatial turn* verstanden werden muss (Bachmann-Medick 2009).⁴ Lefebvres Konzept bietet die Möglichkeit, finanzmarktspezifische Handlungen in ihren „größen“ materiell-räumlichen Zusammenhang zu stellen, ohne selbst strukturalistisch zu argumentieren. Dieser Aspekt wird im Performativitätskonzept der KGdÖ oftmals nur angedeutet, da dieses sich hauptsächlich auf marktspezifische Mikrodynamiken fokussiert, spielt aber gerade in Bezug auf die Bedeutung und das Verständnis von Finanzmärkten eine gewichtige Rolle. Denn Finanzmarkthandlungen haben keinen „Wert in sich selbst“, sondern bezwecken eine spezifische materielle Raumstruktur, die weit über den Finanzmarkt hinausreicht und tragen darüber hinaus auch wesentlich zur Legitimation dieser räumlichen Formierung bei.

Diese Arbeit soll zeigen, dass durch den endgrenzten Raumbegriff des *spatial turn* die Analyse der materiellen Ausprägung kultureller Prozesse nicht in den Hintergrund rückt. Vielmehr ist mit der Vorstellung einer räumlich komplex konfigurierten Kultur der sozialen Praxis auch eine Machtfrage verbunden, die diese Kultur letztendlich als ein Mittel zur Erschließung und Beherrschung physischer Räume begreift. Demnach werden jedwede zunächst kognitiv konstruierten und symbolisch fixierten Repräsentationen des Raumes, die einen Handlungsraum definieren, als Manifestationen einer sinnhaft produzierten Wirklichkeit und dementsprechend als Machtinstrumente untersucht, die den physischen Raum wahrnehmbar und damit nutzbar machen (ebd.). In Bezug auf SIs, so die These, entstehen deshalb nicht nur neue Handlungsrealitäten auf den Finanzmärkten, im Sinne einer mikrostrukturellen Einbettung und entsprechenden Handlungsräumen (Knorr-Cetina 2012), sondern auch neue Handlungszwänge für

⁴ Der Begriff der Dialektik ist zentral für poststrukturalistische Konzepte, weil er die im Raum agierenden Menschen und ihre Handlungen in den Fokus wissenschaftlicher Analysen stellt. Dialektisches Denken versteht menschliche Interaktionen, und die durch sie in Gang gesetzten Prozesse, Bewegungen von Objekten und Subjekten und ihre Relationen zueinander, als Ursache für die Entstehung übergeordneter Systeme und Institutionen. Es ist demnach das vielfache Zusammenwirken dieser mikrostrukturellen Handlungen, das eine gewisse Struktur erzeugt und nicht die Struktur selbst, die ein gewisses Handeln vorgibt. Diese Interaktionen stehen allerdings oftmals im Widerspruch zueinander, wodurch es zu ständigen Anpassungen und Veränderungen in Systemen kommt (Gregory 2009: 157-58).

die realen Empfänger des Finanzkapitals, sprich die börsennotierten Unternehmen. Der Begriff der Kultur muss dementsprechend immer auch als sozial-räumliche Praxis verstanden werden, die einen spezifischen materiellen Raum produziert. Im Fokus dieser Arbeit steht der konzeptionelle und sozio-materielle Handlungsraum „nachhaltig“ investierender Portfoliomanager und ihrer Berater. Woher wissen diese Akteure überhaupt, welche Geldanlagen sozial und ökologisch wertvoll sind und wie schlägt sich dieses Wissen im Investitionsprozess nieder? Diese Frage pointiert bereits, dass ein Handlungsraum für eine gewisse soziale Praktik, immer auch mit einer Kategorie des Wissens verbunden ist. Die Annahme eines reflexiven Zusammenhangs zwischen konzeptionellen Wissen und ökonomischer Praxis, sowie die Idee einer daraus resultierenden Performativität der Ökonomie, bietet somit einen sinnvollen Rahmen für diesen Teil der Analyse. Sie soll die verborgenen Herstellungsleistungen ökonomischer Wissenskonzeptionen und ihrer Symbolrealitäten aufzeigen. Dieses Vorgehen bietet in einem zweiten Schritt die Möglichkeit einer Untersuchung der „Performanz“, also der real-performativen Übersetzung dieses konzeptionell-symbolischen Handlungsraumes in ökonomische Praxis.⁵

Die Anwendung einer solchen Performativitätsperspektive auf Ökonomie hat ihre Wurzeln in Arbeiten der Wirtschaftssoziologie und Anthropologie. Beide Disziplinen beschäftigen sich schon seit Längerem mit den sozialen Prozessen, die Märkte zu „kalkulierbaren Entitäten“ konstruieren und haben im Falle der *Social Studies of Finance* besonders die Finanzmärkte im Blick (Klus 2012). Auch das KGdÖ-Konzept lehnt sich an diese noch recht neue Forschungstradition an und betrachtet ökonomisches Wissen und vor allem die daraus abgeleiteten symbolischen Darstellungen wirtschaftlicher Prozesse als entscheidende Faktoren, um marktförmiges Handeln zu produzieren und zu rahmen. Diese Symboliken, so die These, machen gewisse ökonomische Phänomene erst sichtbar, welche ohne diese visuelle Darstellung gar nicht vorhanden wären und prägen so die reale Hervorbringung von Märkten. Dies gilt insbesondere für den Finanzmarkt: „Das, was ökonomische Akteure von der Ökonomie wissen, das wissen sie durch die Darstellung und ihre Medien. Nur wenn die ökonomischen Praktiken in Zeichenform symbolisch repräsentiert werden, sind die für das Operieren des Finanzmarktes charakteristischen Berechnungen, Transformationen und Bewertungen in systematischer Weise möglich“ (Kalthoff & Vormbusch 2012: 20-21). Dabei wird vor allem wirtschaftswissen-

⁵ Definition von Performanz nach Berndt & Boeckler (2007): „Die Inszenierung, die praktische Aus- und Auf-führung von Wirklichkeit, die umso wichtiger wird, wenn man der praxistheoretischen Grundposition folgt, dass Akteure, Materialien, Normen, Regeln, Wissen, Bedeutung etc., die in die Gestaltung und den Ablauf von Praxissequenzen eingelassen sind, kein Sein außerhalb der Praxis für sich beanspruchen können, sondern selbst nur als Effekte jener Praxis konzeptualisierbar sind“ (ebd.: 227).

schaftlichen Konzeptionen und den Wissenspraktiken sogenannter „economists in the wild“, den Marktpraktikern, die Fähigkeit zugesprochen, solch performatives Wissen zu schaffen (Wansleben 2011). Eine der populärsten Arbeiten im Forschungskontext der Finanzmarktperformativität ist die Analyse des Handels für Optionsscheine, der aufgrund der Dominanz des wirtschaftswissenschaftlichen Black-Scholes-Modells einen selbstreferenziellen Charakter erhält. Die Genese des Handels an Chicagos Terminbörse (CBOT) zeigt, dass durch die finanzmathematischen Formeln dieses Modells „sinnvolle“ Preise für Call- und Put-Optionen nicht nur beschrieben, sondern sozial produziert wurden.⁶ Die CBOT-Händler nutzten die Formeln quasi als Handlungsanleitung für ihre eigenen Kalkulationen, wodurch einem vorher völlig orientierungslosen Markt eine „sinnvolle“ Preisstruktur verliehen wurde. Das Black-Scholes-Modell schuf damit eine effektive Wirklichkeit, anstatt diese bloß zu beschreiben (MacKenzie 2007, 2008). Performativität bedeutet in diesem Zusammenhang also „das Zusammenwirken von Ökonomik und Ökonomie bei der Selbsthervorbringung ökonomischer Wirklichkeit“ (Berndt & Boeckler 2007: 222). Im Markt für SIs sind es vor allem spezialisierte Ratingagenturen, die notwendiges Wissen für die „nachhaltige“ Investmentkultur zur Verfügung stellen, indem sie die „Nachhaltigkeit“ von Unternehmen oder auch Staaten versuchen zu messen. Neben dem Aspekt der „Vermarktlichung“ von zuvor nicht ökonomisch relevanten Facetten der sozialen und natürlichen Umwelt, sind ESG-Daten und insbesondere Ratings deshalb gerade unter dem Gesichtspunkt der Performativität ökonomischen Wissens beachtenswert.⁷ Erst die ESG-Metriker bringen mit ihren Bewertungen und Indizes die notwendigen Symboliken und Informationen hervor, die ein Operationalisieren „nachhaltiger“ Investmententscheidungen ermöglichen. Hiß & Rhona-Tas (2011) bezeichnen Ratingagenturen deshalb nicht umsonst als „Marktmacher“ (ebd.: 1).

⁶ MacKenzie (2008) liefert eine für diese Arbeit sinnvolle Beschreibung, was unter einem „Modell“ in der Wissenschaft und speziell unter „Marktmodellen“ in der mathematisch geleiteten Wirtschaftswissenschaft zu verstehen ist: „Models are now a major topic of the history, philosophy, and sociology of science, but the term covers a wide range of phenomena, from physical analogies to complex sets of equations, running on supercomputers, that simulate the earth’s climate. The models [of economics] are verbal and mathematical representations of markets or of economic processes. The representations are deliberately simplified so that economic reasoning about those markets or processes can take a precise, mathematical form“ (ebd.: 6).

⁷ Der Begriff „Rating“ wird in dieser Arbeit vor allem im Hinblick auf seine englische Bedeutung im Sinne von „Bewertung“ und „Benotung“ verwendet. Dieser Hinweis ist in Bezug auf die geführten Interviews relevant, da sich manche Interviewpartner und ihre repräsentierten Institutionen nicht direkt als „Rater“ sehen, sondern oftmals nur als „Datensammler“ oder Analysten, die Investoren ESG-Informationen zur Verfügung stellen, welche diese auf verschiedene Weise nutzen (Schmidt & Weistroffer 2010). Da aber alle befragten Akteure die gesammelten Daten nicht nur sammeln, sondern auch ordnen, kategorisieren, bewerten und benoten, ist die allgemeine Bezeichnung „Ratingagentur“ für alle Institutionen durchaus angemessen.

Im Rahmen dieser Masterarbeit wurden Experten von insgesamt sechs dieser ESG-Ratingagenturen interviewt. Unter ihnen sind Analysten der kanadisch-niederländischen Agentur Sustainalytics und dem deutschen Ratinghaus Imug. Sustainalytics verfügt über ein internationales Analystennetzwerk mit Standorten in zwölf Ländern, auf vier Kontinenten. Imug ist Vertriebspartner der international vernetzten Nachhaltigkeits-Ratingagentur Eiris, die unter anderem mit der Londoner Börse kooperiert. Im Auftrag von Eiris ratet Imug alle Unternehmen im deutschsprachigen Raum in Bezug auf finanzmarktrelevante „Nachhaltigkeit“. Beide Interviews versprachen besondere Einblicke in die Ratingpraxis. Des Weiteren wurde ein Experte der Ratingagentur Arnus Consult befragt, deren Hauptprodukt eine Online-Software zur „nachhaltigen“ Analyse von Aktien, Fonds und Anleihen darstellt, welche an Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum vertrieben wird. Die Software eignet sich dabei vor allem für sogenannte Themen-Investments (siehe Glossar). Außerdem wurde ein Gesprächspartner der Ratingagentur Reprisk aus Zürich für ein Interview gewonnen, die ihre gewonnenen Ratingdaten ebenfalls zur Entwicklung und zum Vertrieb einer speziellen Online-Datenbank an Investoren nutzen. Beide Akteure sollten besonderen Einblick in die sozio-materielle Infrastruktur und die mikrostrukturelle Vermittlung der Ratingdaten bieten. In eine dritte Sampling-Kategorie wurden die Interviews mit Experten von Global Engagement Services Invest (GES) und Robeco Sustainable Asset Management (SAM) eingeordnet. GES stellt zwar eigene Ratings her, deren Entwicklung einem Normen-basierten Ansatz unterliegt. Die Agentur verkauft diese Ratings allerdings nicht, sondern nutzt sie selbst. Vor allem für sogenannte Corporate Engagements, also für die Durchführung von Shareholder-Aktionen, die die Gesellschaft im Auftrag institutioneller Investoren initiiert. SAM hingegen ist eine weltweit führende Kapitalanlagegesellschaft (KAG) im Bereich des SIs, die nicht nur „In-House-Ratings“ für das eigene Portfolio-Management durchführt. Die KAG entwickelt anhand dieser Ratings und in Kooperation mit der New Yorker Börse den Dow Jones Sustainability Index (DJSI), der weltweit vielleicht wichtigsten Index-Benchmark im Bereich der SI-Vermögensverwaltung. Mithilfe dieses Interviews sollte ein Einblick zum Punkt der Performanz im SI-Portfolio-Management gewonnen werden, vor allem im Hinblick auf die SI-Strategien „Best-In-Class“ und „Integration“ (siehe Glossar).

Mithilfe des gesammelten Interviewmaterials soll im Hauptteil der Arbeit genauer nachvollzogen werden, wie ESG-Parameter gewonnen und verarbeitet werden und welche Modelle beziehungsweise diskursive Logik hinter diesen mikrostrukturellen Prozessen stecken. Außerdem soll deutlich werden, inwieweit sich die durch ESG-Metriken konstruierten Handlungsräume für Portfoliomanager mit orthodoxen Rationalitätsordnungen der Finanzmärkte vereinen lassen, die im ersten Teil dieser Arbeit Beachtung finden. In diesem Zusammenhang

spielt unter anderem der Begriff des „Risikos“ eine wichtige Rolle. Letztendlich soll dadurch deutlich werden, ob und wie aus einem symbolisch konstruierten Handlungsraum eine eigene ökonomische Praxis entsteht. Die Feldstudie geht somit der Frage nach, ob in letzten Jahren und Jahrzehnten eine diskursive Verschiebung innerhalb des SI-Marktes gegeben hat, sodass neben ethisch-motivierten Anlegern auch renditeorientierte institutionelle Investoren verstärkt ökologische und soziale Aspekte in ihre Kalkulationen einbeziehen und dementsprechend „performativ“ handeln. Dieser neue Diskurs betont hypothetisch nun keine ethisch-moralischen Vorzüge eines SIs, sondern bezieht sich vornehmlich auf konventionelle und etablierte Rationalitätsordnungen von Finanzmärkten, nämlich auf Risiko- und Renditedimensionen.

Die unzähligen, individuellen und in diesem Fall „nachhaltigen“ Investmententscheidungen gelingen hypothetisch allerdings nicht nur durch die Überführung eines zunächst diffusen und undurchdringbar scheinenden Begriffskomplexes der Nachhaltigkeit in einen abstrakten und für den Markt lesbaren Raum abstrakter Symbolik. Vor dem Hintergrund, dass diese Kalkulationsprozesse zu einem Großteil durch institutionelle Investoren initiiert werden, entsprechen sie auch einer historisch gewachsenen institutionellen Struktur, die durch die sozial-räumliche Praxis des SIs reproduziert wird. Durch die Einordnung der „nachhaltigen“ Anlagepraxis in ihren institutionellen Zusammenhang soll diese Arbeit letztendlich nicht nur auf die mikrostrukturelle Komplexität der Investmentkultur verweisen. Anhand der zu skizzierenden „Glokalität“ des Handelns und der beispielhaften Darstellung eines Engagement-Prozesses, wird zusätzlich auch die Macht deutlich, die die symbolische Darstellung „nachhaltiger“ Messkennziffern für die Aneignung und Beherrschung physischer Räume besitzt. Damit soll die Arbeit auch der Forderung Lefebvres gerecht werden, lokale Raumproduktionen niemals losgelöst von ihrer übergeordneten Konfiguration zu betrachten, die eben durch die Überlappung und das Ineinandergreifen verschiedener Räume entsteht (Schmid, 2005). Lefebvres Entwurf einer dialektisch-materialisierenden Raumauffassung bietet deshalb auch den konzeptionellen Angelpunkt für den Einstieg in die Analyse, die die Essenz für ein generelles Verständnis der räumlichen Logik und Rationalitätsordnungen der Finanzmärkte bildet.

2 Geographien der Macht: Dialektisch-materialisierende Raumbetrachtung

Die räumliche Morphologie, in der sich die menschliche Zivilisation heute konstituiert, ist das Resultat einer Vielzahl historischer Prozesse und individueller Handlungen, die sich an ebenso unzähligen Orten dieser Welt abgespielt haben. Dies gilt nicht nur in Bezug auf die Materialität und die unterschiedliche Verteilung beziehungsweise den ungleichen Zugriff auf Güter und Ressourcen in verschiedenen Regionen. Auch menschliches Wissen und Logiken, die bestimmen, wie über diesen Zustand der Welt nachgedacht wird, entspringen einer bestimmten historisch gewachsenen, sozial-räumlichen Machtkonfiguration. Diese Denkweisen werden in gegenwärtig ablaufenden kulturellen Handlungen entsprechend re-kontextualisiert, fortgeschrieben und somit selbst Teil einer endlosen Schleife der Produktion von sozialem Raum, an der sich wiederum zukünftige Handlungen orientieren (Schmid 2005). Eine solch kulturhistorische und zugleich dialektisch-materialisierende Perspektive auf eine *Produktion von Raum* beschreibt Henri Lefebvre in seinem Werk „La production de l’espace“ (1986). „Die räumliche Praxis einer Gesellschaft bringt ihren Raum hervor; sie setzt ihn und setzt ihn voraus, in dialektischer Wechselwirkung; langsam, aber bestimmt erzeugt sie ihn, beherrscht ihn und eignet sich ihn an. Um die räumliche Praxis einer Gesellschaft zu entdecken und zu analysieren, muss man ihren Raum entziffern“ (Lefebvre 1991, zit. in Schmid 2005, 210). Lefebvre bezeichnet Raum hier weder als subjektives noch als objektives „Ding“ einer intellektuellen Betrachtung, sondern als soziales Konstrukt, welches durch gesellschaftliche Praxis entsteht. Grundlegend für diese These ist die Annahme, dass es zwar einen physisch-materiellen Naturraum gibt, dieser aber nicht mehr „natürlich“ ist, sobald er vom Menschen „angeeignet“ beziehungsweise „besetzt“ wurde. In diesem Sinne wird Natur zu sozialem Raum, als Produkt menschlicher Bearbeitungsprozesse. An dieser Stelle wird bereits deutlich, warum im weiteren Verlauf dieser Arbeit von einer dialektisch-materialisierenden und nicht etwa von einer rein *materialistischen* Raumbetrachtung die Rede ist. Zwar spielt die materiell-räumliche Infrastruktur für spezifische Handlungen – im Falle dieser Arbeit SIs – auch in den nächsten Kapiteln eine bedeutende Rolle. Dieser materielle Aspekt wird allerdings als Effekt spezifischen Wissens und entsprechender Konzeptionen betrachtet, die eben nicht als Materie vorliegen. Dementsprechend wendet sich die in dieser Arbeit zugrundeliegende Per-

spektive auf sozial-räumliche Prozesse strikt gegen ein rein materialistisches Verständnis von Raum. „By materialism we understand above all acknowledgement of the priority of nature over ‘mind’, or if you like, of the physical level over the biological level, and of the biological level over the socio-economic and cultural level; both in the sense of chronological priority . . . and in the sense of the conditioning which nature still exercises on man and will continue to exercise for the foreseeable future” (Gidwani 2009: 449). In diesem Zitat wird der Kontrast zu Lefebvres dialektischem Raumverständnis besonders deutlich. Er negiert zwar nicht das Vorhandensein des „natürlich Physikalischen“ und seine Rolle für die Entstehung sozialer Räume. Die Existenz des sozialen Raumes ist bei Lefebvre aber vielmehr durch die Umwandlung natürlicher Materie durch sozial-räumliche Interaktionsprozesse geprägt, durch die der Naturraum „angeeignet“ wird. Diese Handlungen haben dementsprechend eine spezifisch materialisierende Wirkung auf die Formierung des sozialen Raumes.

Die Transformation von natürlichen in sozialen Raum lässt sich nach Lefebvre in drei Dimensionen gliedern: Erstens in die „materielle Produktion“, die im real wahrnehmbaren Effekt der sozialen Umwelt mündet. Zweitens in die Wissensproduktion, der „Repräsentation des Raumes“, die den Raum als ideelles Produkt konzipiert. Drittens in die Bedeutungsproduktion, die die aus der Wissensproduktion hervorgegangenen ideellen Repräsentationen in „Räume der Repräsentation“ verwandelt beziehungsweise diese interpretiert und damit einen wahrnehmbaren Symbolraum hervorbringt; dieser ist gleichzeitig wieder mit der materiellen Produktion des Raumes verbunden (Schmitz, 2011). „Zentral an diesem Konzept ist die Gleichzeitigkeit der drei Momente: Der Raum wird zugleich konzipiert, wahrgenommen und gelebt. Diese drei Aspekte sollten nicht miteinander vermischt werden, aber sie lassen sich auch nicht voneinander trennen“ (Schmid 2005: 208). Lefebvre fokussiert mit dieser dreidimensionalen Raumkonzeption nicht nur auf die sozial-räumliche Praxis als einzig adäquate Analyseperspektive für die Aneignung des Raumes. Er wendet sich gleichzeitig auch gegen die Vorstellung einer objektiven Wahrnehmung von Raumwirklichkeit, durch die sich Raum und alle in diesem ablaufenden gesellschaftlichen Prozesse „wahrheitsgemäß“ beschreiben ließen. Er kritisiert damit die Auffassung einer strukturalistisch-positivistischen Wissenschaft, die genau diese „Objektivität“ für sich zu vereinnahmen versucht, indem sie die durch sinnliche Beobachtung der Gesellschaft wahrnehmbaren Vorgänge als Naturgesetze einer realen Raum-Wirklichkeit auffasst (Gregory 2009, Barnes 2009). Humanwissenschaftlich generierte „Fakten“ kennzeichnen diesem Denken nach Strukturen, die eine scheinbar außerhalb jeglicher sozial-räumlichen Praxis stehende Umwelt beschreiben. Lefebvre hingegen argumentiert, wie bereits skizziert, dass sich kein Raum wahrnehmen ließe, ohne diesen vorher gedanklich zu konzipieren. Dadurch lässt sich seine Theorie in diesem Punkt einer poststrukturalistischen

Denkweise zuordnen, denn „[poststructuralism rejects] certain readily identifiable modernist conceptions of knowing, the knower and the known“ (Gibson-Graham 2002, 95). Wissenschaft bedeutet nach diesem anti-essentialistischen und wider-fundamentalistischem Konzept eben *keine* wahrheitsgemäße Reflektion einer objektiv wahrnehmbaren Welt. Im Gegenteil, „Wissen“ ist Resultat einer „individuell gearteten Wirklichkeit des Lebens“ (Weber 1991: 49), durch die Wissenschaftler und ihre objektivierten Abstraktionen subjektiver Raumwahrnehmungen immer wieder historisch formierter Logik und Ideologie aufsitzen. Die mögliche Leugnung und Vertuschung dieser ideologischen Formierung des Wissens begründet aber gleichzeitig die Macht der Wissenschaft als Institution und ihren erheblichen Einfluss auf die politische Ausrichtung und die materielle Produktion des sozialen Raumes. Die Verknüpfung dieser Kritik mit Konzepten des Poststrukturalismus dient an dieser Stelle sowie im weiteren Verlauf zum einen der Vertiefung des Arguments, da „Lefebvre seine eigenen theoretischen Grundlagen nur unvollständig offenlegt“ (Schmid 2005: 231). Zum anderen zeigt es die Parallelen zum „handlungsorientierten“ Performativitätsansatz der KGdÖ, der ebenfalls eine zum Großteil poststrukturalistische Perspektive vertritt. Dieser Zusammenhang wird speziell im letzten Teil dieser Arbeit nochmals konkretisiert, wodurch die zunächst abstrakt erscheinende dreidimensionale Dialektik des Raumes in einen forschungspraktischen Zusammenhang gestellt wird.

2.1 Poststrukturalistische Konzepte und Raumverständnis nach Lefebvre

Lefebvres Kritik an der ideologischen Formation des Wissens entzündet sich, wie bereits skizziert, an der wissenschaftlichen Praxis, den sozialen Raum — mehr oder weniger bewusst — als „Objekt“ einer rationalen Betrachtung zu verstehen. Dieser fatale Trugschluss basiere zunächst auf der „formalen Logik des Denkens“. Durch diese Logik werde die Welt geordnet, der soziale Raum in „beobachtbare“ Parzellen aufgeteilt und die im Raum agierenden und verwendeten Gegenstände, Individuen, Kollektive sowie gedanklichen Abstraktionen zu Objekten geformt. „Die formale Logik ist die Logik des Augenblicks, der Affirmation und des Objekts, isoliert und in ihrer Isoliertheit bestärkt. Sie ist die Logik einer vereinfachten Welt [...]“ (Lefebvre 1966: 26, zit. in Schmid 2005). Diese Formulierung, die das Konzept der formalen Logik als Konstrukt der Zeit, der wertenden Zuordnung und der Objektivierung begreift, erinnert an sprachtheoretische Ansätze des Poststrukturalismus, die ihre Wurzeln in der Zeichentheorie Ferdinand de Saussures haben (Stork 2004: 592-594). Der poststrukturalistische Denker Jacques Derrida (1967) griff diese Theorie auf, indem er, ebenfalls auf der Ebene

der Sprache argumentierend, einen abendländischen *Logozentrismus* beschrieb, der die komplex verwobenen Strukturen des sozialen Raumes in „logische“ Einzelteile zerlegt. So spricht Derrida von einer konzeptionellen Gliederung der Wirklichkeit durch die soziale Produktion von Binärsystemen, die eine natürlich anmutende Ordnung der Welt erzeugt (Gibson-Graham 2002). Solche „Binäre“ bestehen etwa für die Konzepte:

Geist/Körper
Rationalität/Emotion
Objektivität/Subjektivität
Wirtschaft/Soziales
Theorie/Praxis
Mann/Frau
(usw.)

Dieser Teil einer sozial-räumlichen Praxis liegt grundsätzlich auch Lefebvres Konzept der gleichzeitigen Wahrnehmung, Konzeption und praktischen Erschaffung von Raum zugrunde. In dem Moment, in dem der Mensch etwas im Raum wahrnimmt, denkt oder sprachlich beschreibt, grenzt er es gleichzeitig zu anderen Dingen ab, wodurch Raumwahrnehmung, ihre Konzeption und ein dementsprechendes Handeln erst entstehen können (Lefebvre 1975). Durch die scharfen Trennlinien zwischen den einzelnen Begriffs-Entitäten wird die Komplexität der Welt reduziert. Dies geschieht, indem die mannigfaltige Beschaffenheit von Dingen, Individuen und Kollektiven sowie ihre komplexe Beziehung zueinander auf einzelne abstrakte Identitäten und Kategorien reduziert wird. Eigenschaften, welche in dieser „Logik des Augenblicks“ scheinbar nur ihnen gehören. Die eigenständige Bedeutung und Identität, die einem einzelnen Objekt in der Regel zugemessen werden, unterliegen dementsprechend keiner starren, sondern einer zeitlich begrenzten Fixierung. Dies betont zum einen den historisch-prozessualen Charakter jedweder Sinnstiftung (Berndt & Boeckler 2007), den auch Anhänger der KGdÖ-Perspektive vertreten, macht zum anderen aber auch deutlich, dass es nicht nur einen einzelnen sozialen Raum gibt, sondern viele verschiedene soziale Räume parallel zueinander bestehen können, die nach unterschiedlichen Codes funktionieren. Diese stellen für den singulären Begriff „sozialer Raum“ eine nicht zählbare Gesamtheit dar (Schmid 2005). „Wenn diese Räume isoliert betrachtet würden, bliebe jeder von ihnen eine bloße Abstraktion. Als konkrete Räume hingegen, als Netzwerke, als Märkte sind sie miteinander artikuliert. Diese Räume zerstören sich nicht gegenseitig, sondern durchdringen und überlagern sich“ (ebd.: 215). Derrida und andere Poststrukturalisten stellten allerdings nicht nur einen histo-

risch-prozessualen, sondern damit zusammenhängend auch einen patriarchalen Charakter und somit eine Machtstruktur der Binäre fest, weshalb in der Kulturtheorie auch vom „Phallogentrismus“ die Rede ist (Feldmann & Schlüting 2004: 524). Auch Lefebvre erkannte in dieser formalen Logik der Trennung, die einem analytischen Geist entspringe und sich zunächst in der Sprache artikuliere, eine *Macht*, die mit dem Zwang zur Kohärenz und Reduktion einhergehe. Gerade diesen Reduktionismus sieht er in der modernen westlichen Wissenschaft institutionalisiert. Die formale Logik mache es „der Wissenschaft“ möglich, durch die Verleugnung der historisch-ideologischen Konstruktion der kulturellen Denkmuster, Wissen als *objektive* Repräsentation des Raumes erscheinen zu lassen, wodurch ein Instrument zur Beherrschung entstehe. Diese „Herrschaft des Logos“ trete letztendlich auch ein, denn Wissenschaft verbrüdere sich mit der exekutiven Macht, bei Lefebvre mit „dem Staat“ (Schmid 2005). Beide Systeme machten sich die Binärstruktur des Denkens zu Eigen, anstatt sie aufzulösen und benützten die Binärmuster, um praktische Politik umzusetzen. „Unter dem Banner der Wissenschaftlichkeit konstruiere der Reduktionismus vereinfachte Modelle, um sie danach zum absoluten Wissen zu transformieren. [...] Die systematische Reduktion [entspricht] letztendlich einer politischen Praxis, sie dient dem Staat und der politischen Macht als Mittel zur Reduktion der gesellschaftlichen Widersprüche, und zwar nicht in der Form der Ideologien, sondern explizit als Wissen“ (ebd.: 102).

Mit der Verknüpfung von ideologisiertem Wissen und praktisch-pragmatischer Politik lässt sich Lefebvres Kritik auch mit dem poststrukturalistischen Diskursbegriff vereinen, der entscheidend von Michel Foucault (1981) geprägt wurde. Diskurse sind als spezifische sprachliche Repräsentationen zu verstehen, durch die Sinnhaftigkeit für bestimmte Handlungen produziert, Identitäten geprägt, soziale Beziehungen konstruiert oder politische und ethische Folgen bestimmter gesellschaftlicher Vorgänge gerechtfertigt werden. Auch Foucault vertrat die Auffassung, dass es vor allem die Sprache ist, die unsere Konzeption der Welt maßgeblich beeinflusst. Die darüber hinaus aber auch ein entsprechendes politisches Handeln nach sich zieht, welches der Welt ihre Gestalt verleiht (Coe et al. 2007). Die durch Sprache und ihre evozierten Handlungen zutage tretende, scheinbar „logische“ Konzeption eines zweckhaften Lebens beziehungsweise einer sinnvollen Organisation der Welt ist damit immer auch Ausdruck eines diskursiven Ausübens von Macht. „Discourses thereby shape the contours of the Taken-For-Granted-World, naturalizing and universalizing a particular subject formation and view of the world“ (Campbell 2007: 166-67). Bei Foucault wird somit die Dimension des Wissens als Konzeption und Repräsentation des Raumes vor allem im sprachlichen Diskurs offensichtlich. Diesem wird gleichzeitig der mögliche Effekt einer materiellen Ausprägung zugestanden.

2.2 Wissen und Expression: Zur „sinnvollen“ Konstruktion sozialen Raumes

Auch für Lefebvre spielt Sprache im Diskurs eine sehr entscheidende Rolle für die Repräsentation des Raumes. Allerdings erweitert er den Diskursbegriff um weitere Medien der symbolischen Abstraktion: Karten, Pläne, abstrakte Bilder und vor allem mathematische Zeichensysteme, die alle wiederum vom Wissen durchdrungen das „Gewusste“ visuell konzipiert darstellen. Dieses visuelle Moment des Wissens ist für Lefebvre zentral für den Zusammenhang und die Übersetzung einer rein gedachten Repräsentation des Raumes in entsprechende symbolische Raumrepräsentationen und die damit verwobene sozial-räumliche Praxis, der die materielle Produktion des Raumes zugrunde liegt. Durch seine sprachliche Artikulation und die Visualisierung durch andere abstrahierende Medien, wird der gewusst-konzipierte Raum „wahrnehmbar“ und fügt sich damit ein in den Dreiklang der sozialen Raumproduktion von Konzeption, Wahrnehmung und Handlung. Darüber hinaus wird die Abstraktion durch die symbolische Darstellung, vor allem durch die Nutzung einer mathematischen Symbolik und der daraus erwachsenen Praxis des Rechnens, perfektioniert (Schmid 2005). Denn in keinem anderen Raum des Wissens löst sich das Objekt so sehr vom Subjekt, von der Emotion und der Expressivität, wie in der numerisch-visualisierten Repräsentation des mathematischen Kalküls. „Das Wissen, wie wir eine kalkulatorische Symboloperation durchführen, trennt sich von dem Wissen, womit wir dabei eigentlich umgehen. Das ‚Wie‘ wird von dem ‚Was‘ und dem ‚Warum‘ epistemisch dissoziiert. [...] es ist die Grundform eines technisch mediatisierten Tuns“ (Krämer 1997: 116). Die Skizzierung dieser Kulturtechnik, die Vollmer (2012) im Finanzmarktkontext als mathematische Praxis des „upkeyings“ bezeichnet (ebd.: 103), dient bereits als erster Fingerzeig für den Symbolraum der ESG-Ratings und seiner Metrik. Ohne an dieser Stelle auf den Begriff der „Nachhaltigkeit“ vertieft eingehen zu wollen, wird auch hier ein sprachlich-konzeptionell sehr schwer zu definierendes Konstrukt durch Zahlen und Scores so stark abstrahiert und homogenisiert, dass es für weitere Kalkulationen auf dem Finanzmarkt nutzbar wird. Lefebvre beschreibt die „absoluten“ Abstraktionen in mathematischen Symbolräumen deshalb auch als Fetisch. „Er [der mathematische Symbolraum] impliziert eine Ideologie: Das Primat der abstrakten Einheit. [...] Er dient der Reduktion des dreidimensionalen Raumes auf zwei Dimensionen“ (Schmid 2005: 263). Mathematisches Kalkül ist somit nicht nur ein äußerst effizientes Instrument der Reduktion, sondern auch ein Mittel

zum Vollzug der binären Trennung und somit ein Inbegriff der Macht, die Lefebvre durch *Erkenntnis* aufzuheben versucht.⁸

Wie vielleicht in keinem anderen „binär-logisch“ geordneten Subsystem der Gesellschaft, tritt diese „Effektivität“ des Zahlengebrauchs bei der Parzellierung und Trennung von Räumen so offensichtlich zutage, wie beim Konzeptionieren, Wahrnehmen und „Leben“ des kapitalistischen „Wirtschaftsraumes“ und seinen Märkten. Durch die Praxis des Rechnens und die Nutzung der Zahlensymbolik konnte insbesondere der Finanzmarkt — als einer von vielen sozial produzierten Räumen — und seine heute zentralen Akteure, die institutionellen Investoren, zu gewichtigen „Mächten“ des gesamten sozialen Raumes aufsteigen. Denn anders als in Lefebvres Ausführungen dargelegt, ist es nicht ausschließlich „der Staat“ mit dem „das Wissen“ zu einer mächtigen gesellschaftlichten Einheit koalitiert. Befähigt über effektive mathematische Symboloperationen zu verfügen und diese zu Ikonen einer rationalen Effizienz zu stilisieren, sind es im neoliberalen Zeitalter nun „die Märkte“ und ihre handelnden Akteure selbst, die die Materialität des Raumes definieren. Vor allem, weil die durch sie praktizierte „In-Wert-Setzung“ sozialer Entitäten durch mathematische Codierung immer mehr soziale Räume zu durchdringen versucht und überlagert. „For the neoliberals the state does not define and monitor market freedom, for the market is itself the organizing and regulative principle underlying the state. From that angle it is more the case of the state being controlled by the market” (Lemke 2001: 200). Durch die Einbeziehung sozialer und ökologischer Faktoren in die „Rationalität der Finanzmärkte” stellt sich deshalb die Frage, ob und inwieweit zuvor getrennte Sphären im Sinne der Binärlogik Markt/Nicht-Markt aufgelöst werden und wo neue Trennungen entstehen. Der Prozess der „Vermarktlichung“ (Marketization) beschreibt aus dieser Perspektive die Ausweitung der Marktmetrik in zuvor von Finanzmarktakteuren unbeachtete soziale Räume und die Inklusion der dadurch neu gewonnenen Daten in den mathematischen Kalkulations- und kapitalistischen Verwertungsprozess (Berndt & Boeckler 2011).

⁸ Den Unterschied zwischen Wissen und Erkenntnis definiert Lefebvre wie folgt: „Während das Wissen im Dienst der Macht steht, anerkennt die kritische und subversive Erkenntnis diese Macht gerade nicht. Sie enthält sowohl ihre eigene Kritik, die sie relativiert, als auch die Kritik des Bestehenden, die sie auf das Wirkliche und das Mögliche hin öffnet“ (Schmid 2005: 102).

3 Ökonomie als Kultur: Konstruiertes Binär der Ökonomik

Im medialen und politischen Diskurs fällt auf, dass „die Wirtschaft“ nicht nur als klar definiertes Subsystem der Gesellschaft, sondern als eine Art eigenständiger Organismus dargestellt und konzipiert wird. Im konventionellen Sinne agiert „sie“ scheinbar als eigenes Wesen, losgelöst und außerhalb von anderen gesellschaftlichen Bereichen. „Economy and culture [im Sinne von Sozialem] are often sharply separated, put into quite different conceptual boxes” (Barnes 2005: 62). Nicht zur ökonomischen Sphäre im (neo-)klassischen Sinne gehören demnach unter anderem gesellschaftliche Normen- und Wertesysteme, durch die wir bestimmten Dingen, Handlungen, Menschen oder anderen Lebewesen mal mehr und mal weniger Bedeutung zumessen; soziale Beziehungen, die uns verbinden mit Familienangehörigen, Freunden, Arbeitskollegen oder Nachbarn; politische Prozesse oder auch Vorgänge in der „natürlichen“ Umwelt, die sich in der Natur aber eben nicht in „der Wirtschaft“ abspielen (Coe et al. 2007). Das Binär Wirtschaft/Soziales ist somit ein Paradebeispiel für ein westlich-logozentristisches Denkmuster der Trennung, wobei alle Prozesse, die zum System der Wirtschaft gehören, allgemein als „rational“ und „effektiv“ angesehen werden, also positiv besetzt sind, während soziale Vorgänge dies nicht zu sein scheinen (Barnes 2005). Erst durch diese Trennung werden „die Wirtschaft“ und auch „der Markt“ als ideelle Konstruktionen und somit als scheinbar „eigenständige Objekte“ wahrnehmbar. Wieso aber gilt es für viele Menschen heute als „logisch“, das Wirtschaftssystem im Sinne Lefebvres als einen eigenen Raum zu konzipieren und wahrzunehmen? Und darüber hinaus: Welche Ursprünge und Folgen hat die Annahme einer *Effizienz*, die dieses Konzept scheinbar so natürlich durchdringt?

Noch zu Beginn des 18. Jahrhunderts war — „in den Köpfen“ der Menschen Europas und Nordamerikas — ein exklusives Verständnis wirtschaftlicher Prozesse noch nicht vorhanden. Das Verb „wirtschaften“ bezog sich zu dieser Zeit noch fast ausschließlich auf die Verwaltung des eigenen familiären Haushalts, in dem alle zum Leben notwendigen Güter und Dienstleistungen in Eigenregie produziert wurden. Erst mit der sich zunächst langsam entwickelnden Arbeitsteilung, die mit der einsetzenden industriellen Revolution dann rasch fortschritt, wurde in den europäischen Gesellschaften die Voraussetzung für die Entwicklung eines Bewusstseins geschaffen, das „Ökonomie“ als etwas wahrnahm, was über die Bewirtschaftung des eigenen Haushalts hinaus ging und außerhalb der individuellen Kontrolle existierte.

tierte (Coe et al. 2007). Der Ort sowohl der symbolischen als auch materiellen Repräsentation und der Inbegriff dieses neuen „ökonomischen Denkens“ war neben der Fabrik vor allem der Markt, denn die Zeit der Industrialisierung war in Europa auch von einer sich immer weiter ausbreitenden „Marktwirtschaft“ geprägt. Genau diese Etablierung des Marktes als zentralen Ort für den Ablauf ökonomischer Prozesse ist allerdings keine zwangsläufige Konsequenz des Übergangs vom mittelalterlichen „Bedarfsprinzip“ der Subsistenzwirtschaft zum „Erwerbsprinzip“ der industriellen Produktion. Vielmehr ist dieser Vorgang das Resultat einer umfangreichen Konzeptionierung des „Marktraumes“ durch die Philosophie und der sich — ebenfalls im Laufe des 18. Jahrhunderts — entwickelnden Ökonomik als eigenständige Wissenschaftsdisziplin. Zwar sind insbesondere arbeitsteilige Gesellschaften auf Tauschakte angewiesen, die eine Verteilung von Gütern gewährleisten, da der Mensch für sein physisches Überleben eine Vielzahl von Dingen benötigt, die er im Falle der Arbeitsteilung nicht selber herstellt. Prinzipiell könnte diese Distribution von Gütern zwischen den gesellschaftlichen Akteuren aber auch durch andere Tauschlogiken erfolgen, wie etwa Reziprozität oder Redistribution (Aspers & Beckert 2008: 225-27). In kapitalistischen Wirtschaftssystemen ist es jedoch idealtypisch „der Markt“, der die Güter zwischen den Gesellschaftsmitgliedern verteilt: „What differentiates the capitalist economy, from gift giving, tribute, subsistence economy, is the way distribution is structured — as market exchange.“ (Polanyi, [1944] 1968, zit. in Knorr Cetina 2006: 551). Wie aber kam es zur Etablierung des Marktes als gesellschaftliches Verteilungsideal, wenn es in unzähligen westlichen Gesellschaftsformen vor und im Falle planwirtschaftlicher Systeme auch nach dem 18. Jahrhundert hauptsächlich eben nicht der Markt war, über den der Gütertausch in der sozialen Praxis abgewickelt wurde? Die Antwort auf diese Frage muss, wie bereits angedeutet, in der Entstehung der Wirtschaftswissenschaften gesehen werden, die sich zunächst als Disziplin der „Politischen Ökonomie“ formierte, sich im Laufe der Zeit aber immer mehr auf die Ebene individueller ökonomischer Entscheidungen fokussierte. Die entstehende „Kultur des Kapitalismus“ und die damit einhergehenden materiellen Prozesse der gesellschaftlichen Industrialisierung wurden so konzeptionell gerahmt, wobei die Annahme der „Effizienz von Märkten“ ein omnipräsentes Paradigma bildete. Schon die ersten Theorien des Faches, die zu großen Teilen noch heute zur orthodoxen Lehre der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultäten gehören, hoben den Markt als zentrales Konzept hervor, durch den ökonomisches Handeln „sinnvoll“ und „effizient“ strukturiert wird. Zu den wichtigsten dieser Ur-Konzeptionen gehört das Theorem der „unsichtbaren Hand“, welches von Adam Smith in seinem Buch „The Wealth of Nations“ im Jahr 1776 entwickelt wurde. „By seeking only their own enrichment and advancement, individuals unconsciously benefited society as a whole in the process. [...] Each individual is led by an invisible hand to promote

an end which was no part of his intention.“ (Smith, [1776] 1976 zit. in: Coe et al., 2007: 39). Marktförmiges Handeln diene laut Smith demnach nicht nur dem individuellen Vorteil, sondern bereite auch den Weg zu einer modernen Industriegesellschaft, die sich als neue gesellschaftliche Entwicklungsstufe und nationalstaatlich organisierte Einheit formieren solle. Diese Ideologie eines überlegenen Marktmechanismus gegenüber anderen gesellschaftlichen Tauschsystemen, und vor allem die Vorstellung des Effekts einer positiven „gesamtschaftlichen Entwicklung“, diente in den folgenden Jahrzehnten als politische Rechtfertigung für eine immer tiefer greifende Ausgestaltung des sozialen Raumes nach marktwirtschaftlichen Prinzipien, im Zuge der sogenannten Laissez-faire Politik. Die kapitalistische Gesellschaft des 19. Jahrhunderts mit dem Marktprinzip als zentralem Strukturierungsmerkmal muss somit zwingend als Repräsentation eines durch wirtschaftswissenschaftliche Konzeption strukturierten Diskurses gesehen werden, der den gesellschaftlichen Umwälzungen dieser Zeit einen übergeordneten „Sinn“ verlieh. Diese Sinnhaftigkeit einer umfassenden gesellschaftlichen Vermarktlichung wurde erst zu Beginn des 20. Jahrhunderts in Frage gestellt und nach dem zweiten Weltkrieg durch den „Keynesianismus“ stärker reguliert (siehe Kapitel 4).

3.1 Die Macht der Zahlen: Mathematisches Kalkül als soziale Marktpraxis

Das durch Smith evozierte Verständnis, „Wirtschaft“ als ein marktförmiges Zusammenspiel einzelner ökonomischer Akteure zu verstehen, die in ihrer Gesamtheit mehr als die „Summe ihrer Teile“ bedeuteten, war bereits ein erster Schritt, Ökonomie als ein „eigenes gesellschaftliches System“ aufzufassen (Coe et al. 2007). Während andere Nationalökonomien wie David Ricardo und Thomas Malthus den Grundstein für die Trennung im Sinne des Binärs Wirtschaft/Soziales legten (Dale 2010), wurde eine „logische“ Dichotomie erst durch die neoklassische Theorie eines allgemeinen ökonomischen Gleichgewichts vollzogen, in dem wiederum der Markt die zentrale Rolle spielte. Die neoklassische Ökonomik findet ihre theoretischen Wurzeln in den Arbeiten von Stanley W. Jevons (1871 [1965]), Léon Walras (1874 [1988]) und John B. Clark (1899 [1927]).⁹ Diese schufen Ende des 19. Jahrhunderts ein Marktmodell, welches noch heute der wirtschaftswissenschaftlichen Orthodoxie entspricht. Dieses bestimmt maßgeblich die gesellschaftliche Konzeption, Wahrnehmung und „Bearbeitung“ der Wirt-

⁹ Auf Bates geht die Theorie des „vollkommenen Marktes“ zurück, Walras verfasste ein erstes „Modell der relativen Preise“ und Clark prägte in seinen Arbeiten vor allem die Konzepte des „Grenznutzens“ und des „Wettbewerbs“.

schaft als eigenständigen sozialen Raum, der durch die beständige Re-Kontextualisierung seiner Inhalte fortlaufend reproduziert wird. Die neoklassische Theorie entwickelt die Ideen Adam Smiths‘ weiter und entwirft das Bild des *Homo Oeconomicus*, der rational und nutzenoptimierend, die auf dem Markt verfügbaren Waren vergleicht und bewertet. Aus neoklassischer Sicht ist der Markt der Ort der Preisbestimmung, an dem Angebot und Nachfrage infolge einer rationalen Nutzenabwägung in ein Gleichgewicht gebracht werden, was letztendlich die effiziente Allokation von Ressourcen durch Preise ermöglicht. „Wenn Märkte einmal existieren, produzieren sie Preise. Ohne Preise gibt es keinen Markt. Um zu funktionieren, sind Märkte auf irgendeine Art von Preismechanismus angewiesen“ (Hiß & Rona-Tas 2012: 3). Aus Sicht der Neoklassik ist der Preis Resultat einer individuellen Nutzen-Kalkulation, die durch vollkommene Informiertheit der Marktakteure ermöglicht wird. Genau dieser Begriff des *Nutzens* repräsentiert deshalb die „Rationalität“, die man noch heute mit der Ökonomie als eigenständigen sozialen Raum verbindet, denn „utility represented a common element in all economic transactions and rendered them as comparable and quantifiable“ (Coe et al. 2007: 40). Von Marktrelevanz sind demnach nur Informationen, die numerisch quantifizierbar sowie mathematisch berechenbar sind und somit die „objektive“ Kalkulation von Preisen ermöglichen.

Die Annahme marktförmiger Rationalität, die den Markt und die Wirtschaft als Objekt von anderen sozialen Räumen unterscheidet, hängt somit direkt mit der Praxis des kalkulativen Zahlengebrauchs zusammen. Denn die Kalkulation ist, mit dem Ziel der Repräsentation einer „vollständigen Information“ durch den numerisch-abstrakten Marktpreis, ein zentrales Element marktförmigen Handelns. „Kalkulation wird in der Regel mit Objektivität, mit einer durch standardisierte Techniken ermöglichten Reproduzierbarkeit und mit der Vorstellung einer Distanz von messendem Subjekt und Messobjekt gleichgesetzt, die Rückwirkungen des Gemessenen auf das Messsubjekt auszuschließen in der Lage ist“ (Vormbusch, 2012 a: 34). Dieses Zitat impliziert drei wichtige Aspekte, die für den weiteren Verlauf dieser Arbeit von Bedeutung sind. Erstens bedürfen Kalkulationsprozesse allgemein und speziell auch die marktförmige Kalkulation standardisierter Techniken, also einer genormten Messapparatur beziehungsweise einer Infrastruktur, welche ein messbares Objekt hervorbringt. Zweitens deutet die Formulierung, dass Kalkulation „im Allgemeinen“ mit Objektivität gleichgesetzt wird, auf einen starken „Glauben“ abendländischer Gesellschaften an den Wahrheitsgehalt von Zahlen hin. Ein Prozess, der selbst eng mit dem kulturellen Aufstieg der Marktwirtschaft

im westlichen Kapitalismus zusammenhängt (Vormbusch 2012 a).¹⁰ Diese besondere Bedeutung des gesellschaftlichen Zahlengebrauchs verweist drittens auf die konstitutive „Macht der Zahlen“ für die gesellschaftliche Auffassung von Wahrheit und die damit vordeterminierten sozial-politischen Handlungsräume, die diese numerischen „Fakten“ eröffnen. Mit *Rationalität* muss auf Märkten damit „nicht nur eine instrumentelle Beziehung von Zwecken und Mitteln, sondern auch der mit Modellen verbundene Legitimitätsglaube und ihre Wirklichkeitsgeltung (ihr epistemischer Status also) verstanden werden“ (Vormbusch 2012 b: 315-16). Das neoklassische Marktmodell ist somit konstitutiv für das kulturell vorherrschende Binär Wirtschaft/Soziales. Denn ökonomische Rationalität kann in diesem Modell nur durch die Annahme und Abgrenzung eines kalkulatив-objektivierbaren Wirtschaftsraumes zu einem scheinbar anarchisch-emotionalen Sozialraum entstehen. Anstatt an dieser Stelle einen bloßen Raum der Repräsentation festzustellen, beschreibt Callon (1998) diese Abgrenzung prozessual mit dem Begriff des „Framings“. Ein Ausdruck, der im theoretischen Kontext der KGdÖ und somit im forschungspraktischen Teil dieser Arbeit eine besondere Relevanz besitzt. Während es Märkten mithilfe einer spezifischen Infrastruktur gelinge, quantifizierbare Objekte zu produzieren (disentanglement) und diese mit kalkulierenden Subjekten zu verbinden (entanglement), um so Werte in Preise zu verwandeln, handelt es sich beim ideellen Konzept des „Sozialen“ scheinbar um einen Raum, der zwar „emotionale Werte“ enthält, welche aber keinen berechenbaren Preis und somit keine ökonomische Relevanz besitzen (MacKenzie 2008: 13-15). Diese Logik der *Externalität* führt zum einen zu der geistigen Barriere, ökonomische Handlungen gleichzeitig auch als soziale beziehungsweise kulturelle Akte aufzufassen, was diese selbstverständlich sind. Zum anderen „entwertet“ dieses Denken auch Prozesse und Dinge, die nicht ins ökonomische Kalkulationsschema passen, weil diese scheinbar minderen, nicht-mathematischen Logiken unterliegen. Doch gerade die soziale Praxis Dinge aus ihrem komplexen Beziehungsgeflecht zu entkoppeln und in scheinbar berechenbare Objekte zu

¹⁰ Der Glaube an die Objektivität von Zahlen hängt stark mit der gesellschaftlichen Verbreitung und Eintübung „kalkulativer Praktiken“ zusammen, die sich parallel zur Einführung der industriellen Zeit- und Arbeitsdisziplin gesellschaftlich immer stärker etablierten. Der materiellen Ausprägung von Märkten und der Entstehung von Fabriken musste demnach nicht nur eine technische, sondern auch eine mentale Revolution der „mathematischen Rationalisierung“ vorausgehen, die große Teile des anglo-europäischen Raumes in dieser Zeit zu erfassen im Stande war. Auch dieser Umstand verweist wiederum auf die dreidimensionale Produktion des sozialen Raumes, wie sie Lefebvre beschreibt. Bereits die Soziologen Werner Sombart (1923 [1913]) und Max Weber (1958 [1923]) sahen den ökonomischen Zahlengebrauch, nicht nur auf betrieblicher, sondern auch auf breiter gesellschaftlicher Basis, als zentralen Antrieb für die Entstehung der westlich-kapitalistischen Marktwirtschaft, angelegt. Sombart prägte in seinen Ausführungen den Begriff des „kapitalistischen Geistes“, den er auf Ebene der „kapitalistischen Unternehmung“ in der Praxis der (doppelten) Buchführung und auf individuell-persönlicher Ebene durch eine allgemeine Rechenhaftigkeit etabliert sah, welche als kalkulative Praktik kontinuierlich alle Sphären des wirtschaftlichen Handelns durchdrang und sich gesellschaftlich als bürgerliche Tugend etablierte (Vormbusch 2012 a).

transformieren, muss als spezifische „Kultur der Ökonomie“ verstanden werden, die im Kapitalismus eine besondere Macht besitzt. In diesem Kontext widerspricht ein SI auf dem ersten Blick der orthodoxen Marktlogik, weil es eben ökologische und soziale Aspekte in den Bewertungsprozess von Wertpapieren einbezieht, die traditionell keiner numerischen Objektivierung unterliegen und damit für den Markt nicht relevant sind. Der kalkulative Objektivierungs-Effekt marktförmigen Handelns verweist somit auch auf die derrida'sche Positiv/Negativ-Struktur kulturell produzierter Binäre und auf Lefebvres Kritik der formalen Logik beziehungsweise der daraus entstehenden Repräsentation des Raumes und seiner Raumrepräsentation durch Kohärenz- und Reduktionstechniken.

Letztendlich sind numerisch-kalkulative Bewertungsstrategien auf Märkten ein entscheidender Teil der sozialen Praxis des Tausches, durch den der Kauf und Verkauf von Waren realisiert wird. Es ist somit diese spezifische Kultur des Kalkulierens, die Märkte in ihrer Materialität und Symbolik entscheidend kreiert, welche durch die kontinuierliche Verwendung dieser kalkulativen Rechenpraktiken beständig reproduziert werden. Es wird offensichtlich, dass erst durch das „Pricing“, Dinge zur Ware und somit zum Objekt einer ökonomischen Betrachtung werden können, die dann einen marktförmigen Austauschprozess zwischen Angebots- und Nachfrageseite ermöglicht. „Die Wahrnehmung von Objekten [wird] durch ihre Berechnung fixiert und stabilisiert [...]: Sie sind dann so wie sie berechnet worden sind“ (Kalthoff & Maesse 2012: 203). Allerdings handelt es sich auch bei der Berechnung von Marktpreisen um keine starren Fixierungen, denn „der Sinn des Rechnens ergibt sich aus der Richtigkeit des Kalküls, der Formel oder der Rechnung sowie aus den Unterscheidungen, die es setzt. Rechnen ist zentral daran gebunden, dass Kategorien, die ordnen, klassifizieren und harmonisieren, Unterscheidungen operativ umsetzbar machen“ (ebd.). Das bedeutet: Werden durch Wissensproduktion ökonomische Berechnungsgrundlagen und harmonisierte Kategorien erweitert oder neue relevante Kategorien bestimmt, die die Bewertung eines Gutes beeinflussen beziehungsweise neu definieren, hat dies Auswirkungen auf die Formel zur Preisbestimmung und verändert somit den Preis selbst. Theoretisch verweist dieser Umstand zum einen auf die bereits angesprochene (nur) temporale Fixierung kultureller Objekte, praktisch zeigt es zum anderen aber auch die Modellhaftigkeit von Preisen auf.

3.2 Kalkül der Finanzmärkte: Die Zukunft berechnen

Im Gegensatz zu Märkten in der „Realökonomie“, die auf einer zeitlich vorgelagerten Produktion von Gütern und Dienstleistungen und einem nachgelagerten Tausch dieser Güter (mit Geld) beruhen, werden auf Finanzmärkten Zahlungsverprechen gehandelt. Während der Erwerb einer „realen“ Ware — die mit dem Taufakt einen durch den Marktpreis vermittelten Wert realisiert — auf die Effizienz eines Produktionsprozesses in der Vergangenheit verweist, sind Finanzmärkte zukunftsorientiert. Wer eine Aktie oder eine Anleihe kauft, der erwirbt diese Wertpapiere in der Erwartung, dass das zugrundeliegende Unternehmen mit seinen Produkten in der Zukunft Erträge erwirtschaftet. Ein Aktien- oder Anleihekurs beziehungsweise der Preis des entsprechenden Wertpapiers entspricht somit einem *Erwartungswert* der Summe zukünftiger Erträge (Windolf 2005 b). Der Begriff des Erwartungswertes lässt erahnen, vor welchen Dilemmata Finanzmarktakteure stehen: Zum einen ist ein Wertpapier als „Ding“ selbst eine äußerst abstrakte Ware, die sich ausschließlich durch „Appräsentation“ wahrnehmen lässt (Brügger & Knorr Cetina 2002). Werte und Preise sind auf dem Finanzmarkt also nur durch symbolische Abstraktion und die Visualisierung ökonomischer Informationen fixiert, die einer appräsentativen Logik folgend, auf das „Große und Ganze“ hinter dieser Metrik verweisen. Die finanzmarktrelevanten Informationen werden durch global vernetzte Rechensysteme, Bildschirme, schriftlich standardisierte Interaktionsformen und Zeiterwartungen sowie eine Vielzahl weiterer Prozesse des Ineinandergreifens von Mensch-Maschine-Handlungen (Akteurs-Netzwerk) vermittelt. Klus (2012) spricht Finanzmärkten deshalb eine eigene „sozio-materielle Logik“ zu. Knorr-Cetina (2012) spricht differenzierter von einer „skoptischen Flussarchitektur“, die ein global gültiges callon’sches Marktframing anhand medienermöglichter Wissensprojektionen mikrostrukturell produziert. „[Flussarchitekturen] basieren [...] zentral auf skoptischen Systemen, die die Marktwirklichkeit abbilden, während sie zugleich ihr kontinuierliches Prozessieren und Fließen ermöglichen. Der Begriff –skop, abgeleitet vom griechischen skopein — sehen — bezeichnet in Verbindung mit einer entsprechenden Qualifizierung eine Beobachtungsapparatur, wie etwa im Wort Periskop“ (ebd., 32). Neben dem hohen Grad der Abstraktheit, auf der die realen Berechnungen der Finanzmarkt-Akteure beruhen, existiert ein zweites Dilemma, welches zudem zwangsläufig im Gegensatz zur neoklassischen Markttheorie steht. Denn wie bereits skizziert, geht die Neoklassik von „perfekten Märkten“ aus, die eine ausreichend große Anzahl an Marktteilnehmern, keinerlei Marktzugangsbarrieren und das Vorhandensein vollständiger Information kennzeichnet. „Preis ist gleich Wert und Wert ist gleich Preis“ (Hiß & Rona-Tas 2012, 3). Wenn man sich bei dieser Idee eines „perfekten Markts“ intellektuell mit dem Faktor der vollständigen Infor-

mation auseinandersetzt, so besteht auf dem Finanzmarkt a priori ein fundamentales Problem. Obwohl die Preise der Finanzmärkte auf Ereignisse in der Zukunft verweisen, müssen diese in der Gegenwart bewertet werden. Vollständige Informiertheit kann es deshalb nie geben, denn niemand kann präzise voraussagen, ob sich der Erwartungswert einer Aktie auch tatsächlich realisiert. Der Ökonom Frank Knight (1921) hat deshalb bereits zu Beginn des 20. Jahrhunderts das Konzept des „unvollständigen Wissens“ auf Märkten postuliert. Vollständige Information ist demnach eine Utopie. Vor allem Finanzmärkte müssten stattdessen mit systemischer „Unsicherheit“ umgehen (Kalthoff & Vormbusch 2012). Dieser Umgang mit der unsicheren Zukunft gelinge, indem die Finanzmarktakteure Unsicherheit in mathematisch berechenbares Risiko verwandeln. „Der Risikobegriff wird benutzt, um eine messbare Ungewissheit zu bezeichnen, der Begriff der Unsicherheit ist für nicht messbare Ungewissheiten reserviert. [...] Man kann im Falle der Risikokonstellation deren Entwicklung und Ergebnis etwa durch statistische Kalkulation in Erfahrung bringen, während dies im Falle der Unsicherheit nicht möglich ist. Berechenbarkeit erzeugt damit keine Handlungs- und Ergebnissicherheit, vielmehr bringt die formale Berechenbarkeit — gewissermaßen das Risiko hervor“ (ebd.: 14-15). Dieses Zitat deutet bereits ein Paradox an, welches Uwe Vormbusch (2012 b) in seinem Aufsatz „Zahlenmenschen als Zahlenskeptiker“ sehr plausibel darlegt. Demnach sind sich die Finanzmarktakteure der systemischen Unsicherheit ihres Handelns sehr wohl bewusst, die nicht zuletzt auch auf dem Misstrauen gegenüber dem zugrundeliegenden Datenmaterial, den Modellen und den Wissenspraktiken beruht, welche für die Berechnung von Risiken notwendig sind. Dies hat zur Folge, dass diese Akteure, die ausschließlich auf die Bewertung symbolischer Repräsentationen ökonomischer Vorgänge angewiesen sind, zu den größten Skeptikern dieser Symbolik werden. „Anders als Eheleute und Publikum misstrauen die Finanzmarktakteure der durch sie performativ hervorgebrachten Finanzmarktwirklichkeit grundsätzlich“ (ebd.: 332). Dennoch verhalten sich die Handelnden letztendlich als „Getriebene“ der kulturell determinierten Kalkulationslogik und operieren oftmals entgegen ihrer eigenen Vernunft.

Die Kauf- oder Verkaufshandlungen der Investoren *müssen* sich demzufolge an statistischen Risikokennziffern orientieren, die eine mathematisch wahrscheinliche, aber keineswegs sichere Marktrealität simulieren und mit deren Hilfe sich der Erwartungswert zukünftiger Erträge abschätzen lässt. Windolf (2005 b) beschreibt diese Praxis mit dem Begriff der „Kapitalisierung“.¹¹ Das Wort „abschätzen“ betont hier nochmals die bloße Orientierung, vermittelt durch

¹¹ Die „Kapitalisierung“ entspricht letztendlich dem Aktienkurs, d.h. dem Preis, den man für diesen (theoretisch) bereit ist zu zahlen: „Finanzmärkte sind zukunftsorientiert. Um dies zu verdeutlichen muss zunächst der Begriff

ein callon'sches Framing, nicht aber eine Handlungs- und Entscheidungssicherheit, die durch das Risikokalkül entsteht. Das finanzmarktspezifische Risikokalkül — mediatisiert und ermöglicht durch ökonomisches Wissen beziehungsweise durch die abstrakte Darstellung ökonomischer „Fakten“ — steckt den Handlungsraum der sozialen Praxis (der Investition) ab, determiniert die Praxis aber nicht selbst (Vormbusch 2012 b). In dieser Arbeit wird dieser Aspekt vor allem in Kapitel 8.4 ersichtlich, in dem die Praxis des Portfolio-Managements am Beispiel von SIs dargelegt wird. Darüber hinaus ist festzuhalten, dass die orthodoxe Wirtschaftswissenschaft durch die zunehmende Technisierung und Beschleunigung der Finanzmarkttransaktionen mithilfe der immer höheren Taktung computergestützter Rechenleistung davon ausgeht, dass Informations- und Transaktionskosten auf den Finanzmärkten verhältnismäßig wenig ins Gewicht fallen. Trotz dauerhaft herrschender Latenz von Unsicherheit gelten Finanzmärkte in der Ökonomik deshalb als die beispielgebenden Arenen der Markteffizienz und ihrer entsprechenden Rationalität (Langenhohl 2012).

Mit kurzen Verweisen auf die spezifische, sozio-materielle Logik der Finanzmärkte konnte zum Teil schon verdeutlicht werden, dass Finanzmarkthandlungen immer in ein lokales Akteurs-Netzwerk eingebettet sind. Dieses mikrostrukturelle Verständnis reicht allerdings nicht weit genug, denn wie beschrieben, kann man einzelne soziale Räume nach Lefebvre, und der Finanzmarkt ist ein solch singulärer Raum, nie losgelöst von ihren meso- und makroökonomischen Kontexten betrachten, die „real“ ineinandergreifen und deshalb auch nur in ihrer Gesamtheit zu verstehen sind (Schmid 2005). Knorr-Cetina (2012) trennt in diesem Zusammenhang den soziologischen „Netzwerkbegriff“ vom bereits eingeführten Terminus der Flussarchitektur. Während das Netzwerkkonzept auf ein Gefüge von sozio-institutionellen Knotenpunkten und seine Beziehungen verweist, beschreibt das Konzept der Flussarchitektur die mikrostrukturelle Produktion dieser institutionellen Relationen. Vor dem Hintergrund einer dreidimensionalen Dialektik des Raumes ist der Begriff der Institution in diesem Kontext deshalb keineswegs strukturalistisch zu verstehen, da jede Institution und ihre Relationen —

der Kapitalisierung eingeführt werden. Kapitalisierung ist nichts anderes als die Umkehrung der Zinsformel. Bei der Zinsformel ist eine Summe Geld der Ausgangspunkt, der Zinssatz (z.B. 5 Prozent) steht fest und das Ergebnis ist der Zinsertrag.

| | | | | | | | |
|------------------|-----------|---|-------|---|----------|---------------|-----|
| Zinsformel: | 200 Euro | x | 5/100 | = | 10 Euro | (Zinsertrag) | (1) |
| Kapitalisierung: | 10 Euro/5 | x | 100 | = | 200 Euro | (Investition) | (2) |

[...] Gehen wir auf Gleichung (2) zur Kapitalisierung zurück. Das Unternehmen prognostiziert einen Ertrag von 10 Euro (pro Aktie). Bei der Prognose kann sich das Unternehmen nicht auf den Produktmarkt stützen, der nur die Komplexität vergangener Produktionsprozesse belastet. Investoren wissen das und gewichten den prognostizierten Ertrag mit 0,8, d.h. sie gehen in diesem Augenblick davon aus, dass der prognostizierte Ertrag mit einer Wahrscheinlichkeit von 0,8 realisiert wird. Damit wird der Kurs festgestellt: $(0,8 \times 10 \text{ Euro}/5) \times 100 = 160 \text{ Euro}$. In der nächsten Minute kann sich die Einschätzung ändern. [...] Nur wenn diese „Unbekannten“ definiert werden, kann mit Hilfe der Kapitalisierungsformel (2) der Kurs bestimmt werden“ (Windolf 2005 b, 27-28).

als Knotenpunkte innerhalb eines Netzwerkes — durch ihre Kultur beziehungsweise durch die Handlungsrealitäten der in ihr handelnden Akteure geprägt ist. Die Relevanz der einzelnen Knoten wird durch die „operative Reichweite der Handlungen“ bestimmt und verweist auf eine lokal erzeugte und begrenzte Macht innerhalb dieses Gefüges normativer Ordnungssysteme (Schmid 2005). Ein Machtverständnis, welches auch poststrukturalistische Ansätze, wie das Konzept der KGdÖ, teilen. „Ökonomische Macht geht im Sinne Foucaults also nicht von einem Zentrum aus und verteilt sich auch nicht „top down“ über die beteiligten Akteure, sondern wird immer lokal über die Kräfteverhältnisse erzeugt, die sich in den Kontroll- und Überwachungsapparaten, Unternehmen, Business Schools, Familien usw. ausbilden“ (Berndt & Boeckler 2007: 251).

Die Vorstellung, Finanzmärkte als mächtige Kontrollapparate innerhalb eines Netzwerkes zu begreifen, welche den „Raum der Ökonomie“ durch das Handeln ihrer Akteure performativ hervorbringen, bildet somit ein prägendes Konzept für das weitere Verständnis dieser Arbeit. Insofern wird auch ersichtlich, warum sich eine poststrukturalistische Kritik im Sinne einer Performativitätsperspektive auf Märkte und eine dialektisch-materialisierende Sicht auf Ökonomie nicht ausschließen müssen, solange dieser Materialitätsaspekt als Effekt der kulturellen Praxis verstanden wird. In der derzeitigen Formation des Kapitalismus, so die These, sind es vor allem die Finanzmärkte als lokale Institutionen, die das Zusammenspiel einzelner ökonomischer Akteure entscheidend beeinflussen, vor allem weil sie über eine enorme operative Reichweite verfügen. „Das finanzialisierte Regime überträgt den Finanzmärkten zentrale ökonomische Funktionen bei der Festlegung, dem Niveau und der Ausrichtung von Investitionen. Es motiviert maßgebliche Akteure zu tiefgreifenden Veränderungen im System der Corporate Governance [CG], es beeinflusst Fusionen und die Reorganisation von Unternehmen ebenso wie die Steuerung des Konsumniveaus“ (Dörre & Brinkmann 2005: 98). Die mikrostrukturell gerahmten Handlungen der Finanzmarktakteure haben somit eine sehr effektive Wirkung auf die materielle Konstitution des gesamten sozialen Raumes, in dem sich Menschen, Güter, Informationen und Kapital bewegen. Um die Geschehnisse auf den Finanzmärkten deshalb nicht nur in ihrem lokal und mikrostrukturell determinierten Handlungskontext zu begreifen, sondern darüber hinaus den Zweck und die Legitimation dieser Handlungen im Rahmen einer kapitalistischen Wirtschaftsordnung zu verstehen, ist vor allem ein tiefgehendes Verständnis des institutionellen Netzwerkes notwendig, in dem Finanzmärkte selbst als äußerst machtvolle Knotenpunkte agieren. Dieses wird im folgenden Kapitel skizziert und gilt in den darauffolgenden Abschnitten als konzeptionelle Folie, um die dargelegte mikrostrukturelle Verfasstheit von SI-Praxen in ihrer trans-lokal räumlichen Dimension zu begreifen.

4 Finanzialisierung: Das globale Regime der „neoliberalen Ära“

Seit der Entstehung der Ökonomik im England des 18. Jahrhunderts als eigenständige wissenschaftliche Disziplin haben die führenden Vertreter des Fachs immer wieder enormen Einfluss auf die politische Gestaltung der Marktwirtschaft genommen. Mehr noch, die Konzepte von Nationalökonomien wie Adam Smith, David Ricardo oder Thomas Malthus haben erst dazu beigetragen, dass der Markt zum zentralen Regulationsmechanismus des westlichen Kapitalismus aufsteigen konnte (Dale 2010). Das „Expertenwissen“ der Ökonomen bildet seit jeher den zentralen Antrieb für den wirtschaftspolitischen Diskurs (Coe et al. 2007). Ihre diskursiv erzeugten „Wahrheiten“ erschaffen eine Art ideologisches Prisma, welches den Blick der Gesellschaft auf Ökonomie bestimmt und durch dessen Perspektive sie den Wirtschaftsraum konzipiert, wahrnimmt und produziert. Dieser Prozess hat enorme Auswirkungen auf den sozialen Raum als Ganzes, in dem die Wirtschaft nur konzeptionell als eigenständiges Objekt existiert, „real“ aber mit einer Vielzahl anderer sozialer Räume untrennbar verwoben und vernetzt ist. Lee et al. (2008) weisen allerdings mit Recht darauf hin, dass die Ökonomik selbst kein homogenes wissenschaftliches Feld ist, in dem nur eine einzige Lehrmeinung über ökonomische Sachverhalte besteht. Vielmehr existieren eine Fülle von Theorien und Modellen, deren Einfluss auf den wirtschaftspolitischen Diskurs entscheidend von den historischen Gegebenheiten und den beschriebenen sozio-technischen Netzwerken beziehungsweise den politischen Institutionen abhängt, die die entsprechende Konzeption der Wirtschaft zur Grundlage ihrer Handlungen erheben. „The ability of ideas to gain purchase within the world depends upon the effectiveness of the socio-technical networks within which they are produced, with whom the ideas are associated, and how skillfully the proponents of these ideas are able to enroll allies and supporters to ensure that they circulate more widely beyond their immediate epistemic communities“ (ebd., 3). Auch der Aufstieg der Finanzmärkte als zentrales Steuerungselement der Weltwirtschaft und damit einhergehend die zunehmende Macht der sogenannten institutionellen Investoren ist ursprünglich auf einen Paradigmenwechsel innerhalb der wirtschaftswissenschaftlichen Fakultäten und die Inkorporierung einer neuen neoliberalen Orthodoxie in die individuellen und kollektiven Handlungsräume wirtschaftspolitischer Akteure und Institutionen zurückzuführen. Diese „neoliberale Ära“ (Dymski 2009), die in den 1970er Jahren begann und die trotz diverser Krisen bis heute andauert, ist geprägt vom

tiefen Glauben an die „Effizienz der Märkte“ und der gleichzeitigen Annahme einer „Ineffizienz des Staates“ bei der Lösung wirtschaftlicher Probleme (Himmelmann 2007). „Capitalist societies create, build and destroy institutions in response to economic incentives“ (Clark & Wójcik 2007: 6).

Noch bis weit in die 1960er Jahre hinein war die Wirtschaftspolitik aller Staaten des westlichen Kapitalismus von den Ideen des Wohlfahrtsstaat-Modells gekennzeichnet, die im Wesentlichen auf den Theorien des einflussreichsten Ökonomen dieser Zeit John M. Keynes beruhten. Geprägt von den Auswirkungen der Weltwirtschaftskrise 1929 und den Folgen der Weltkriege, hatte Keynes ein Wirtschaftsmodell entwickelt, welches entgegen der neoliberalen Doktrin der 1970er Jahre einen „starken Staat“ propagierte, der die „Kräfte des Marktes“ kontrollieren und ihnen entgegenwirken sollte. In der Laissez-faire-Politik der Staaten, die eine ausufernde und kaum regulierte Spekulation an den Börsen ermöglicht hatte und in der anschließenden Phase des Protektionismus, hatte Keynes die Hauptursachen für die Verelendung großer Teile der Bevölkerung gesehen, die den anschließenden Aufstieg des Faschismus in Europa möglich machte (Peck 2008). Keynes' Theorien und die aus ihnen abgeleitete Wirtschaftspolitik erinnern ideologisch an die Philosophie des Wirtschaftshistorikers Karl Polanyi. Dieser bezeichnet einen sich „selbstregulierenden Markt“ ohne „human values“ (Dale 2010: 63), das heißt, ohne staatliche Beschränkungen des Wettbewerbs und des kapitalistischen Drangs zur allumfassenden Kommodifizierung, als selbstzerstörerisch: „Turning labour into a commodity transfers control over people's livelihoods to ‚artificial‘ and volatile market forces and strips away all protection against starvation. [...] Thus, the self-regulating market threatened to devastate not only human beings and natural resources but even the organization of capitalist production itself“ (ebd.: 60). In der Zeit nach dem zweiten Weltkrieg wurde deshalb ein auf den Nationalstaaten basierendes Wirtschaftsmodell aufgebaut, das sich an den Ideen eines „state-mediated capitalism“ (Coe et al. 2007: 71) nach Keynes orientierte. Der Staat verfügte über große Mengen der verfügbaren finanziellen Ressourcen und setzte diese etwa durch „deficit spending“ in Zeiten der Rezession ein, um die Nachfrage hoch zu halten und drohender Arbeitslosigkeit entgegen zu wirken.

Darüber hinaus, und dieser Aspekt ist im Rahmen dieser Arbeit noch wichtiger, war der Staat oftmals alleiniger Eigentümer oder wichtiger Teilhaber ganzer Industriezweige und Unternehmen oder kontrollierte mächtige Bankenkartelle, die ihrerseits über Sperrminoritäten in großen „nationalen“ Kapitalgesellschaften verfügten (Clark & Wójcik 2007). In Deutschland sprach man deshalb noch bis in die 1990er Jahre von der „Deutschland AG“, ein Konglomerat deutscher Industrieunternehmen und deren Zulieferer, das von den großen deutschen Banken und Versicherungsgesellschaften durch entsprechende Beteiligungen am Eigenkapital kon-

trolliert wurde. Die mit dem Staat kooperierenden und gesetzlich stark regulierten Finanzinstitute konnten durch ihre Macht großen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung und das Management der entsprechenden Betriebe ausüben und sicherten dadurch vor allem ihre eigenen Kredite ab, die sie an die Unternehmen vergaben (Himmelman 2007). Wie dieser kurze Abriss des deutschen nationalstaatlich-korporativen Systems nach dem zweiten Weltkrieg andeutet, spielte der Finanzmarkt in dieser Form der Wirtschaftsorganisation eine sehr untergeordnete Rolle. Das dominante Finanzierungsinstrument für die kapitalistische Produktion war der Kredit, nicht die Aktie, die Beziehung zwischen Finanzinstituten und „Realökonomie“ war zum Großteil durch „relational contracting“ geprägt (Windolf 2005 a). Die Großbanken hatten ein langfristiges Interesse am Wachstum der Unternehmen und der damit einhergehenden Zahlungsfähigkeit für Tilgung und Zins, da auch die Kredite über einen langen Zeitraum vergeben wurden. „Conservative norms guided lending decisions as typified by the ‘real bills’ doctrine“ (Dymski 2009: 51). Die starke und wichtige Position des Staates gegenüber dem Finanzmarkt im Rahmen dieses „state-mediated capitalism“ spiegelt sich dementsprechend auch in den wirtschaftswissenschaftlichen Lehrbüchern dieser Zeit wider, womit erneut der Dreiklang von Konzeption, Wahrnehmung und Produktion von Raum festgestellt werden kann: „The Keynesian-cum-neoclassical synthesis which held sway in economic textbooks for nearly forty years hardly ever mentioned finance except when discussing the causes and consequences of the 1929 crash and the coordination of international trade“ (Clark & Wójcik 2007: 183).¹²

Ab Ende der 1960er Jahre gelangte der Keynesianismus und die nach ihm konzipierten und geschaffenen nationalen sowie internationalen Institutionen allerdings zunehmend unter Legitimationsdruck: Sinkende Profitraten führten in vielen Nationalstaaten zu einem Zustand der Überakkumulation (Coe et al. 2007). Hinzu kamen steigende Arbeitslosenzahlen und vor allem eine stark wachsende Inflation. Die *Krisenwahrnehmung* ließ die Menschen in den Industrieländern nach neuen „Wahrheiten“ und (neue) Regierungen nach alternativen Lösungsansätzen suchen. Mit der veränderten Wahrnehmung „der Wirtschaft“ ging dementsprechend auch eine neue diskursive Konzeption zur Bewältigung der Krise einher, weil das keynesianische Wirtschaftsmodell mit dem Staat als intervenierendes Element scheinbar keinen neuen Aufschwung bescheren konnte. Die Krise des Keynesianismus legte somit den Grundstein für

¹² Die Metapher der „real bills doctrine“ unterstreicht den Charakter der beschriebenen Art der Kreditfinanzierung, vor allem im Hinblick auf die unzähligen „Hedging“-Finanzprodukte, die heute via Börsenhandel oder OTC-Geschäften genutzt werden, um „realökonomische“ Produktionsprozesse „synthetisch“ abzusichern beziehungsweise zu verbrieften. „This doctrine specified that default risk would rarely occur, because loans should finance real economic activity, which would readily convert into „real bills“ (Dymski 2009, 66).

die gesellschaftliche Akzeptanz und die politische Handlungslogik einer neoliberalen Restrukturierung des Wirtschaftsraumes (Glassmann 2009). „Keynesian-style was held to be inefficient, bureaucratic and an unnecessary darn on public offers“ (Simon 2008: 87). Spätestens Anfang der 1980er Jahre wurden die wirtschaftswissenschaftlichen Lehrbücher an den Universitäten dementsprechend „umgeschrieben“ und das nationalstaatliche Modell durch ein neoliberales Regime der Global Governance abgelöst, das maßgeblich über global organisierte Finanzmärkte koordiniert werden sollte. Brand (2005) skizziert den diskursiv-intellektuellen Wandel, der den politisch initiierten Prozess dieser institutionellen Restrukturierung in dieser Zeit entscheidend prägte: „Global Governance discourse does not ‘lead’ the post-Fordist restructuring of politics, but it is well on its way, via scientific and non-scientific contributions in form of studies, programmatic writings, policy papers, discussions, newspaper articles, lectures“ (ebd.: 157).

Den größten Einfluss bei der diskursiven Legitimierung einer neuen neoliberalen Regulation der Weltwirtschaft gewann die Chicago School of Economics, deren einflussreichste Ökonomen der damaligen Zeit — der bereits erwähnte Frank Knight, George Stigler und der spätere Nobelpreisträger Milton Friedman — zu den radikalsten Verfechtern eines „Remaking Laissez-Faire“ zählten. „They had been scrupulously formulated for this very eventuality, as a total critique of Keynesian rationality, and they had been peddled relentlessly through free-market think tanks, through the financial community and business organizations, and through the elite and mainstream media“ (Peck 2008: 29-30).¹³ Anders als beispielsweise deutsche Verfechter des Neoliberalismus, wie die Ökonomen der Freiburger Schule, lehnten die „Chicago Boys“ ein staatliches Eingreifen in ökonomische Prozesse fast gänzlich ab, der Markt

¹³ Peck (2008) beschreibt sehr eindrücklich, wie neoliberale Ökonomen im Laufe der 1970er Jahre die Kontrolle über den wirtschaftspolitischen Diskurs erlangten. Das „neoliberale Projekt“ hatte jahrzehntelang in verschiedenen Facetten parallel zur keynesianischen Ideologie existiert. Ein entscheidender Antrieb und Bewahrer der neoliberalen Idee war der global vernetzte Think Tank der „Mont Pelerin Society“ (MPS) gewesen, dem etwa Friedrich Hayek, Ludwig Erhard oder die „Chicago Boys“ angehörten. Insofern musste die „neoliberale Idee“ nicht ad hoc neu erfunden werden, sondern reifte in der Krise des Keynesianismus vom „Außenseiterdiskurs“ zur „diskursiven Orthodoxie“. „Only a crisis — actual or perceived — produces real change. When that crisis occurs, the actions that are taken depend on the ideas that are lying around. That, I believe is our basic function: to develop alternatives to existing policies, keep them alive and available until the politically impossible becomes politically inevitable“ (Friedman 1982, viii-ix, zit. in: Peck 2008). Die Geschichte und der „Erfolg“ des Neoliberalismus ist somit ein sehr eindringliches Beispiel für die bereits angesprochenen unterschiedlichen konzeptionellen Facetten und Praktiken der Ökonomik als wissenschaftliche Disziplin. Diese konzeptionelle Flexibilität hat einen sehr beachtlichen Anteil an der ungebrochenen Macht des Faches, denn trotz der historisch feststellbaren Fehlbarkeit orthodoxer wirtschaftswissenschaftlicher Konzepte, bietet die Ökonomik immer wieder neue Alternativen und kann so ihren Einfluss als Ganzes beständig reproduzieren. Das Objekt der Wirtschaftswissenschaft, die Ökonomie, wird so zu einem „Projekt“, das immer wieder neuen Konfigurationen und Restrukturierungen unterliegt: „The economy is better seen as a project, or a series of competing projects, of rival attempts to establish metrological regimes, based upon new technologies of organization, measurement, calculation, and representation (Mitchell 2008: 1120). Der „ideologische Wechsel“ vom Keynesianismus zur neoliberalen Ära bietet hierfür ein anschauliches Beispiel.

alleine sollte über die „Allokation von Ressourcen“ entscheiden. Bei ihrer Argumentation stützten sie sich wie keine anderen Vertreter des Faches auf ökonometrische Modelle, die in der Folge selbst großen Anteil an der diskursiven Legitimierung der institutionellen Restrukturierung und der ökonomischen Praxis hatten.

Durch die Minimierung staatlicher Kontrolle über Marktmechanismen, das Zurückfahren der Staatsausgaben und die Schaffung neuer „Räume“ für Investitionen, sollten neues Wirtschaftswachstum und eine globale Konsumgesellschaft aufgebaut werden. Diese Prozesse wurden dabei nicht nur nationalstaatlich, sondern global vorangetrieben. So nutzten z.B. die vorrangig US-amerikanisch kontrollierten Organisationen, wie der Internationale Währungsfonds (IWF) oder die Weltbank, ihren weltweiten Einfluss, um das neoliberale Marktregime auch in andere Staaten zu „exportieren“ und so global wirken zu lassen. Dies geschah vor allem, indem man die Kreditvergabepraxis an entsprechende Bedingungen, die sogenannten „structural adjustments“ knüpfte. Ein ähnliches Vorgehen, welches derzeit im Rahmen der „Euro-Krise“ Anwendung findet. Durch den so entstehenden global-institutionellen Rahmen wurden nicht nur neue Absatzmärkte für heimische Produkte der dominanten Staaten des westlichen Kapitalismus geschaffen, es öffneten sich auch neue Räume für Direktinvestitionen und die Verlagerung heimischer Produktionsstätten in die entsprechenden Länder. Prozesse, die unter anderem einen Standortwettbewerb um die niedrigsten Löhne entfachten und im Umkehrschluss neue Profit Chancen für die Besitzer des Produktionskapitals bedeuteten (Peet 2003, Thrift 2005, Simon 2008, Mattli & Woods 2011, McGrew 2011). „The neoliberal era has been characterized in the financial arena both by banking deregulation and financial-market integration, and also by new forms of risk and recurrent financial crisis” (Dymski 2009: 48).

Der Verweis auf die Besitzer des Produktionskapitals ist an dieser Stelle elementar für den Zusammenhang zwischen realwirtschaftlicher Veränderung und dem zunehmenden Einfluss der Finanzmärkte in dieser Zeit. Wie im folgenden Abschnitt deutlich wird, änderten sich durch den Beginn und das Fortschreiten der neoliberalen Ära nicht nur die institutionellen Rahmenbedingungen für die „realökonomische“ Produktion des westlichen Kapitalismus. Auch die Eigentumsverhältnisse des Produktionskapitals unterlagen einem Wandel, wobei die Organisation und Verwaltung des Vermögens nun nicht mehr nationalstaatlich regulierten Banken, sondern global agierenden institutionellen Investoren unterliegen sollte. Insgesamt entspricht die neoliberale Strategie der Krisenbewältigung somit einem „spatial displacement of capital“, das David Harvey (1982) als eine weitere mögliche Überlebensstrategie des kapitalistischen Systems identifiziert: „Opening up new spaces for capitalist production, new markets, or new sources of raw materials. Rather than expanding the time horizon of the capitalist

system using credit or loans, the spatial horizons of the system are expanded” (Coe et al. 2007: 71). Dies beschreibt den Kontrast zum „deficit spending” der keynesianischen Ära. Anstatt das kapitalistische Wirtschaftssystem mit Krediten des Staates „am Leben zu erhalten“, gilt es in der neoliberalen Denkweise, neue Märkte und damit auch neue Räume zu erschließen, um hier neue Wachstumszyklen in Gang zu setzen. Der so initiierte Prozess der „Globalisierung“ ist somit keine zwangsläufige Entwicklung, sondern war politisch gewollt und durch neoliberale Rhetorik legitimiert, aufgrund einer allgemeinen Krisen-Wahrnehmung akzeptiert sowie von entsprechender ökonomischer Theorie inspiriert (Peck & Theodore 2007). Die materielle Entfaltung des „neoliberalen Projekts“ entpuppt sich somit als Paradebeispiel für Lefebvres dreidimensionale Dialektik des Raumes.

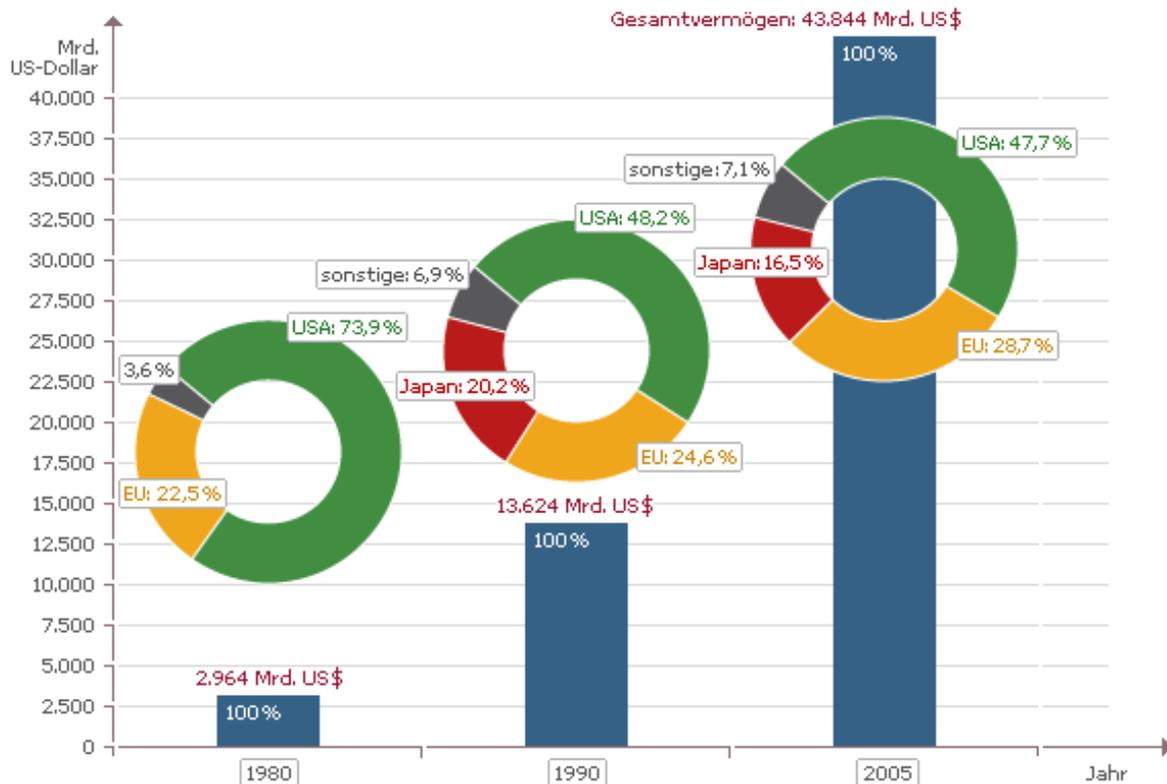
4.1 Institutionelle Investoren: Global Player neoliberaler Finanzmärkte

Die stetig wachsende Inflation setzte ab Mitte der 1970er das skizzierte nationalstaatlich-korporative Bankensystem — was im Großen und Ganzen nicht nur für Deutschland, sondern auch für die USA und andere Länder des westlichen Kapitalismus galt — und dessen Modell der Kreditfinanzierung unter Druck. In den USA veränderte sich der institutionelle Rahmen des Finanzsystems daraufhin besonders rapide. „As interest rates spiked, money-market mutual funds facilitated disintermediation from regulated financial depositories” (Dymski 2009: 52). Durch die zunehmende Umschichtung der Vermögen in Fondsprodukte fehlte den Banken Geld, um Kredite zu vergeben. Die Unternehmen der „Realwirtschaft“, die im Kapitalismus auf Fremdkapital angewiesen sind, um ihr Streben nach Wachstum zu finanzieren, suchten sich daraufhin neue Finanzierungsquellen und fanden diese bei den Investmentfonds (IF), die ihr Geld direkt über die *Kapitalmärkte* an den Börsen investierten. Gleichzeitig gewannen auch der Derivate-Handel und die entsprechenden Terminbörsen zunehmend an Bedeutung, um die globalen Geschäfte auf den „Spotmärkten“ abzusichern. Diese Entwicklung wurde auch durch das Ende des Bretton-Woods-Regimes bestärkt, wodurch ein System der flexiblen Wechselkurse entstand.

Nicht nur traditionelle Spargbücher entwickelten sich immer mehr zum „Auslaufmodell“, auch zuvor staatliche Systeme der Sozialversicherung wurden zunehmend in die Hände privater Fondsanbieter gelegt (Betriebsrentensysteme, private Krankenversicherung, etc.). Darüber hinaus führen die Staaten im Sinne der neoliberalen Dogmatik die Unterstützung für die soziale Sicherung zurück, so dass immer mehr Menschen direkt in private Versicherungsmodelle investierten, begleitet von der bis heute andauernden Rhetorik der Notwendigkeit privater

Vorsorge. Clark (2000) spricht bei diesem neuen System deshalb auch vom „Pension Fund Capitalism“, weil es vor allem die privaten Pensionskassen sind, die bis heute stetig wachsende „Pools“ privater Gelder anhäufen, welche diese dann an den internationalen Kapitalmärkten anlegen (Abbildung 1).

Abbildung 1: Vermögenswachstum institutioneller Investoren



Quelle: Bundeszentrale für politische Bildung (2010). Vermögen in absoluten Zahlen; Anteile am Vermögen nach Regionen/Staaten in %, 1980, 1990, 2005. Neben den Geldern von Pensionskassen sind auch die Vermögen von Private Equity Firmen, Versicherungen und anderen Formen von Investmentfonds enthalten.

Diese finanzinstitutionelle Restrukturierung setzte Mitte der 1970er Jahre in den anglo-amerikanischen Ländern ein und erfasste Schritt für Schritt immer weitere „Kernstaaten“ des westlichen Kapitalismus, vor allem Finnland, Schweiz, Japan und die Niederlande, die heute über enorme Volumina privat verwalteter Pensionsmittel verfügen (Abbildung 3). „At year-end 2011, global pension assets in the 13 largest pension markets, accounting 85 percent of all pension assets globally, stood at US\$27,509 billion. To put the significance of this asset ownership in perspective, the world’s total equity market capitalization and total public debt securities were estimated to be US\$54,000 and US\$41,000 billion” (Dixon & Monk 2013, 6). Die räumliche Verteilung der Pensionsgelder macht deutlich, dass der gegenwärtige, durch den Finanzmarkt getriebene Kapitalismus, einer sehr spezifischen Geographie und Machtstruktur unterliegt, die wesentlich von den Ländern des globalen Nordens bestimmt wird (Abbildung

2). Allerdings befindet sich diese Struktur im Wandel. Vor allem durch das stetig wachsende Verlangen nach Rohstoffen und die zunehmende Verlagerung der Produktion in den „globalen Süden“ wurden auch in Staaten wie China, Russland, Saudi-Arabien oder Chile enorme Gelder akkumuliert, die durch sogenannte Sovereign Wealth Funds (SWF) verwaltet, an den internationalen Kapitalmärkten angelegt werden (ebd.).

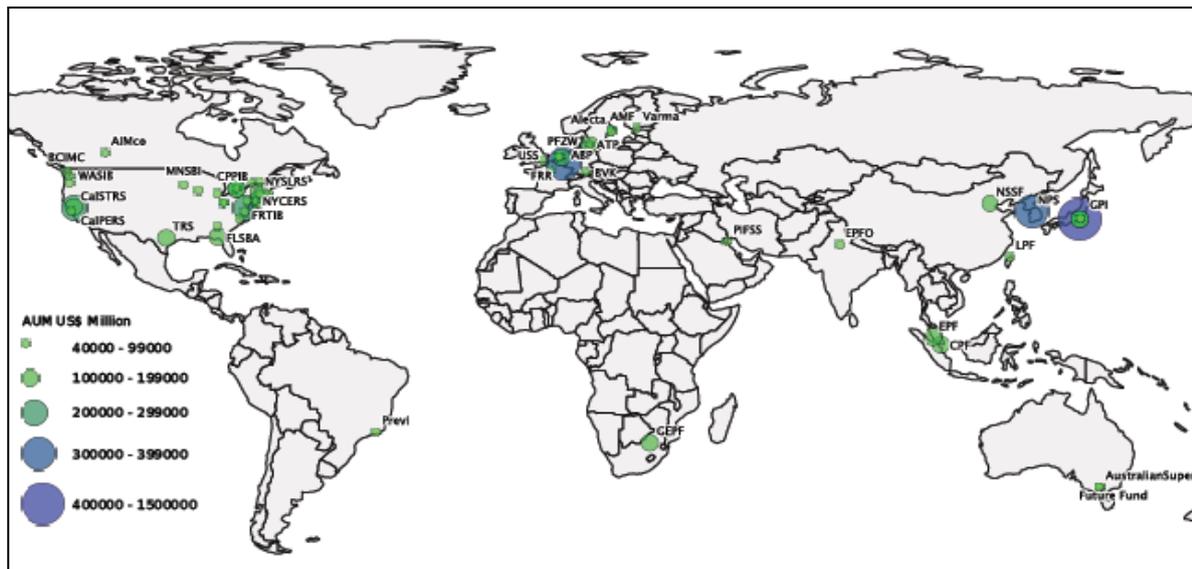
Das sozial-räumlich konfigurierte Management dieser Finanzmittel unterscheidet sich allerdings kaum, egal ob private Pensionskasse oder staatlich geführter SWF (Balding 2012, Boring 2011), denn fast alle Formen von IF greifen für die Vermögensverwaltung auf ein „delegation model“ zurück (Dixon & Monk 2013: 10). Das bedeutet, „jeder IF ist intern gegliedert in eine Reihe von Anlagefonds, die sich an unterschiedlichen Investment-Stilen orientieren. Jeder einzelne Fonds wird von einer Fondsmanagerin geleitet, die die Anlageentscheidung trifft. [...] Sie unterscheiden sich im Wesentlichen im Grad des Risikos, das mit der Anlage verbunden ist. [...] Jeder Fonds ist also ein Konglomerat von Einzel-Fonds, die sich durch unterschiedliche Investment-Stile voneinander unterscheiden“ (Windolf 2005 b: 36). Dabei sind die Fondsmanager zumeist keine direkten Angestellten des IF, sondern arbeiten für „externe“ private KAG, die in diesem Netzwerk eine institutionelle Mesoebene bilden. Die Fonds werden über die Ausschreibung von Mandaten oder selbständige Akquise der KAG an diese delegiert. Meistens ist in diesem Prozess ein Investment Consultant als Vermittler tätig, der zwischen den Parteien vermittelt. Der institutionelle Investor legt im Vorfeld das Renditeziel und das Risikoprofil des zu verwaltenden Fonds fest. Mit diesem Prozess ist die letztendliche Fixierung des strategischen Anlagestils verbunden (Klus 2012). Der Begriff des Anlagestils korrespondiert in diesem Fall mit dem in dieser Arbeit eingeführten Konzept der *Investmentkultur*. Also letztendlich mit der spezifischen Rationalität der sozial-räumlichen Anlagepraxis, die im Wesentlichen durch die Dimensionen Risiko, Rendite und Liquidität geprägt ist (Spremann 2008). Verfügt der Investor über „reine Fonds“, obliegt es dem Fondsmanager ausschließlich ein Fondskonzept zu erstellen, nach dem der Investor selbst in entsprechende Anlagetitel investiert. Bei „gemischten Fonds“ muss der Fondsmanager selbst „am Markt“ aktiv werden. Anhand des zwischen KAG und Investor festgelegten Anlageprofils übernimmt der Fondsmanager der KAG und sein Asset-Management-Team dann die eigentliche „Asset Allocation“, also die Investition in entsprechende Wertpapiere und Vermögensgegenstände, die in ihrer Gesamtheit ein Portfolio ergeben. Der Verweis auf den „Teamansatz“ innerhalb der KAG ist wichtig, da innerhalb oder außerhalb dieser Institution noch eine ganze Reihe weiterer Akteure auf unterschiedlichen Hierarchieebenen agieren, die dem Fondsmanager zurarbeiten (Klus 2012). Besonders (Rating-)Analysten und Datenanbieter von unternehmensbezogenen Informationen aller Art spielen in diesem Zusammenspiel eine gewichtige Rolle,

denn die KAG investieren im globalen Maßstab. Ihnen fehlt meist der persönliche und lokale Bezug zum Unternehmen. Anders als noch zu Zeiten des keynesianischen Kapitalismus, als die starken regionalen und nationalen Verflechtungen von Staat, Finanzinstituten und Unternehmen gleichzeitig ein enges soziales Netzwerk konstituierten, was den Informationsfluss zwischen den Akteuren vereinfachte (Himmelman 2007). Stattdessen fungieren Analysten als „Intermediäre“, indem sie Kontakt zu den Unternehmen aufnehmen, Informationen sammeln und bewerten, und diese — mit einem Rating als abstrakteste Informationsform — für die „Asset Allokation“ zur Verfügung stellen. Der eigentliche Anlageprozess unterliegt nicht dem Fondsmanager selbst, sondern wird intern an eine Gruppe von Portfoliomanagern und deren Berater delegiert. „Innerhalb von Gremien wird so monatlich eine für das gesamte Haus geltende Anlagepolitik beschlossen. Diese allgemeine Anlagepolitik wird allerdings von den Portfoliomanagern mit den speziellen Anlagerichtlinien der Investoren [...] abgeglichen. Hierbei hat der Portfoliomanager eine gewisse individuelle Entscheidungsbefugnis von der Anlagepolitik der KAG abzuweichen, sofern diese sich nicht mit den Anlagerichtlinien des Kunden deckt“ (Klus 2012: 305). Diese Skizzierung des konkreten „Handlungsraumes“ eines Portfoliomanagers zeigt, dass die Rationalität seines Handelns einer spezifischen sozial-räumlichen Struktur unterliegt, die diesen Raum konstruiert und seine Entscheidungsmöglichkeiten determiniert (Vormbusch 2012 b). Die Handlungen des Portfoliomanagers selbst, das Bewerten von Risiken, Rendite und Liquidität und das Festlegen von Anlageobjekten, sind wiederum als mikrostrukturelle Praxis zu verstehen, die sich der von Knorr-Cetina (2012) beschriebenen skoptischen Flussarchitektur und seinen Medien, den finanzmathematischen Modellen, Kennzahlen, Charts und Tabellen, bedient. Diese werden wiederum maßgeblich von Analysten produziert. „Ökonomische Darstellungen, die in den Medien der mathematischen Schrift, der kartographischen Signatur, der Matrix von Listen und Tabellen sowie in der Form von Charts einen Sachverhalt visualisieren, sind das Ergebnis eines mehr oder minder langen Übersetzungsprozesses, in dem homogenisiert, simplifiziert und weggelassen wird. Generell gilt, dass ökonomische Praktiken und ihre Effekte nicht direkt gegenwärtig sind“ (Kalthoff & Vormbusch 2012: 20).

In der Regel haben die für das Portfolio-Management auserwählten KAG ihren Sitz in den wichtigen Finanzmetropolen der Welt (New York, Hong Kong, London, Frankfurt, Zürich). Ein Umstand, der auf die gewachsene Bedeutung solcher „International Financial Centres“ (IFC) im System des Finanzmarktkapitalismus und wiederum auf dessen spezifische Geographie und materielle Struktur verweist (Sassen 2001). An diesen Orten sind nicht nur die international wichtigsten Börsenorganisationen beheimatet, sondern es finden sich dementsprechend auch die nötigen Arbeitskräfte (Anwälte, Berater, Accounting- und Auditspezialisten,

Analysten), die innerhalb der beschriebenen sozial-räumlichen Struktur des Fondsmanagements agieren und somit für die Durchführung von Anlageentscheidungen unerlässlich sind. Knorr-Cetina (2012) nennt IFCs deshalb auch die „Brückenköpfe“ globaler Finanzmärkte, auf denen der „sich bewegende Markt ruht“ (ebd.: 56). Sowohl das „delegation model“ bei der Vermögensverwaltung durch institutionelle Investoren als auch die spezielle sozio-materielle Struktur der IFCs sind im Hinblick auf die Analyse des Finanzmarktes für SIs von besonderer Bedeutung. Die hierfür aufgesuchten Interviewpartner, tätig für spezialisierte ESG-Ratingagenturen, Investmentberatungen und KAG, lassen sich ebenfalls innerhalb dieser Struktur verorten. Die folgenden Kapitel werden sich deshalb wieder fokussierter der mikrostrukturellen Ebene dieses institutionellen Rahmens widmen und speziell die Handlungsrealitäten von Ratinganalysten, Investmentberatern und Portfoliomanagern im SI-Markt untersuchen.

Abbildung 2: Geographie der Pensionsfonds mit einem Vermögen >40 Mrd. US-Dollar



Quelle: Dixon & Monk (2013: 8).

Betrachtet man die Rolle der IFCs im Hinblick auf den intellektuellen Wandel von einer keynesianischen zu einer neoliberalen Wirtschaftspolitik, so wird wiederum ersichtlich, dass die neue konzeptionelle Fassung des Wirtschaftsraumes gleichzeitig untrennbar mit einer sozio-materiellen Neuformierung des sozialen Raumes insgesamt einhergeht. Von den IFCs aus werden letztendlich nicht nur die Investitionen in Unternehmen, Rohstoffe, Devisen oder Termingeschäfte koordiniert und praktisch umgesetzt. Neben stadtgeographischen Effekten manifestiert die Ablösung der traditionellen Unternehmensfinanzierung via Kredit durch eine börsengeleitete Refinanzierung auch eine neue Machtstruktur innerhalb der Unternehmen, die

somit die Geographie der kapitalistischen Produktion maßgeblich mitbestimmt. An die Stelle der Bankenkontrolle treten die „neuen Eigentümer“, global agierende Investment- und Pensionsfonds, und damit eine neue Handlungslogik für die börsennotierten Unternehmen (Deutschmann 2005). „Als Kollektiv sind die Investment-Fonds Mehrheitsaktionär und können die Unternehmen „beherrschen“. Das Kontrollinstrument ist nicht der Kredit, sondern sind Eigentumsrechte, die sie als Aktionäre geltend machen können“ (Windolf 2005 b: 10). Anders als zu Zeiten des nationalstaatlich-korporativen Systems, in der die Kreditgeber am langfristigen Wachstum der Unternehmen interessiert waren, um die Rückzahlung langfristiger Kreditschulden zu sichern, unterliegen Unternehmen im System des Finanzmarktkapitalismus dem allgemeinen Regime einer kurz- bis mittelfristigen Profitmaximierung, weil die Fonds selbst in einem starken Konkurrenzverhältnis zueinander stehen.¹⁴ Als Mittel der Disziplinierung des Unternehmensmanagements berufen sich IF beständig auf ihre Eigentumsrechte und betätigen sich dabei sogenannten Exit-Drohungen oder Voice-Strategien. „Exit“ beschreibt die Drohung eines Verkaufs der Aktien, wodurch sich der Aktienkurs vermindert und das entsprechende Unternehmen beispielsweise anfälliger für feindliche Übernahmen würde. Die Exit-Drohung ist allerdings in den seltensten Fällen eine wirkliche, sondern vielmehr eine virtuelle Bedrohung, die durch wenige tatsächlich durchgeführte feindliche Übernahmen aber ein beständiges „Bedrohungspotenzial“ besitzt. Die Voice-Strategie beschreibt das direkte Einbringen von Forderungen gegenüber der Unternehmensführung, beispielsweise in der Hauptversammlung. Meist treten IF in diesem Fall als Gruppe auf, die eine große Aktienmehrheit repräsentiert, sodass ein direkter Handlungszwang für die Unternehmen entsteht. Mit der Macht-Option „Voice“ können IF unter Berücksichtigung ihrer Interessen direkt in die Strategie und Handlungen von Unternehmen eingreifen. Genau dieser Prozess des wachsenden Einflusses von Entscheidungen des Finanzmarktes auf die „Realökonomie“ wird soziologisch als *Finanzialisierung* bezeichnet (Johnston 2009).

¹⁴ Windolf (2005 a), der nicht vom „Pension Fund Capitalism“, sondern allgemeiner vom „Finanzmarkt-Kapitalismus“ spricht, stellt in diesem Zusammenhang treffend fest: „Das Regime des Finanzmarkt-Kapitalismus sollte also nicht mit der *Macht der Banken* verwechselt werden. Die zunehmende Bedeutung der Investment- und Pensionsfonds als Eigentümer und Kreditgeber der deutschen Unternehmen setzt gerade den Rückzug der Banken aus den Kontrollgremien der Unternehmen voraus“ (ebd.: 10). Wenn heute in der öffentlichen Debatte also von *mächtigen Banken* die Rede ist, sind dabei vor allem die im Zuge der „Neoliberalisierung“ entstandenen Investmentbanken gemeint, oder die mächtigen Investment-Sparten sogenannter „Universalbanken“, wie sie etwa unter der Ägide Josef Ackermanns bei der Deutschen Bank entstanden sind.

4.2 Legitimation der Finanzmärkte: Neue Modelle, kalkulierbares Risiko

Das wachsende Vertrauen gegenüber den Finanzmärkten in den 1970er Jahren wurde vor allem durch die diskursive Logik finanzmathematischer Modelle hergestellt. „The mathematization of economics was accompanied, especially in the United States, by a phenomenon that is harder to measure but real nonetheless: the recovery of confidence, in the economics profession and in the surrounding culture, in the markets. The Great Depression of the interwar years had shaken faith in the capacity of markets to avoid mass unemployment“ (MacKenzie 2008: 8). Die neue Legitimation der Finanzmärkte, als zentrale Institutionen für die Steuerung eines globalen Kapitalismus, ist somit auf einen sehr spezifischen Teil des neo-liberalen Diskurses zurückzuführen, der — von den Ökonomen der Chicago School of Economics dominiert — die Rationalität und Effizienz finanzmathematischer Modelle propagierte. Der Diskurs zielte damit ganz konkret auf die Handlungsebene der Finanzmarktakteure ab (Vormbusch 2012 b). Ein Sachverhalt, der unterstreicht, warum ein Verständnis der mikrostrukturellen Organisation von Finanzmärkten elementar für das Begreifen der gesamten Formation des Finanzmarktkapitalismus ist und warum sich die Humanwissenschaften verstärkt solchen Mikrodynamiken zuwenden sollten. Diejenigen, die finanzmathematische Modelle fortan lehrten und lernten, sollten gleichzeitig auch als Handelnde auf den Finanzmärkten aktiv sein. Verschiedene Autoren zu diesem Thema betonen in diesem Zusammenhang das Massenphänomen der Gründung von *Business Schools*, die diese neue Lehre beziehungsweise die neue „Kultur der finanzökonomischen Praxis“ am augenscheinlichsten im Raum repräsentierten. Durch ihre Lehrtätigkeit nahmen sie als Institutionen fortan selbst eine gewichtige Position ein, um die spezifischen Vollzugsformen der neu konfigurierten „Handlungsräume“ auf den Finanzmärkten sicherzustellen. „One of the most important differences between the financial capitalism of the twenty-first century and the financiers of the late nineteenth and early twentieth century is the fact that finance is an industry populated by many thousands of skilled employees who share, more often than not, a common language about the theory and practice of finance. [...] They all know about the capital asset pricing model, the Black-Scholes option-pricing theorem, the Sharpe ratio and the information ratio, etc.“ (Clark & Wójcik 2007: 187).

In der finanzsoziologischen Debatte steht neben der bereits erwähnten Theorie zum „korrekten Pricing“ für Optionsscheine nach Fischer Black und Myron S. Scholes vor allem das Capital-Asset-Pricing-Model (CAPM) im Fokus. Dieses besitzt bis heute großen Einfluss auf die Praxis des Portfolio-Managements in den KAG und somit auf die Vermögensverwaltung institutioneller Investoren (Klus 2012). Basal geht das CAPM auf das Portfolio Selection-

Modell des Ökonomen Harry Markowitz zurück, welches besagt, dass Portfolio-Strategien neben dem Faktor Rendite vor allem durch eine knight'sche Risikokomponente geprägt sind. Markowitz' Arbeit gilt deshalb auch als Fundament der sogenannten Modern Portfolio Theory (MPT). „Als effizient werden solche Portfolios bezeichnet, zu denen es bei gleicher Rendite kein Portfolio mit einem geringeren Risiko gibt, und zu denen es bei gleichem Risiko kein Portfolio mit einer höheren Rendite gibt“ (ebd.: 295). Das Herzstück von Markowitz' Theorie ist eine finanzmathematische Formel zur Berechnung des „unsystematischen Risikos“ für spezifische Anlageportfolios, aus der sich gleichzeitig eine Handlungsrationale zur sogenannten *Diversifikation* von je nach Risikodisposition „korrelierenden“ Wertpapieren ergibt (ebd.).

Im CAPM wird dieser Gedanke von den Ökonomen William Sharp und Merton Miller weitergeführt: Das CAPM geht davon aus, dass das idiosynkratische Risiko eines jeden einzelnen Wertpapiers zwar durch Diversifikation minimiert werden kann, jeder Titel aber gleichzeitig mit dem Markt, also der Gesamtheit aller gehandelten Werte, in einer mathematisch berechenbaren Wechselwirkung steht, dem „underlying factor“ oder auch Betafaktor genannt, und somit zusätzlich einem „systematischen Risiko“ unterliegt (MacKenzie 2008). Neben der Vorstellung „vollständiger Information“ aller Marktakteure geht das Modell außerdem davon aus, dass jeder Anleger risikoavers handelt und normalverteilte Wertpapierrenditen vorherrschen. Daraus folgt die zentrale Annahme des Modells, dass alle „rational handelnden“ Investoren ein identisch zusammengesetztes Marktportfolio halten müssen. Aus dieser Vorstellung ergibt sich ein „Marktgleichgewicht“. Die Bestimmung des Marktpreises für ein spezifisches Wertpapier beeinflusst die Preisbildung der anderen Wertpapiere (Gleichgewichtspreise). „A stock that was highly sensitive to changes in the underlying factor (in other words, a stock with a high beta) would have to have a price low enough (and thus an expected return high enough) to persuade investors to include it into their portfolios“ (ebd., 53-54). Mithilfe des CAPMs und seines Betafaktors lassen sich demnach die „wahrhaftigen“ Marktpreise von Wertpapieren exakt berechnen und das „systematische Risiko“ kontrollieren. Im Hinblick auf die in Kapitel 8 folgende Analyse der Einbeziehung von ESG-Ratings in konventionelle Investmentstrategien, besteht somit die spannende Frage, ob sich solche „extrafinanziellen“ Faktoren mit den orthodoxen Risikodimensionen vereinen lassen. Denn obwohl sich die einzelnen Formeln zur Berechnung der „wahrhaftigen“ Preise von Wertpapieren im Laufe der Zeit weiterentwickelt haben und komplexer geworden sind, so sind die einzelnen Risikokonzepte des systematischen und unsystematischen Risikos noch heute elementare Orientierungsmarken für die Praxis des Portfolio-Managements (Hagermann & Hebb 2009). Im Finanzmarkt-Kapitalismus geht es somit primär nicht mehr darum, dass Investoren eine Rendite

aus dem Verleihen von Krediten erwirtschaften. Vielmehr soll dieser Ertrag durch das „Handhaben von Risiken“ generiert werden. Je höher das „gemanagte“ Risiko, desto höher die Rendite, so die geläufige Vorstellung.

Als ein weiteres prägendes Leitbild für die Legitimation der Finanzmärkte gilt die „Efficient Market Hypothesis“ (EMH) des Ökonomen Eugene Fama. „I take the market efficiency hypothesis to be the simple statement that security prices fully reflect all available information“ (Fama 1990: 1575). Die Veränderung von Marktpreisen entspräche deshalb einem „random walk“, da im Normalfall alle nötigen Informationen im Wertpapierkurs verarbeitet seien. Nur unvorhersehbare Ereignisse würden zu starken Preisbewegungen führen (MacKenzie 2008). Wójcik (2007) beschreibt Leitbilder wie das CAPM oder die EMH und die durch sie erzeugte Modellwelt auch als neue „language of finance“ (180 ff.), die in den 1960er Jahren weltweit an immer mehr Business Schools und Universitäten gelehrt wurde und bereits in den 1970er Jahren zur „common language“ wurde. Die diskursive Essenz dieser Modellwelt war eine Legitimationsrhetorik, die Finanzmärkte als Arenen des Handelns erschienen ließ, in denen zwar Risiken herrschten, welche aber durch ihre mathematische Berechenbarkeit minimier- und damit beherrschbar seien. Übermäßige Spekulationen und Fehlentwicklungen bei der Preisbildung seien nicht mehr möglich. Zwar bleibe auf Finanzmärkten der Faktor „Ungewissheit“ als ständige Gefahr für kurzfristig auftretende „falsche Preise“ bestehen. Diese Ungewissheit sei aber unvorhersehbar, weder für die Börsen, noch für andere Institutionen wie „den Staat“. Somit stelle der Finanzmarkt auch in einer Welt mit latenter Ungewissheit über die Zukunft, die „effizienteste“ aller Institutionen darstelle. Diese Vorstellung wurde vor allem in den 1970er Jahren zu einer öffentlich verbreiteten Orthodoxie, die die beschriebene institutionelle Neuformierung des Wirtschaftsraumes forcierte. Ermöglicht wurde dies durch entsprechend ideologisch ausgerichtete, individuelle und kollektive Handlungen der beteiligten Akteure und ihrer Institutionen. Dieser Dynamik eines performativen „Kulturwandels“ widmen sich in fokussierter Weise nun auch die folgenden Abschnitte, die sich dementsprechend auf die mikrostrukturelle Ebene des Finanzmarkthandelns begeben werden.

5 Kulturelle Geographien der Ökonomie: Performing Geographies of Finance

Die Abstraktheit der bisher beschriebenen Modelle und damit einhergehend die Verwandlung der komplexen realen Welt in eine „simple“ und mathematisch vorhersehbare Modellwelt, die auf den stark vereinfachenden Modellannahmen jeder einzelnen Theorie beruht, ist seit jeher Gegenstand von Kritik, der die Ökonomik-Koryphäen damals wie heute eine äußerst interessante Rhetorik entgegensetzen. „The proper test of a theory [...] is not the realism of its assumptions but the acceptability of its implications“ (Sharpe 1964: 434; zit. in MacKenzie 2008). Dieses Zitat korrespondiert mit einer einprägsamen Formulierung des Soziologen Boumans (2001) zur wirtschaftswissenschaftlichen Praxis der Ökonometrie. „Models should not be assessed as to whether they are valid or not, but as to whether they are useful or not“ (ebd.: 428). Demnach kommt es nicht darauf an, ob Modelle tatsächlich „die Wirklichkeit“ abbilden. Wahrscheinlich hat auch keines der bisher skizzierten Modelle den Anspruch diese unmögliche Aufgabe zu lösen. Vielmehr zielt speziell das wirtschaftswissenschaftliche Feld der Ökonometrie darauf ab, dass die Akteure, die diese Modelle nutzen, jene Modellwelt als ihre reale „Handlungswirklichkeit“ wahrnehmen und ihre Handlungspraxis dementsprechend ausrichten. „With experimental economics, in contrast you can do things to the economy. You can manipulate and intervene in the microeconomies you have built in your laboratory, and this activity in turn is instrumental to intervening in real-world, full size-markets“ (Guala 2007: 130). Die daraus resultierende Annahme einer „Welt als Modell“ öffnet letztendlich das Feld für die These einer performativen Ökonomie beziehungsweise einer Performativität von Märkten, die in der Wirtschaftssoziologie und Anthropologie die Social Studies of Finance begründete und nach dem spatial turn auch verstärkt die Forschung in der Kultur- und Wirtschaftsgeographie beschäftigte. Die These wurzelt in der Beobachtung, dass die Modelle der Wirtschaftswissenschaften, trotz ihrer zunächst sehr realitätsfern scheinenden Modellannahmen äußerst realitätswirksam sind. „Die Perspektive einer kulturellen Ökonomie wendet sich [...] der Frage zu, wie der wirkungsmächtige Diskurs der orthodoxen Ökonomik gegenwärtig im Begriff ist, die Welt nach seinen Modellen und Modellrahmen zu gestalten“ (Berndt & Boeckler 2007: 215). Das Denken von Markttheoretikern — wie den erwähnten Markowitz, Sharpe, Scholes und Friedman — betrachte Märkte zunächst als eine Art Labor, in dem sich

mit spezifischen Modellrahmen überall und jederzeit identische Versuchsanordnungen erzeugen lassen. Diese Strukturen werden allerdings nicht nur theoretisch gedacht, sondern praktisch „in der Welt“ *realisiert*. Eine solche Realität, die dem Modell entsprechend exakte und somit objektive Ergebnisse produziert, gelinge dann, wenn die Marktpraktiker die Versuchsanordnung dem Modell nacheifernd in der realen Welt und ihren Märkten mikrostrukturell implementierten. „Scientific theories, models, and statements are not constative; they are performative, that is, actively engaged in the construction of the reality that they describe” (Callon 2007: 318).

5.1 Performative Modelle: Capital Asset Pricing und Efficient Market Hypothesis

Das CAPM bietet für diese Performativitäts-These ein sehr anschauliches Beispiel. Als William Sharpe das CAPM in den 1960er Jahren vorlegte, hatte seine Theorie mit der Investmentpraxis an den amerikanischen Finanzmärkten noch gänzlich wenig zu tun. Eine Beschreibung der realen Praxis war diese somit zu diesem Zeitpunkt keinesfalls. Zum einen fehlten an vielen Handelsplätzen das technische Equipment (Computer, Datenleitungen, Software, etc.) und den Händlern entsprechende ökonometrische Fähigkeiten, um ein komplexes „Risikomanagement“ durchzuführen und Gleichgewichtspreise zu simulieren. Darüber hinaus waren die Börsen noch überwiegend von Fundamentalanalysten bevölkert, von denen die meisten die EMH und das CAPM zunächst ablehnten. Nicht zuletzt, weil die aus den Modellen resultierenden Handlungsempfehlungen (z.B. Index Fonds) ihre eigene Profession in Frage stellten (MacKenzie 2008). „Those who believed themselves to be skilled stock pickers, able to identify investment opportunities that the other participants in the market had not seen, often despised index funds. One such firm modified the classic Uncle Sam recruiting poster so that the caption read ‘Indexing is un-American’” (ebd.: 86). Erst die fallenden Kurse Anfang der 1970er Jahre brachten ein Umdenken, denn Messungen der Ökonometriker ergaben, dass Wertpapiere mit besonders hohen „Betas“ überdurchschnittlich stark verloren hatten. Callon (2007) sieht Finanzkrisen deshalb als Katalysatoren für eine handlungsspezifische Umorientierung der Akteure auf Finanzmärkten und als entscheidende Impulsgeber für eine institutionelle Restrukturierung, ähnlich wie dies auch der bereits skizzierte Wechsel vom keynesianischen zum neoliberalen Wirtschaftsregime „makroökonomisch“ gezeigt hat. „Crisis emerges when established patterns of dealing with structural contradictions, their crisis tendencies, and dilemmas no longer work as expected and, indeed, when continued reliance

thereon may aggravate the situation. [...] Changes in the balance of forces mobilized behind and across different types of struggle also have a key role in identifying crisis-tendencies and in weakening and/or resisting established modes of crisis management” (Jessop & Oosterlynk 2008: 1159). So begannen viele Finanzmarktakteure Anfang der 1970er Jahre an der Effizienz der Fundamentalanalyse zu zweifeln und „wechselten den Glauben“. Vor allem Großbanken investierten in Computer und andere Infrastruktur und engagierten immer mehr Ökonometriker für die Analystenteams. Demensprechend richtete sich auch das Handeln der Akteure nach den Theorien des CAPM und der EMH aus. Deutlichstes Anzeichen dafür war die zunehmende Etablierung von Index Fonds, also Fondsprodukten, die das Wertpapierspektrum spezifischer Indices exakt nachbildeten. Dadurch wurde die zentrale und zunächst utopische CAPM-Annahme, dass jeder Portfolio-Manager den gleichen „Korb“ an Wertpapieren halte, zunehmend zur Realität. „Among the consequences of the growth of index funds and of covert index tracking was that the Capital Asset Pricing Model’s predictions became less false than it had been when the model was formulated in the early 1960s” (MacKenzie 2008: 87). Das CAPM formierte „den Markt“ mit der Zeit somit immer stärker zu einem Abbild der eigenen Modellwelt, einer *performativen Wirklichkeit*.

5.2 Finanzmärkte als „Collective Calculative Devices“

Die Social Studies of Finance beabsichtigen deshalb, dem beschriebenen Prozess einer Performativität von Märkten nachzuspüren und bedienen sich dabei kulturtheoretischer Analyseansätze. Im entsprechenden geographischen Forschungsfeld versuchen Wirtschafts- und Kulturgeographen Zusammenhänge zwischen Wissenskategorien und Modellen der Ökonomik sowie einer aktiven Gestaltung materieller Raumwirklichkeit zu untersuchen. Die analytische Perspektive lässt dabei sehr viele Parallelen zur skizzierten Raumtheorie Lefebvres erkennen, im Sinne einer poststrukturalistischen Herangehensweise. Die dem KGdÖ-Ansatz zugrundeliegende Idee, das „Zusammenwirken von Ökonomik und Ökonomie bei der Selbsthervorbringung ökonomischer Wirklichkeit“ (Berndt & Boeckler 2007: 222) als einen performativen Prozess zu begreifen, findet sich auch im dreidimensionalen Raumkonzept Lefebvres wieder. Mithilfe Lefebvres gewiss sehr abstrakter Raumvorstellung ließen sich die groben Züge solcher performativer Prozesse, etwa beim diskursiven Wechsel vom Keynesianismus zur neoliberalen Orthodoxie und die damit einhergehenden institutionellen und materiellen Restrukturierungen auf meso- und makroökonomischer Ebene, bis hierher sehr gut darstellen. So konnte zum einen, ohne den Begriff der Performativität übermäßig zu nutzen, bereits ein Gefühl für

die Wirkung diskursiver Prozesse erzeugt werden, die auch das Performativitätskonzept beschreibt. Zum anderen wurde ein Gespür für „den Raum“ im Kontext kultureller Prozesse entwickelt. Ein Aspekt, der im KGdÖ-Konzept ein wenig verloren geht, weil dieses sich sehr an den wirtschaftssoziologischen Theorien anlehnt.

Damit sich diese Arbeit im Folgenden fokussiert den sozial-räumlichen Handlungsrealitäten des SI-Marktes widmen kann, werden die weiteren Kapitel die Perspektive einer dreidimensionalen Raumtheorie verstärkt implizieren und stattdessen mit Kategorien des KGdÖ-Konzeptes arbeiten. Anders als Lefebvres selbst sehr abstrakte Darstellung einer Dreidimensionalität des Raumes, bietet dieser Ansatz einen spezifischeren Analyserahmen, mit dem sich die Verbindung zwischen ökonomischem Diskurs und Praxis in ihrer Mikrostruktur konkreter untersuchen lässt. So ist die Performativität als Prozess hier in unterschiedliche Phasen untergliedert. Diese Gliederung umfasst zum einen den Aspekt der *Performance*, der die verschiedenen sozio-materiellen und technischen Gegebenheiten zu identifizieren versucht, die für die Herstellung kalkulativer Handlungsrealitäten speziell auf Märkten notwendig sind. Anders als Lefebvres recht vage und unpräzise formulierte Konzeption eines Raumes der Repräsentation, der sich mit Foucaults Diskursbegriff verbinden lässt, beinhaltet der Aspekt der Performance den callon'schen Ausdruck des „agencements“ aus der Actor Network Theory (ANT). „A sociotechnical agencement includes the statement(s) pointing to it, and it is because the former includes the latter that the agencement acts in line with the statement, just as the operating instructions are part of the device and participate in making it work.“ (Callon 2007: 320). Diskursive Ordnungen sind demnach immer vermittelt durch eine räumliche und „sinnvolle“ Aneinanderreihung heterogener Elemente, einer Assamblage, zu einer spezifischen sozio-materiellen Infrastruktur. Im Falle moderner Finanzmärkte ist damit, wie bereits erwähnt, vor allem das mikrostrukturelle Ineinandergreifen von Hard- und Softwarekomponenten gemeint, die Finanzmarktakteure die lokale Bedienung eines global organisierten Marktbeobachtungs- und Interaktionsapparates ermöglichen. Callon (2007) bezeichnet diese in ihrer Gesamtheit auch als „collective calculative devices“. Diese Mikrostrukturen werden von weiteren Rahmungen gestützt. Barry (2002) spricht in diesem Kontext von „metrological regimes“ (272-74) und betont insbesondere eine institutionelle Einbettung, beispielsweise durch das Zusammenwirken politischer und ökonomischer Akteure, in Form einer Konsensschaffung über metrische Systeme (z.B. die Anerkennung von Zeitzonen) oder eines gemeinsamen Rechts-

rahmens.¹⁵ Auch dieser institutionelle Aspekt, den der Begriff des „collective calculative device“ bei Callon ebenfalls impliziert, spielt mit Blick auf die SI-Praxis eine Rolle, soll aber hier nur am Rande Erwähnung finden. So sind etwa die UN Principles of Responsible Investment (UN PRI) besonders wichtige Normen für den SI-Markt (Lexikon der Nachhaltigkeit 2013; Claire & Urwin 2012, Glossar).¹⁶ Diese Prinzipien setzen auf einer globalen Stufe Regeln für Marktteilnehmer fest, die dann in der Handelspraxis selbst bestätigt werden (sollen), im Sinne einer „lex mercatoria“ (Knorr-Cetina 2012: 55).

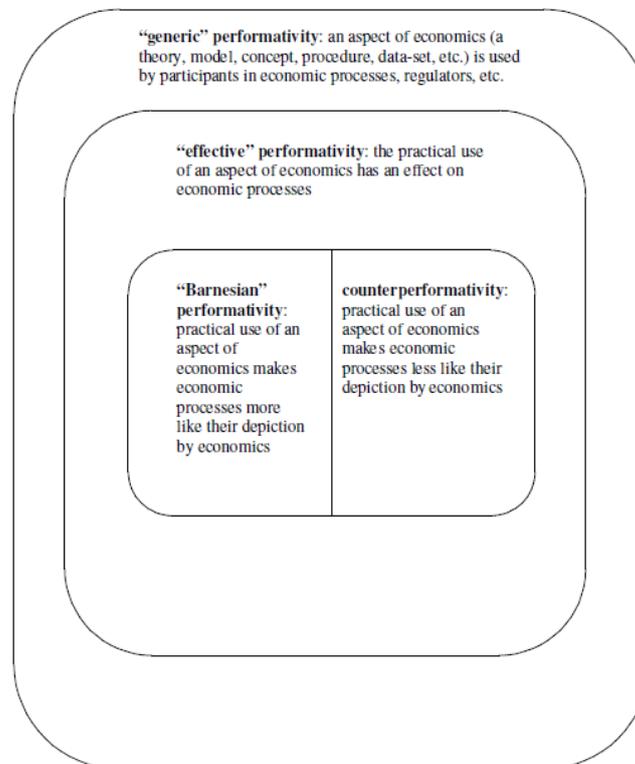
Zum anderen sprechen Berndt & Boeckler (2007) von der *Performanz* als weitere Phase einer Marktperformativität und heben damit die Praxissequenzen auf Märkten hervor als Effekte ihrer sozio-materiellen Struktur und als ein konkretes „doing“ von Wirklichkeit“ (ebd.: 226). In Bezug auf die folgende Untersuchung performativer Handlungsrealitäten auf dem SI-Markt stellt sich im Kontext einer analytischen Kategorie der Performanz also die Frage, welche konkreten diskursiv erzeugten Rationalitäten und ihnen entsprechende Handlungsräume sich, vermittelt durch eine für den SI-Markt spezifische sozio-materielle Infrastruktur, realisieren lassen. Erst mit dem Zusammendenken von Performation und Performanz ergibt sich letztendlich ein Bild für das Ausmaß der Performativität auf einem konkreten Markt. „While beliefs about markets are clearly important, an aspect of economics that is incorporated only into beliefs in the heads of economic actors may have a precarious status. A form of incorporation is in some senses deeper as incorporation into algorithms, procedures, routines, and material devices“ (MacKenzie 2008: 19). Diese Effektivität ökonomischen Wissens für die Handlungskultur auf Märkten wird in der Performativitätstheorie wiederum in verschiedene Typen gegliedert, wodurch sich auch spezielle analytische Kategorien für die Klassifikation realer Märkte in Hinblick auf den Grad ihrer Performativität ergeben (Abbildung 3). So spricht MacKenzie (2009) vom Typus der *generischen Performativität*, der sich dadurch auszeichnet, dass eine bestimmte Theorie, ein Modell oder spezifisches Datenmaterial nicht nur ausschließlich im universitären Kontext Beachtung findet, sondern auch bei Marktpraktikern

¹⁵ Berndt & Boeckler (2011) nennen als Beispiele für solche „heterogenen Elemente“ eines agencements beispielsweise: „conventions, rules, technical devices, infrastructures, logistical procedures, calculating systems, texts, discourses, scientific knowledge, embodied skills, human beings, etc.“ (7-8).

¹⁶ „Mit den sechs Principles for Responsible Investment hat die UN erstmals finanzmarktrelevante Umwelt-, Sozial- und Governancekriterien (ESG) aufgestellt. Sie sollen als Leitlinien für die Berücksichtigung sozialer und ökologischer Kriterien bei Anlageentscheidungen dienen. Zu den Erstunterzeichnern der PRI zählen 39 institutionelle Anleger (asset owner) mit einem Anlagevolumen von rund 2 Billionen (2.000 Milliarden) US-\$, darunter als einziges deutsches Unternehmen die Münchener Rück, 36 Investmentunternehmen mit einem Finanzvolumen von über 3 Billionen (3.000 Milliarden) US-\$, 13 weitere sog. professional service partners“ (Lexikon der Nachhaltigkeit, 2013).

und Regulatoren auf realen Märkten. Von *effektiver Performativität* spricht man, wenn ökonomische Daten und Theorien in der Praxis angewendet, neue ökonomische Prozesse entfachen, die ohne diese unmöglich zustande kommen konnten. Die stärkste Form der Performativität, benannt nach dem Soziologen Barry Barnes, ist die *Barnes'sche Performativität*, bei der sich die Vollzugswirklichkeiten einem Modell anpassen, welche vorher anderen ideologischen Formierungen folgten, ähnlich wie dies das Beispiel des CAPM-Modells gezeigt hat. Darüber hinaus kann es auch einen Fall von *Counterperformativität* geben, nämlich dann wenn ein Modell oder eine Theorie eine Handlungswirklichkeit zwar verändert, diese Veränderung aber konträr zu den ursprünglichen Absichten der Modellkonzeption steht. Darüber hinaus suchen Untersuchungen zur Performativität von Markthandlungen immer auch nach temporären Ursachen und Auslösern für einen Ideologiewechsel. Im Falle von Finanzmärkten sind dies oft Krisenerscheinungen, die zu solchen Veränderungen führen. „Financial crisis is a crisis for the formula. New adjustments are made; the formula is given a new twist (volatility skew) that translates into an alternation of the sociotechnical agencements (dedicated professionals and observation tools are required to carry out the calculation of this parameter daily). And the game is never over, for new framings are always possible” (Callon 2007: 321).

Abbildung 3: Klassifikation einer „Performativität der Ökonomie“



Quelle: Mackenzie (2008: 55).

6 Finanzmärkte und Sustainable Investments

„Many changes have occurred across the broad field of SRI over the past 30 years. The field has grown beyond the negative-screening approach of many early ethical to encompass a broader range of investment strategies. Most important, perhaps, is a movement (championed by the United Nations Principles of Responsible Investment (UN PRI)) toward integration of environmental, social and governance (ESG) issues into mainstream analysis and decision-making” (Woods & Urwin 2012: 28).

Es gibt einige Anzeichen dafür, dass die zunehmende Praktizierung von SIs in *konventionelle* Investmententscheidungen, auf eine solche Veränderung des Modells beziehungsweise der Formel zur Bewertung von Wertpapieren zurückzuführen ist Musuraca (2012). „Sustainable investors start from the premise that today’s markets are deeply flawed, failing to reflect long-term social, economic and environmental value in asset prices” (Krosinsky et al. 2012: 10). Generell widerspricht eine solche Auffassung der orthodoxen Markttheorie, nicht nur weil Märkte in der Ökonomik generell als „effizient“ aufzufassen sind, sondern auch weil soziale und ökologische Faktoren nur als Externalitäten relevanter marktwirtschaftlicher Prozesse behandelt werden. Diese Orthodoxien scheinen SI-Praktiken nun scheinbar anzufechten. In den letzten Jahren hat sich von Investorensseite eine immer größere Nachfrage nach sogenannten „Nachhaltigkeitsratings“ entwickelt, die von zumeist mittelständische Agenturen produziert, ökologische und soziale Dimensionen für „den Markt“, in scheinbar numerisch objektiver Form, kommensurabel machen. „Nachhaltig“ ausgerichtete Investoren und ihre Fonds- sowie Portfoliomanager greifen in diesem Zuge immer stärker auf diese Ratings zurück, um die scheinbare „Ineffizienz“ des Marktes zu beheben beziehungsweise auszunutzen (Schmidt & Weistroffer 2010).

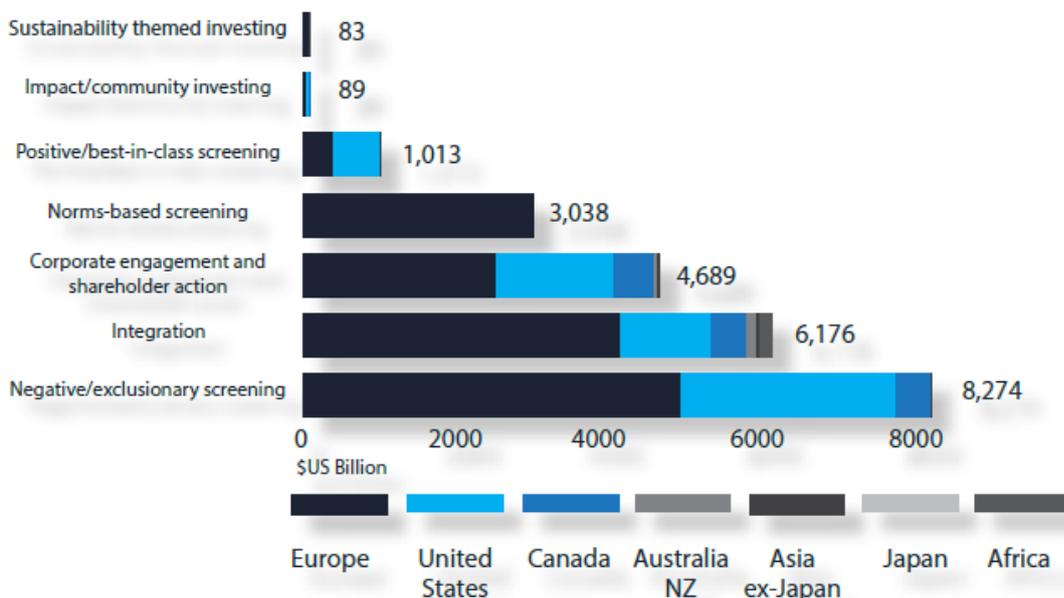
6.1 Geschichte: Von der Philanthropie zum Opportunismus

Die Geschichte von SI-Praktiken reicht allerdings schon sehr weit zurück. Ursprüngliche SI-Fonds basierten allerdings nicht auf numerischen ESG-Ratings, sondern auf rein ethisch und moralisch begründeten Ausschlusskriterien, einer Form des noch heute praktizierten *Negative Screenings* (siehe Abbildung 5 und Glossar). Renneboog et al. (2008 a) nennen beispielsweise den Super-Gau von Chernobyl oder die Ölkatastrophe nach der Havarie der Exxon Valdez als Katalysatoren für ein relativ starkes Wachstum von SI-Fonds in den 1990er Jahren (ebd.: 1725). Es handelte sich dabei um Fondskonstruktionen, die dementsprechend börsennotierte Atomstrom-Erzeuger oder Ölkonzerne aus dem „Anlageuniversum“ ausschlossen. Bereits in den 1970er Jahren hatte es „Divestments“ für Unternehmen gegeben, die Geschäftsbeziehungen mit dem Apartheid-Regime in Südafrika pflegten (Woods & Urwin 2012). Einer dieser ersten börsengehandelten SI-Fonds mit dem Namen *Pax World* vermied unterdessen Investments in Rüstungsunternehmen, die Waffen für den Vietnam Krieg produzierten. Vor allem kirchliche Einrichtungen und Stiftungen betreiben solche Formen der „Exklusion“ nach moralischen Prinzipien bei der Verwaltung ihres Vermögens schon sehr lange. Christliche, jüdische und islamische Traditionen „ethischer Investments“ lassen sich bis in die Antike zurückverfolgen (Renneboog et al. 2008 a). Auch heute noch sind es vornehmlich Kirchen, Universitäten und Stiftungen, die ihr Vermögen nach solch ethischen Ausschlusskriterien anlegen und einen großen Teil des SI-Marktvolumens ausmachen (Abbildung 4). Mit den ersten börsennotierten SI-Fondskonstruktionen des späten 20. Jahrhundert wurden diese zunächst ausschließlich ethisch-motivierten Geldanlagen einem „breiteren Markt“ zugänglich gemacht. Sie blieben insgesamt aber ein Nischenprodukt, weil die großen institutionellen Anleger zunächst kaum Interesse an dieser Anlageform zeigten. Dieses Nischendasein musste generell nicht nur darauf zurückzuführen sein, dass institutionelle Investoren — respektive ihre Portfoliomanager, Berater und Fondsmanager — moralische, ökologische oder soziale Aspekte bei der Geldanlage generell ablehnten. Vielmehr gelten bei Pensionsfonds ein Fiduziaritäts-Prinzip und damit die Pflicht gegenüber den eigentlichen Geldgebern, den Fondssparern, die Fondsmittel in deren „bestem *finanziellen* Interesse“ einzusetzen (Woods & Urwin 2012). „Following a spate of ethically-driven SRI [Synonym für SI] in the late 1970s and 1980s [...], critics argued that trustees were using SRI to further their own moral or political purposes, rather than to promote the financial interests of beneficiaries, and in doing so narrowed funds’ investment universe in what amounted to a violation of both the duties of loyalty and prudence.

These views were backed up by judicial decisions in both the US and the UK” (Woods & Urwin 2012: 45).¹⁷

Das Urteil, dass „Nachhaltigkeit“ für den Finanzmarkt keinen finanziellen Nutzen besitzt, scheint sich allerdings spätestens seit der Jahrtausendwende verändert zu haben. Allein in den USA wuchs der SI-Markt bis 2005 auf einen Wert von ca. 2,3 Billionen US-Dollar („growing by 1200 % from \$162 billion a decade earlier“ (Renneboog et al. 2007: 1725)). Auch in Europa, Kanada und Australien lassen sich in diesem Zeitraum ähnliche Wachstumsraten feststellen. Eine Entwicklung, die in dieser Phase insbesondere auf das verstärkte Engagement großer Pensionskassen und Versicherungsgesellschaften zurückzuführen ist (Hiß 2012), deren Vermögen heute in gut 80 Prozent aller weltweit gehandelten SIs steckt (Schäfer 2009, Schmidt & Weistroffer 2010). Derzeit wird das weltweite Anlagevolumen in SIs, wie bereits zu Beginn dieser Arbeit erwähnt, sogar auf über 13 Billionen US-Dollar geschätzt, was ungefähr 20 Prozent aller AUM entspricht (GSIA 2013).

Abbildung 4: Formen von Sustainable Investments nach Volumen in \$US und Region



Quelle: GSIA (2013, 15).

¹⁷ In diesem Zitat ist von Socially Responsible Investments (SRI) die Rede. Im weiteren Verlauf, vor allem in Bezug auf die UN Prinzipien für „verantwortungsvolles Investieren“, wird auch der Begriff des Responsible Investments (RI) fallen. Diese Begriffe bedeuten sowohl definitorisch als auch praktisch nichts anderes als der in dieser Arbeit verwendete Begriff des Sustainable Investments (SI). Ein Unterschied besteht allerdings sehr wohl zwischen der Praxis eines „ethically-driven SI“ und eines „Mainstream-SI“, wie es von heute in diesem Markt aktiven Investmentbanken, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds betrieben wird. Während Ersteres auf eine Investmententscheidung verweist, der eine ethisch-moralische Grundüberzeugung zugrunde liegt, obliegt Letzteres einer „rationalen Integration“ von ESG-Faktoren und –Ratings in den Entscheidungsprozess. Dieser Unterschied wird in den folgenden Abschnitten noch deutlicher.

6.2 Metrik als Schlüssel für Sustainable Investments im Asset Management

Welches Motiv steckt hinter dieser „Mainstreamisierung“? Zum einen ist zu vermuten, dass es ideologische und somit auch diskursive Veränderungen innerhalb eines Teils der Finanzmarkt-Community gegeben hat. Woods & Urwin (2012) sprechen von einem Wandel der „investment beliefs“ — den „conjectures and working assumptions about the world in which investing occurs“ (ebd.: 37) —, nach denen sich die Investmentpraktiken der institutionellen Akteure ausrichten. Neuste *wirtschaftswissenschaftliche Studien* beschreiben die Praxis des SI dementsprechend als Teil eines rationalen Nutzenkalküls auf Finanzmärkten. „The [SI-]business case contends that it is not simply a matter of ethics but rather that financial gains, management risk and corporate responsibility converge in the long-run“ (Hebb 2012: 3). SIs scheinen nun, jenseits ihrer moralisch-ethischen Vollzugsform, in konventionelle Finanzmarktlogiken und ihren Rationalitätsdimensionen von Unsicherheit, Risiko und finanziellen Nutzen eingebettet.¹⁸ Dieses Verständnis impliziert die Vermarktlichung ökologischer und sozialer Prozesse in Bezug auf die Unternehmensbewertungen, weil es diese erstmals für „den Markt“ nicht relevanten Vorgänge, nun in Referenz zu ihrem finanziellen Nutzen betrachtet beziehungsweise diesen unterstellt. „Nachhaltige“ und orthodoxe Anlagestrategien scheinen in diesem Sinne keinen „konfligierenden Rationalitätsordnungen“ zu unterliegen, wie dies beispielsweise Hiß (2012) behauptet. Zum anderen scheinen sich die rechtlichen Rahmenbedingungen so verändert zu haben, dass institutionelle Investoren nun „nachhaltig“ investieren können, ohne dabei ihre treuhänderischen Pflichten zu verletzen. Eine wichtige Rolle scheint hier das bereits erwähnte UN Regelwerk der „Principles for Responsible Investments“ zu spielen (s. Glossar). Die UN PRI, die im Jahre 2006 an der New Yorker Wall Street von Kofi Annan vorgestellt wurden, stellen ein wichtiges global-rechtliches Rahmenwerk innerhalb der jüngsten Prozesse in Bezug auf SIs dar, sind aber nicht als Blaupause für „nachhaltiges“ Investorenverhalten zu sehen, weshalb auf diesen Aspekt der institutionellen Rahmung im Folgenden nicht weiter eingegangen wird.¹⁹

¹⁸ *Abbildung 5* zeigt die Vielfältigkeit der SI-Handlungspraxis, abseits der traditionellen zumeist ethisch-motivierten Ausschlusspraxis des negative screenings; Vollzugsrealitäten, die im weiteren Verlauf der Arbeit näher untersucht werden (s. auch *Glossar*).

¹⁹ Woods & Urwin (2012) beschreiben die Rolle der UN PRI wie folgt: „The [...] signatories to the PRI commit to six Principles of Responsible Investment (the Principles), whose central focus is the integration of ESG criteria into mainstream investment decision-making and ownership practices. The UN PRI movement, with its financially-oriented justifications, has made RI more palatable to pension funds and other institutional investors who were traditionally cautious about the concept of ethical investment, whether due to an aversion to screening’s reduced investment universe, concerns (justified or not) about fiduciary duty, or a general sense that ethics should not drive investment decision-making“ (ebd.:31).

Vielmehr „zementieren“, fördern und professionalisieren diese Prinzipien eine Entwicklung, die abseits von „Mainstream-Investments“ schon einige Jahre zuvor einsetzte, nämlich die Implementierung von ESG-Ratings in den Anlageprozess institutioneller Investoren. „Auf Nachhaltigkeitsratings spezialisierte Agenturen und Finanzanalysten haben eigene methodische Ansätze entwickelt, um Unternehmen oder Staaten auf Basis vielfältiger Kriterien in den ESG-relevanten Bereichen zu analysieren und zu bewerten. Das Rating, welches aus dem Anlageprozess resultiert, kann ein sinnvoller Ausgangspunkt sein, um die Intensität nachhaltig ausgerichteter Anstrengungen einzuschätzen“ (Schmidt & Weistroffer 2010: 13). Die Produzenten von ESG-Ratings stehen deshalb auch im Fokus der folgenden Analyse, in der die *Inklusion* „nachhaltiger“ Investmentkriterien, jenseits von moralischen und ethischen Vorstellungen, in Bezug auf ihren diskursiven „Sinn“ sowie ihre praktische Herstellung und Anwendung näher untersucht werden soll.

7 Methodik und Vorgehensweise

Neben der aktuellen Literatur zum Thema dienen auch die Erkenntnisse aus sechs Experteninterviews mit Nachhaltigkeitsrating-Analysten, die im Rahmen dieser Arbeit durchgeführt wurden, als Grundlage für die folgende Analyse. Laut Clark (1998), der sich im wirtschaftsgeographischen Kontext intensiv mit dem Phänomen der „Geography of Finance“ beschäftigt hat, kann das Expertengespräch mit Finanzmarktpraktikern und –experten für Forschungsarbeiten, die auf die Rekonstruktion wissensbasierter Praktiken und der Organisation ihrer Aushandlungsprozesse abzielen, einen entscheidenden Beitrag zum Erkenntnisgewinn leisten. „Close dialogue can play an important role in promoting theoretical innovation in economic geography, in general and in the geography of finance in particular. [...] Close dialogue can be used to prompt a reconstruction of our understanding of investment institutions and decision making” (ebd.: 73-79). Die vorliegende Feldstudie ist in den Bereich der qualitativen Sozialforschung einzuordnen, die eine Rekonstruktion der sozialen Wirklichkeit respektive des sozialen Handlungsraumes von SI-Praktikern ermöglichen soll (Lamnek 2010). Für die Durchführung einer Forschungsarbeit im Rahmen der qualitativen Sozialforschung hat Beer (2003) einige Leitlinien aufgestellt hat, an denen sich auch im Vorfeld dieser Arbeit orientiert wurde. So galt es in einem ersten Schritt Hypothesen aufzustellen, die im Forschungsprozess belegt oder revidiert werden sollten. Nach dieser erfolgten Aufstellung wurden weitere Fragen geklärt: Welche Forschungsmethode ist am geeignetsten? Wie wird bei der Durchführung der Studie vorgegangen? Wie werden die Ergebnisse ausgewertet? Fortführend wird nun auf den Aufbau, die Planung und Durchführung sowie die abschließende Auswertung der angefertigten Feldstudie eingegangen.

7.1 Forschungshypothese und Operationalisierung

Die Kernhypothese für die anzufertigende Feldstudie lautet, dass es in den letzten Jahren und Jahrzehnten eine diskursive Verschiebung innerhalb des SI-Marktes gegeben hat, sodass auch renditeorientierte institutionelle Investoren verstärkt ökologische und soziale Aspekte in ihre

Kalkulationen einbeziehen und dementsprechend „performativ“ handeln. Dieser neue Diskurs betont hypothetisch nun keine ethisch-moralischen Vorzüge eines SIs, sondern bezieht sich vornehmlich auf konventionelle und etablierte Rationalitätsordnungen von Finanzmärkten, nämlich auf Risiko- und Renditedimensionen. Dementsprechend hat auch eine Umorientierung in Bezug auf SI-Markthandlungen stattgefunden.

Wie bereits in Kapitel 6 angedeutet, sind neben ethisch-moralisch motivierten SI-Handlungsformen des Negative-Screenings eine Reihe anderer Vollzugsarten hinzugekommen, die im Wesentlichen auf ESG-Ratings und einer diskursiv formierten „Nachhaltigkeitsmetrik“ basieren. Aus dieser Entwicklung ließ sich für die skizzierte Forschungsfrage ableiten, dass die Analysten, die diese „nachhaltige“ Metrik produzieren, eine Schlüsselrolle innerhalb des Marktes spielen, weil sie die herrschenden Diskurse in ihre „Vermessungsarbeit“ aufnehmen und so in einen kalkulierbaren Zahlenraum überführen. Mithilfe dieser metrischen Informationen — so die weitere Überlegung — welche die Analysten nach dem Vermessungsprozess „intermediär“ zur Verfügung stellen, wird den zuständigen Fonds- und Portfoliomanagern letztendlich nicht nur ein neuer „Handlungsraum“ eröffnet, im Sinne des herrschenden Diskurses performativ zu handeln. Dieses Wissen legitimiert ihre Handlungen auch, da diese sich nun an der für den Markt „relevanten“ kalkulativen Systemlogik orientieren. „Damit sich Angebot und Nachfrage auf dem Markt für SRI treffen, existieren zahlreiche Ratingagenturen als Vermittler. Abgesehen von einigen Banken und institutionellen Investoren, die ihre SRI-Expertise selbst in eigenen in-house Forschungsabteilungen erarbeiten, sind es kleine bis mittelständische Agenturen, die SRI-Kenntnisse akkumulieren und auf dem Markt offerieren“ (Hiß 2011: 662). Für den SI-Markt ist es scheinbar maßgeblich „was“ auf „Nachhaltigkeit“ spezialisierte Ratingagenturen messen und „wie“ sich ihre Verbindungen als Marktintermediäre zu Unternehmen auf der einen und Investoren auf der anderen Seite konkret gestaltet. Entscheidend für die Forschungsarbeit war somit die Fokussierung auf den Einfluss dieser Agenturen und ihrer Messungen auf die SI-Handlungsrealitäten von Fondsmanagern und Investorenberatern.

Konkret wurde die skizzierte Hypothese in verschiedene Teilfragen aufgegliedert, um das Vorhaben forschungspraktisch operationalisierbar zu machen. Dabei wurde sich am theoretisch dargelegten KGdÖ-Konzept und seinen Kategorien zur Marktperformativität orientiert. Zum einen sollte die Forschung darauf abzielen, den angedeuteten „Glaubenswandel“ innerhalb der Finanzmarkt-Community in Bezug auf SIs genauer nachzuvollziehen. Damit sollte eine Nachzeichnung der ideologischen Formierung sowie der daraus folgenden Handlungsimperative für ESG-Metriker und SI-Praktiker durch wirtschaftswissenschaftliche und marktpraktische Diskurse einhergehen. Dieses Vorgehen implizierte unter anderem die Aufgabe

herauszufinden, was „Nachhaltigkeit“ innerhalb dieses diskursiven Kontextes überhaupt bedeutet. Eine Definition, die bisher bewusst noch nicht eingeführt wurde und spezielle Einblicke über das bereits skizzierte neuartige Framing des Marktes liefern sollte. Einen zweiten Aspekt stellte die Untersuchung der sozio-materiellen Infrastruktur dar, die „nicht-ethische“ SI-Handlungen mikrostrukturell vermittelt und ermöglicht. Die genauere Erforschung der aus diesen Vermittlungsprozessen hervorgehenden performativen Vollzugsformen umfasste abschließen den dritten Aspekt der Forschungsfrage. Insgesamt sollte so die Rekonstruktion der nicht-ethisch determinierten SI-Praxis vor der konzeptionellen Folie einer performativen Handlungspraxis gelingen.

7.2 Forschungsmethode und Research Sample

Wie bereits angedeutet, wurde sich bei der Konzeption der vorliegenden Feldstudie für die Forschungsmethode des qualitativen Experteninterviews entschieden. Diese Methode schien sich aus zweierlei Gründen als äußerst sinnvoll, im Hinblick auf die vorgetragene Forschungshypothese darzustellen. Zum einen hebt sich das Experteninterview als Erhebungswerkzeug explizit von anderen interaktiven Gesprächsmethoden der qualitativen Sozialforschung, wie narrativen oder biographischen Interviewformen ab. So fokussiert ein Experteninterview nicht auf die interviewte Person an sich und ihre karrierebezogenen Entwicklungs- oder identitätsstiftenden Wandlungsprozesse innerhalb des eigenen Lebens. „Im Fokus der Analyse des Expertenwissens steht der institutionell bestimmte Rahmen des Expertenhandelns und der im Funktionskontext eingebundene Akteur ist Gegenstand der Betrachtung.“ (Meuser & Nagel 2009: 47). Damit eignet sich diese Methode a priori für die Erhebung im Rahmen der dargelegten Forschungshypothese und ihrer Teilaspekte im Feld, da diese ebenfalls nach den spezifisch-diskursiven Rahmen des Expertenhandelns und ihren Übersetzungsschritten in konkrete Vollzugsformen in Bezug auf den SI-Markt fragt. Zum anderen, und dieser Aspekt geht aus dem ersten Punkt hervor, stellt die Methode des Experteninterviews die Kategorie des „Wissens“ in den Mittelpunkt der Analyse und zielt explizit darauf ab, die durch dieses Wissen diskursiv erzeugten Prozesse der Identitätsstiftung für entsprechende Handlungen und ihre Materialisierung in der sozialen Wirklichkeit nachzuvollziehen. „Als Experte kommt in Betracht, wer über eine institutionalisierte Kompetenz zur Konstruktion von Wirklichkeit verfügt. Expertenwissen zeichnet sich durch die Chance aus, in der Praxis in einem bestimmten organisationalen Funktionskontext hegemonial zu werden und so die Handlungsbedingungen anderer Akteure in relevanter Weise mitzustrukturieren“ (ebd.: 38).

Um dieses Wissen im Sinne eines qualitativen Experteninterviews zu explorieren, schlagen Meuser & Nagel (2009) die Gesprächsform des offenen Leitfadeninterviews vor, die auch in den durchgeführten Expertengesprächen angewandt wurde. Der Leitfaden ermöglicht zum einen die Legitimation des Interviewers gegenüber dem Experten. Zum anderen dient er zur „thematischen Führung“, da es sich bei Expertenwissen um kontextbezogene Kenntnisse handelt, die die Befragten zumeist nicht ohne Weiteres „abspulen können“ (ebd.: 51). Außerdem sollte der Leitfaden in Bezug auf die Auswertung eine gewisse Vergleichbarkeit der Aussagen ermöglichen beziehungsweise die Interpretation des Gesagten erleichtern. Der Leitfaden wurde anhand der zugrundeliegenden Forschungsliteratur und den daraus abgeleiteten Forschungsfragen für das Projekt entwickelt. Der bis hierher schon herausgearbeitete (zunächst theoretische) Aspekt der Performativität spielte im Leitfaden allerdings noch keine direkte Rolle, er sollte vielmehr bei der Kategoriebildung für die Auswertung des Materials als konzeptionelle Folie zur Bewertung und Einordnung des Gesagten im Mittelpunkt stehen. Vielmehr konzentrierte sich der Leitfaden auf das „Wie des Entscheidens und Handelns“ (ebd., 54) der befragten Experten. Zunächst wurden deshalb fünf relativ „unabgeschlossene“ Themenkomplexe mit entsprechenden Fragen entworfen.²⁰ Die so implizierte relative Antwortoffenheit in Bezug auf die Fragen sollte zum einen den Gesprächspartnern genug Raum für eine „freie Konversation“ geben. Zum anderen sollte sie dem Interviewer die Möglichkeit eröffnen, im Gespräch spontan auf besonders interessante Aspekte einzugehen beziehungsweise die individuell unterschiedlichen Expertisen der Interviewpartner zu nutzen, um bestimmte Facetten des Themas gezielt anzusprechen. So gelang es trotz eines heterogenen „Research Samplings“ (siehe folgender Teilabschnitt), alle Experten mithilfe des gleichen Leitfadens zu befragen und Vergleichbarkeit sowie Reliabilität zu gewährleisten. „Methodisch gewendet heißt dies, durch die Interviewführung Narrationen herauszufordern. Erzählungen geben Aufschluss über Aspekte des Expertenhandelns, die dem Experten selbst nicht voll bewusst sind, die ihm vielmehr erst im Laufe der Erzählung Schritt für Schritt bewusst werden“ (ebd.: 53). Der erste Entwurf des Leitfadens wurde zunächst in einem informellen Vorgespräch mit einer Kontaktperson getestet. Bis auf ein Interview, welches telefonisch durchgeführt wurde fanden alle Gespräche „Face-to-Face“ statt. Das Telefoninterview war dementsprechend stärker durchstrukturiert, indem schon im Vorfeld mögliche Antworten imaginiert und entsprechende

²⁰ Die Themenkomplexe umfassten die folgenden Bereiche:

1. Der SI-Finanzmarkt allgemein, 2. ESG-Ratingagenturen und -Researcher als Marktintermediäre, 3. ESG-Screening und Rating-Prozess, 4. Ratings im Anlageprozess / Beratung von Investoren und Anlegern, 5. Die Folgen von SIs für Finanzmarkt und Realwirtschaft (siehe auch Appendix B).

Anschlussfragen entworfen wurden. Eine stringendere Struktur ist bei telefonischen Experteninterviews üblich, um der Gefahr von Verständigungsproblemen zu begegnen, die durch fehlende nonverbale Kommunikationsmöglichkeiten entstehen können (Christmann 2009). Die übrigen fünf Expertengespräche fanden an für die Befragten bekannten beziehungsweise vertrauten Ort statt, so dass eine von Anfang an entspannte Atmosphäre für die Gespräche gewährleistet war. Nach gegenseitiger Vorstellung wurde der Hintergrund und der Ablauf des Projektanliegens erläutert und erfragt, ob der Interviewpartner mit der Aufzeichnung des Gesprächs einverstanden sei. Dieses Vorgehen, wie es Meuser & Nagel (2009) vorschlagen, diene zum einen der Vertrauensbildung. Zum anderen wurde so wiederum die Expertise des Forschenden deutlich gemacht, die ein Gespräch auf Augenhöhe ermöglichen sollte, welches Clark (1998) als elementar für den Erkenntnisgewinn aus Experteninterviews erachtet. Des Weiteren wurde verdeutlicht, dass man den Interviewpartner als Experten seiner Lebenswelt und der entsprechenden Handlungsrealitäten begreift und der Leitfaden als grober Rahmen für ein offenes Gespräch diene, was den Wunsch nach Narrationen deutlich machte. Der Einstieg erfolgte stets mit Fragen nach der persönlichen Aufgabe im Unternehmen und der allgemeinen Rolle im Kontext des SI-Finanzmarktes. Alle weiteren Fragen des Leitfadens wurden in narrativer Form beantwortet.

Auf der ganzen Welt gibt es mittlerweile eine ganze Reihe von Finanzdienstleistern, die für eigene Investitionszwecke oder externe Kunden „Nachhaltigkeits“-Ratings erstellen. Um deshalb die Durchführbarkeit des Projektes zu gewährleisten, konzentrierte sich der Autor auf mögliche Gesprächspartner im deutschsprachigen Raum. Die Auswahl und Kontaktaufnahme der Interviewpartner erfolgte über das Forum für Nachhaltige Geldanlagen (FNG), das ein seit 2001 aktives SI-Interessensnetzwerk mit über 140 institutionellen Mitgliedern aus Österreich, Schweiz und Deutschland darstellt. Darunter namhafte Banken, KAG, Versicherungen, „nachhaltige“ Ratingagenturen, Investmentgesellschaften, Vermögensverwalter, Finanzberater und NGOs (FNG 2013 a). Da die Stichprobenziehung in der qualitativen Forschung keine verteilungsmäßige, sondern eine „theoretische Repräsentativität“ anstrebt, wurden im Vorfeld der Kontaktaufnahme zu potenziellen Interviewpartnern Überlegungen angestellt, welche der bei FNG aufgelisteten Mitglieder relevantes Expertenwissen für die vorliegende Forschungsfrage bieten könnten (Küsters 2009: 48). Dieses Vorgehen wird in der Grounded Theory auch als „theoretisches Sampling“ bezeichnet (Strauss & Cobin 1996). „Hier soll die Stichprobe ein Abbild der theoretisch relevanten Kategorien darstellen“ (Hermanns 1992: 116). Im Hinblick auf die Forschungsfrage wurden deshalb, die auf der FNG-Website aufgelisteten „Ratingagenturen“ und „KAG“ über die angegebene E-Mail-Adresse angeschrieben (FNG 2013 b), bei denen vor allem Expertise jenseits nicht-ethisch determinierter SI-Formen vorhanden

schien. In der E-Mail wurde das Forschungsanliegen und das Profil des Experten erläutert, welches für die Erhebung benötigt würde, versehen mit der Bitte einen solchen Ansprechpartner in der jeweiligen Institution ausfindig zu machen. Die Kontaktaufnahme über diese allgemeinen Adressen glich so dem Weg über „Mittelspersonen“, wie ihn Küsters (2009) als effiziente Methode zur Gewinnung von Interviewpartnern vorschlägt (ebd.: 49). Bezüglich des Expertenprofils ging es bei den angefragten Ratingagenturen genauer darum Analysten ausfindig zu machen, die „Nachhaltigkeit“ für den Finanzmarkt vermessen und diese Metrik dann Investoren und Portfoliomanagern zur Verfügung stellen.²¹ „Analysten sind auf bestimmte Marktsegmente, Instrumente und/oder Sektoren spezialisierte Finanzexperten, die für Investmententscheidungen relevantes Wissen produzieren. Sie investieren also nicht selbst, sondern werden von Banken, Fondsgesellschaften, Versicherungen etc. zur Erstellung von Marktinformationen, Investitionsempfehlungen und Beratungen beschäftigt“ (Wansleben 2012: 235). Darüber hinaus wurden Experten von Agenturen gesucht, die Investoren besondere Tools zur Verfügung stellen. Beispielsweise um die Ratings graphisch aufzubereiten, um sie so in besonderer Weise nutzbar zu machen. Im Falle der Kontaktaufnahme mit KAG wurde nach Ansprechpartnern gefragt, die Kenntnisse über die Verwendung von ESG-Ratings und Metriken im Asset Management verfügen. Insgesamt konnten auf diese Weise Interviewpartner aus sechs verschiedenen Institutionen für ein Interview gewonnen werden, wobei es sich um ein Doppelinterview handelte.

Unter ihnen sind Analysten der kanadisch-niederländischen Agentur Sustainalytics und dem deutschen Ratinghaus Imug. Sustainalytics verfügt über ein internationales Analystennetzwerk mit Standorten in zwölf Ländern, auf vier Kontinenten. Imug ist Vertriebspartner der international vernetzten Nachhaltigkeits-Ratingagentur Eiris, die unter anderem mit der Londoner Börse kooperiert. Im Auftrag von Eiris ratet Imug alle Unternehmen im deutschsprachigen Raum in Bezug auf finanzmarktrelevante „Nachhaltigkeit“. Beide Interviews versprachen besondere Einblicke in die Ratingpraxis und bildeten eine erste theoretische Sampling-Kategorie. Des Weiteren wurde ein Experte der Ratingagentur Arnu Consult interviewt, deren Hauptprodukt eine Online-Software zur „nachhaltigen“ Analyse von Aktien, Fonds und An-

²¹ Wansleben (2012) präzisiert den „Analysten-Begriff“ durch eine genauere Darstellung seiner Funktion und Aufgaben. Eine Beschreibung, die „den Sinn“ für die folgende Fokussierung auf die Analysten-Tätigkeit im SI-Markt und die daraus resultierenden performativen Effekte nochmals unterstreicht: „Analysten [sind] als Produzenten von Rahmungen und Berechnungen von Unternehmenswerten [zu verstehen]. Die Konstruktion solcher Rahmungen besteht [...] darin, dass Analysten festlegen, mit welchen anderen Firmen eine Unternehmung Ähnlichkeiten aufweist, in welche Branche sie einzuordnen ist und mit Hilfe welcher Kennziffern die Attraktivität ihrer Finanztitel bewertet wird. Mars (1998) betrachtet Analysten vor allem als Produzenten von stories, die dazu dienen, Widersprüche und Lücken in den verfügbaren Daten zu bewältigen sowie überzeugende Vorhersagen anzufertigen“ (235-36).

leihen darstellt, welche an Vermögensverwalter im deutschsprachigen Raum vertrieben wird. Die Software eignet sich dabei vor allem für sogenannte „Themen-Investments“ (siehe Glossar). Außerdem wurde ein Gesprächspartner der Ratingagentur Reprisk aus Zürich für ein Interview gewonnen, die ihre gewonnenen Ratingdaten ebenfalls zur Entwicklung und zum Vertrieb einer speziellen Online-Datenbank an Investoren nutzen. Beide Akteure sollten also besonderen Einblick in die sozio-materielle Infrastruktur und die mikrostrukturelle Vermittlung der Ratingdaten bieten. Sie bildeten eine zweite theoretische Sampling-Rubrik. In eine dritte theoretische Sampling-Kategorie wurden die Interviews mit Experten von GES Invest und Robeco Sustainable Asset Management (SAM) eingeordnet.²² GES Invest stellt zwar eigene Ratings her, deren Entwicklung einem Normen-basierten Ansatz unterliegt. Die Agentur verkauft diese Ratings allerdings nicht, sondern nutzt sie selbst. Vor allem für sogenannte Corporate Engagements, also für die Durchführung von Shareholder-Aktionen, die die Gesellschaft im Auftrag institutioneller Investoren initiiert. Das GES-Interview sollte deshalb Einblick in die Wechselwirkung zwischen Rating und „performativer“ Vollzugsform eröffnen, wobei der Fokus auf der Praxis des Corporate Engagements lag. SAM hingegen ist eine weltweit führende KAG im Bereich des SIs, die nicht nur „In-House-Ratings“ für das eigene Portfolio-Management durchführt. Die KAG entwickelt anhand dieser Ratings und in Kooperation mit der New Yorker Börse den Dow Jones Sustainability Index (DJSI), der weltweit vielleicht wichtigsten „Index-Benchmark“ im Bereich der SI-Vermögensverwaltung. Mithilfe dieses Interviews sollte ein Einblick zum Punkt der Performanz im SI-Portfolio-Management gewonnen werden, vor allem im Hinblick auf die SI-Strategien „Best-In-Class“ und „Integration“.

Generell wurde das Gesagte nach jedem einzelnen Interview direkt reflektiert und in Bezug auf die für das jeweilige Sampling relevanten Merkmale interpretiert. So konnte nach den Interviews eine „theoretische Sättigung“ festgestellt werden (Hermanns 1992: 116; Küsters 2009). Vorbereitend für die Auswertung wurden die Interviews mit der Transkriptions-Software „f4“ transkribiert. Die Transkription erfolgte im Stile der Regeln nach Kuckartz (2012: 136-37). Dementsprechend wurden alle Angaben anonymisiert, die Rückschluss auf die befragten Personen hätten geben können. Die weitere Auswertung der transkribierten Interviews erfolgte nach den Prinzipien einer inhaltlich-strukturierenden Inhaltsanalyse (Mayring 2010, Kuckartz 2012) mithilfe der Auswertungssoftware MAXQDA.

²² Bis Anfang 2013 gehörte RobecoSAM als spezialisiertes SI-Asset zwar auch schon zum niederländischen Finanzinstitut Robeco, firmierte allerdings nur unter dem Namen SAM, ein Akronym für „Sustainable Asset Management“.

7.3 Material-Auswertung

Mit dem Textanalyse-Programms MAXQDA wurden in einem Codesystem Kategorien erstellt, die das Gesagte interpretierbar werden ließen. Die Kategorie-Bildung des transkribierten Materials war essentiell, um eine Kohärenz in den teils sehr heterogenen Aussagen der Interviewpartner zu gewährleisten und Orientierungsmarken aufzustellen. Darüber hinaus vereinfachte die parallele Einordnung aller Interviews in ein einziges Codesystem die Vergleichbarkeit des Materials, indem gleichzeitig sowohl Überschneidungen als auch Unterschiede in den Aussagen zutage traten. „Close dialogue can be used to prompt a reconstruction of our understanding of investment institutions and decision making. This means, then, ordering the collected information into a coherent argument, thereby making it accessible to others“ (Clark 1998: 8). Als *grobes Gerüst* beziehungsweise Kategoriedefinition für das Codesystem dienten die in der Darstellung des KGdÖ-Ansatzes erarbeiteten Aspekte der Performativität, Performance und Performanz. „Die Kategoriedefinition schränkt nun aber stärker, im Sinne eines Selektionskriteriums, ein. Sie beschreibt die Thematik, zu der Kategorien entwickelt werden sollen und übergeht alles Material, das dazu nicht passt“ (Mayring 2008). Während unter dem Selektionskriterium „Performativität“ Kategorien zu Aussagen über wissenschaftliche Studien, Schlüsselereignisse und der effektiven Rolle dieser Punkte, bei der Hinwendung zu SI-Strategien entwickelt wurden, fand sich in diesem Zweig des Codebaums letztendlich auch die Kategorie „Wahrnehmung des Marktes“ wieder. Diese enthielt eine Reihe von Aussagen, die den SI-Markt als eigenständiges Objekt definierten. Denn wie in der bisherigen Darstellung von ideellen Konzepten, wie „Wirtschaft“ und „Markt“ dargelegt, ist die Beschreibung eines Objektes durch die sprachliche Abgrenzung zu anderen Marktobjekten ein prägnanter Ausdruck eines performativen Framings, evoziert durch eine spezifische Raumwahrnehmung, -Konzeption und -Handlung. Das zweite Selektionskriterium „Performance“ sollte letztendlich Aussagen und entsprechende Kategorien und Sub-Codes zum sozio-materiellen beziehungsweise institutionellen und technologischen Setting der SI-Praxis enthalten. Dieser Zweig des Codesystems entpuppte sich als sehr Akteurs-fokussiert. Er enthielt nicht nur Aussagen zur Rolle von NGOs, Unternehmen, institutionellen Investoren und Medien, sondern auch Beiträge zur räumlichen Vernetzung, technischen Infrastruktur und natürlich zur Rolle der ESG-Ratings im Kontext der SI-Praxis.

Unter dem dritten Selektionskriterium, der „Performanz“, fanden sich Aussagen und entsprechende Kategorien zu konkreten Handlungsrealitäten im SI-Asset Management und anderen Vollzugsformen wieder, die aus ideologischer Formierung und sozio-materieller Vermittlung entstehen. Zu diesen ganz konkreten Praktiken zählte neben der Konstruktion von SI-Fonds

und spezifischen Nachhaltigkeitsindizes, auch die allgemeine Handhabung von ESG-Ratings im Asset Management. Neben der Praxis des Corporate Engagements wurden auch die Konsequenzen für die „Realwirtschaft“ in diesen Strang der Codierung übernommen, denn wie bereits im ersten Teil dieser Arbeit aufgezeigt, sollen letztendlich auch mögliche Folgen der SI-Praxis für die realen Empfänger des Finanzkapitals aufgezeigt werden; und damit einhergehend, mögliche Re-Justierungen der Bewegungen von Menschen, Kapital, Gütern und Informationen innerhalb des kapitalistisch organisierten Wirtschaftssystems.

Die Entstehung dieses Codesystems vollzog sich in folgenden Schritten: In einem ersten Codierungsprozess entsprechend der inhaltlich-strukturierenden Inhaltsanalyse nach Kuckartz (2012) wurde jeder Interviewtext zunächst sequenziell, das heißt, Zeile für Zeile bearbeitet und die entsprechenden Textstellen den groben Selektionskriterien zugeordnet. Sowohl diese Zuordnung als auch die weitere Ausdifferenzierung des Codesystems in spezifische (Unter)Kategorien erfolgte somit induktiv „am Material“. „Das Anliegen qualitativ orientierter Forschung ist gerade, auf einem möglichst konkreten, materialnahen, deskriptiven Level die Auswertungsaspekte aus dem Text heraus zu entwickeln. [...] Mit induktiv ist dabei gemeint, dass das Textmaterial Ausgangspunkt ist und die Kategorien möglichst eng an den Textpassagen orientiert formuliert werden“ (Mayring 2008: 11). Die Subcodes wurden so im Sinne eines „theoretischen Einordnens“ entwickelt. Eine Technik, die sich an den Ideen der „Grounded Theory“ anlehnt. „Bei der an der Grounded Theory orientierten Vorgehensweise geschieht die Bildung von Codes von vornherein in der Absicht, sich von den Daten zu entfernen und sie theoretisch einzuordnen. Es ist diese Tätigkeit des theoretischen Einordnens und nicht die des bloßen Zuordnens zu einem Code, die [...] als Codieren bezeichnet wird“ (Kuckartz 2012: 146).

Die so entstehenden Kategorien wurden der komplexen Thematik entsprechend weit aufgefächert. Diese starke Ausdifferenzierung führte letztendlich zu keiner strikten Grenzziehung zwischen verschiedenen Kategorien des Systems beziehungsweise nicht zur pedantischen Zuordnung einer Aussage zu einem bestimmten Code. Die polyvalenten Aussagen ließen eine solch starke und eindeutige Zuordnung nicht zu, weshalb manche Interviewpassagen sich vielfach in mehreren Kategorien wiederfanden. Die Ausdifferenzierung des Codesystems in weitere Subcodes wurde, dem „Ablaufmodell zur induktiven Kategoriebildung“ nach Mayring (2008: 12) entsprechend, in einem zweiten Materialdurchlauf vollzogen, der sich wiederum „sequenziell“, Zeile für Zeile den Texten widmete. Um nicht den Überblick zwischen den einzelnen Dokumenten und Codes zu verlieren, verwendete der Autor eine Memo-Funktion. Mithilfe dieses Features konnte vor allem der „Sinn“ der einzelnen Selektionskriterien und ihrer am Material entwickelten Kategorien beständig nachvollzogen und mit entsprechenden

Ankerbeispielen versehen werden. Mittels eines Text-Retrievals wurde das Codesystem mit seinen verschiedenen Haupt- und Subcodes abschließend in Excel-Tabellen zusammengestellt. Eine Systematisierung der Aussagen, auf der die nun folgende Darstellung der Ergebnisse basiert. Die Textblöcke, mit den einzelnen Aussagen der Experten und den Fragen des Interviewers, wurden mithilfe von MAXQDA automatisch und fortlaufend innerhalb der spezifischen Interviews nummeriert. Die Zitation der einzelnen Textstellen erfolgt im Folgenden dementsprechend nach Kuckartz (2012), beispielsweise (Experteninterview 1: 12 (Textstelle)), wodurch sich die Herkunft des Zitats genau nachverfolgen lässt.

8 Diskurse und „Schlüssel-Ereignisse“ im Sustainable Investment Kontext

Fragt man Experten, warum das finanzielle Marktvolumen von SIs in den letzten Jahren, vor allem seit der globalen Finanzkrise, so stark und exponentiell gewachsen ist, geben alle einen „Sinneswandel“ institutioneller Investoren als Grund an. So berichteten zwei Experten in diesem Kontext sehr detailliert über den diskursiven Antrieb für Investoren, „nicht-finanzielle Kriterien“ bei der Anlageentscheidung zu berücksichtigen, der das seit geraumer Zeit stetig zunehmende Engagement in diesem Markt begründet. Diese Aussagen pointieren zwei Ökonomie- und Finanzmarkt-Diskurse, die mit dieser Entwicklung eng zusammenhängen: Einen Risiko- und einen Renditediskurs, die in den Interviews oft mit den Begriffen des „Alpha“ und „Beta“ aus dem CAPM umschrieben werden. Die Verwendung orthodoxer Finanzmarkt-Rhetorik, wie das Sinnieren über Risikofaktoren und Marktchancen im Kontext von SIs, wie es in den allen Interviews vorkommt, ist bereits ein erster empirischer Fingerzeig dafür, dass sich die SI-Praxis von einem ethisch angehauchten Außenseiterdiskurs des Geldanlegens, in Teilen zu einer Investmentkultur entwickelt hat, die sich mit etablierten Rationalitätsordnungen des Finanzmarktes wie *Rendite* und *Risiko* problemlos assoziieren lässt. Ein Analyst spielt explizit auf wirtschaftswissenschaftliche „Studien“ als wichtigen Teil dieses Diskurses an, die diese neuen „Investment Beliefs“ stützen.

„Natürlich war es noch vor ein paar Jahren so, dass das Thema nicht so stark war, dass man auch noch mehr Akquise machen musste. Mittlerweile ist es so, dass viele Kunden auch von selbst anrufen oder viele potentielle Kunden. Klar, es gibt ja viele Kunden, die dieses Alpha wollen, also eine Outperformance ihrer Investments und das erwarten. [...] es gibt ja auch viele Studien, die da den Zusammenhang herstellen. Unternehmen die nachhaltig gut dastehen, dass die auch langfristig erfolgreich sind“ (Experteninterview 4, 22).

„Zum einen setzt sich natürlich bei immer mehr Investoren die Einsicht durch, dass nachhaltiges Investment eine Art Risikovorsorge ist und dass sie Risiken von ihrem Portfolio abmildern, wenn sie soziale und ökologische Themen mit einbeziehen. Weil die Unternehmen, die sich langfristig aufstellen, die verantwortlich mit Ressourcen, mit Stakeholdern, mit Mitarbeitern umgehen, die werden eben diese Extremrisiken nicht haben. Die werden langfristig erfolgreicher sein. Und diese Erkenntnis die greift immer mehr um sich und setzt sich durch. [...] Zum anderen auch aus Renditeerwartung und sie machen es natürlich auch aus ethischen Gründen“ (Experteninterview 3, 3).

In Bezug auf die Risikodebatte sind beide Analysten davon überzeugt, dass „nachhaltig“ aufgestellte Firmen langfristig erfolgreich(er) sind und weniger Risiken für die Investoren bieten, mit eindeutigen Verweis auf sogenannte „immaterielle Vermögenswerte“ der spezifischen Unternehmung. Eine solche Argumentation legt zunächst nahe, dass es sich bei SI um eine neuartige Investmentkultur handeln muss, da orthodoxe Rationalitäten des Finanzmarktes den verantwortungsvollen Umgang mit „natürlichen Ressourcen“, Mitarbeitern und Stakeholdern in ihren Bewertungspraktiken nicht berücksichtigen. Bei der Praxis des SIs scheint deshalb genuin ein abweichender Analyserahmen für die Kapitalisierung von Unternehmen vorzuliegen, der sich recht heterogen innerhalb der Investmentcommunity etabliert hat beziehungsweise immer noch weiter ideologisch verfestigt. Während Musuraca (2012) in einer Case Study über den US-Pensionsfonds NYCEP eine Reihe von Krisensituationen in den 1980er und 1990er Jahren beschreibt, die scheinbar recht wenig an den althergebrachten Investment-Praktiken veränderten, argumentieren Clark & Wójcik (2007), dass vor allem die Verwerfungen an den Aktienmärkten vor und um die Jahrtausendwende sehr wohl ein Umdenken provozierten, das bei einigen Akteuren mit einem Vertrauensverlust in klassische Accounting Praktiken und Finanzmarktregulationen einherging (ebd., 198-201). Einige Investoren machten sich demnach, vor allem nach den Bilanzskandalen um Enron und WorldCom in den USA, auf die Suche nach *innovativen Metriken*, die neue Sicherheit und damit weniger Risiko für die eigenen Investmententscheidungen bedeuteten sollten. Viele dieser „First Mover“ konzentrierten sich dabei auf Daten zur CG, andere bevorzugten eine breitere Informationsbasis im Sinne eines Konzeptes der Corporate Social Responsibility (CSR), welches im Ratingkontext angewandt, neben der CG auch Reputationsrisiken oder die Innovationsfähigkeit von Unternehmen zu messen versucht. Die daraus verwendeten Kennzahlen werden heute generell der SI-Praxis zugerechnet. Das im Investment-Kontext oft und auch in dieser Arbeit bisher verwendete Kürzel „ESG“ bedeutet im weitesten Sinne deshalb eine Messung der „CSR-Leistung“ von Unternehmen. Insofern ist zu vermuten, dass es sich bei (nicht-ethisch motivierten) SIs um eine Investmentpraxis handelt, die im Portfolio-Management zunächst nur wenige *Pioniere* nutzten, sodass der Kriseneinfluss auf Handlungsrationalitäten von Finanzmarkt-Akteuren niemals als gleichmäßig einzustufen ist, sondern individuell ganz unterschiedliche Reaktionen hervorruft.

„Dadurch, dass so ein Trend so langsam anwächst und es sozusagen Institutionen gibt, die Vorreiter sind, gibt es natürlich auch Nachahmer. Das ist ganz normal in so einem Themenfeld und dass man auch sieht, dass man mit diesem Thema kein Geld verliert, sondern dass es mit leichter Wahrscheinlichkeit auch eine Outperformance gibt“ (Experteninterview 3, 9).

Die Argumentation von Clark & Wójcik (2007) ist insofern plausibel, weil sich durch die angesprochenen Skandale um Bilanzfälschungen zwangsläufig auch Fragen zur CG oder CSR in Unternehmen stellen mussten. Die abstrakten und in diesen Fällen „geschönten“ Finanzkennzahlen hatten aus Sicht der Investoren offensichtlich keine solide Informationsgrundlage über die „wahren Werte“ und die Glaubwürdigkeit der Aktiengesellschaften liefern können (Miller et al. 2007). Eine erste Komponente des Risikodiskurses im Rahmen von SIs ist somit die Idee einer zusätzlichen Absicherung der Investmententscheidung, durch die Berücksichtigung einer größeren Menge relevanter Daten und Informationen über die Vorgänge innerhalb spezifischer Unternehmen, die vor allem den Bereich der CSR betreffen (Power 2004). Im Hinblick auf die Verfestigung und Ausbreitung dieser neuen Rationalität macht diese Fokussierung insofern Sinn, weil die CSR-Debatte im Rahmen der ökonomischen Nutzen-Frage, vor allem in der wissenschaftlichen Auseinandersetzung eindeutig finanzielle Komponenten enthält. So umfasst das CSR-Modell von Schäfer (2009) einerseits einen Reputationsaspekt, also die Glaubwürdigkeit, Zuverlässigkeit, Fairness und Empathie eines Unternehmens gegenüber seinen Stakeholdern, der auf die Handlungsfähigkeit einer Gesellschaft anspielt. „Reputationsbildung erhält oder erhöht [...] die ‚Licence to Operate‘ und ‚Licence to Cooperate‘ eines Unternehmens innerhalb seines gesellschaftlichen Umfelds und stabilisiert so das Stakeholder-Umfeld für Unternehmensentscheidungen“ (ebd.: 75). Als weiterer Punkt gilt die bereits angesprochene CG, also die Kompetenz der Unternehmensleitung die Aktiengesellschaft zukunftsfähig und langfristig *profitabel* auszurichten. Gerade die Auseinandersetzung mit mittel- bis langfristigen Risiken auf sozialer und ökologischer Ebene, wie sie etwa durch die Verknappung natürlicher „Ressourcen“ oder demographische Entwicklungen entstehen können, gilt als Kern einer „nachhaltigen“ CG. Als dritte konzeptionelle CSR-Komponente wird die Innovationsfähigkeit von Unternehmen betrachtet, z.B. im Sinne einer Steigerung der Öko-Effizienz. „In empirischen Studien [konnte] nachgewiesen werden, dass Unternehmen mit hohen Umweltbelastungen oft auch Unternehmen mit ineffizienter Beschaffungs- und Produktionsweise sind. Dadurch büßten sie unter anderem auch ihre relative Wettbewerbsstärke ein und reduzierten somit den eigenen Unternehmenswert“ (ebd.: 76). Im Sinne Callons liegt einer SI-Entscheidung durch die Berücksichtigung von ESG-Informationen somit ein anderes Framing der börsennotierten Unternehmung vor. Eine Inklusion von Externalitäten, welche die Bewertung des spezifischen Wertpapiers beeinflusst. Allein dieses neuartige Framing macht eine Geldanlage letztendlich zu einem SI, denn das „Anlageuniversum“ umfasst prinzipiell die gleichen Wertpapiere, die auch konventionelle Anleger für ihre Geldanlage nutzen. Einzig und allein die nach „nachhaltigen“ Risiko- und Renditekennziffern durchgeführte Selektion der Wertpapiere, führt schlussendlich zu einem „nachhaltigen“ Portfolio.

„Also die Integration [von ESG Daten in die Investmententscheidung] die eigentlich Sinn macht, also rein theoretisch, berücksichtigt einfach mehr Daten und kann deshalb auch eine bessere Qualifikation machen und eine bessere Einschätzung was es [das Unternehmen] wert ist“ (Experteninterview 6: 103).

Eine zweite Dimension der SI-Risikodebatte hängt eng mit dem Renditediskurs um „nachhaltiges“ Investieren zusammen, der bereits in der Diskurskomponente um die öko-effiziente Innovationsfähigkeit von Unternehmen anklingt. So ziehen Renneboog et al. (2008 a) in ihrem historischen Rückblick auf die Entwicklung des SI-Marktes eine Verbindung zur wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion um den finanziellen Nutzen von CSR. Ein Aspekt, dessen wachsende Diskursmacht sie ebenfalls zeitlich parallel zum Ende der New Economy verorten und welcher einigen Investoren auf der Suche nach neuen Leitbildern scheinbar eine Art ideologischen Halt und Antrieb für „nachhaltige Investmentpraktiken“ verlieh. „One of the main arguments to favor of CSR is that CSR is consistent with shareholder value-maximization. [...] By anticipating and minimizing the potential conflicts between corporations and society, CSR plays a role in reducing the costs of conflict“ (ebd.: 1731). Neben einer Reduzierung von Kosten durch die Vermeidung von Stakeholder-Konflikten ist auch der Wettbewerb um „qualifizierte Mitarbeiter“, in Zeiten des „Knowing Capitalism“ (Thrift 2005), ein seit jeher wichtiger Aspekt dieses Diskurses, welcher wiederum auf die Reputation und Innovationsfähigkeit der spezifischen Unternehmung anspielt. Qualifizierte Arbeitskräfte seien leichter zu rekrutieren und leistungsfähiger, wenn das soziale Umfeld im Unternehmen stimmt und gleichzeitig die Identität mit den Produkten und der Geschäftspolitik gewährleistet ist (Schäfer 2009). Das Unternehmen wird dadurch insgesamt innovativer, produktiver und letztendlich „wertvoller“, so die deduktive Argumentation. Diese diskursive Logik lässt sich auch in den Experten-Aussagen aus den Interviews wiederfinden:

„Als ich vor zwölf Jahren ungefähr angefangen habe in der Branche, war einer der ersten Sprüche, die mir begegnet sind „happy cows give better milk“. Also ich glaube, dass Thema Arbeitnehmerrechte ist nach wie vor ein Thema“ (Experteninterview 2, 58).

„Mitarbeiter, die eine entsprechende Bildung haben und von den Unternehmen gesucht sind, werden eher mal in so einem Unternehmen sich wohlfühlen und dort ihre Heimat suchen, als das zum Beispiel in einem Unternehmen ist, wo ESG keine Rolle spielt. Beispiel Nike, den hat man nachgewiesen, dass die bei Sportschuhen über Kinderarbeit ihren Preis verdienen und das ging durch die Medien und dann war für lange Zeit Nike keine Adresse bei Studienabgängern.“ (Experteninterview 1, 53).

Das Konzept des *Wissenskapitalismus* ist sicherlich eine der schillerndsten Terminologien, die mit dem CSR-Modell in Verbindung stehen und gleichzeitig am anschaulichsten aufzeigen, warum aus Sicht der Ökonomie ein erweitertes Framing für die „In-Wert-Setzung“ von

Unternehmen nötig wird. Wissenskapitalismus bezeichnet die derzeit ablaufende spätkapitalistische Epoche als Phase des Wirtschaftens, in der für Unternehmen nur noch begrenzte Möglichkeiten zur Profitgenerierung aus der „Effizienzsteigerung“ von Produktionsabläufen bestehen (Vormbusch 2012 a). Anders als dies etwa zu Zeiten des klassischen Taylorismus in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts der Fall war. Damit hat sich im Laufe der Zeit auch eine neue Logik in Bezug auf die Dimension des „Arbeitshandelns“ entwickelt. Während das Konzept des Taylorismus die Produktivkraft des Arbeiters „entwertet“ und auf einzelne monotone Arbeitsschritte konzentriert, geht es im Wissenskapitalismus des 21. Jahrhunderts darum, die Fähigkeiten und Wissenspotentiale der Arbeitnehmer als Ressource zur Generierung von Profiten zu begreifen und diese zur Sicherstellung des langfristigen Unternehmenserfolgs zu aktivieren und abzuschöpfen (ebd.). „Das Arbeitsvermögen der Beschäftigten gilt als wertvolles ‚Humankapital‘. Ihr Wissen und Können wird generell als Vermögen angesehen, als Humanvermögen eben, das es sorgfältig zu entwickeln und an das Unternehmen zu binden gelte. [...] Über den Investitionsgedanken wird die Rentabilität des eingesetzten Humanvermögens Gegenstand betriebswirtschaftlicher Kosten-Nutzen Überlegungen“ (ebd.: 121). Neben dem Risikogedanken beinhaltet diese diskursive Logik somit auch einen Chancenaspekt zur Aktivierung der vorhandenen „Humankapitale“ und damit zur potenziellen Wertsteigerung in der Zukunft. Ein Kriterium, welches in den Interviews ausdrücklich zum Tragen kommt und letztendlich auch das „Nachhaltigkeits-Konzept“ im Bereich der nicht-ethisch motivierten SIs und deren Ratings prägt:

„Das ist für uns eigentlich die Nachhaltigkeits-Analyse. Also welche Risiken gibt es langfristig, welche Möglichkeiten gibt es und wie nimmt die Firma das eigentlich in das Business Modell rein. Und das ist etwas anderes als oft mit Nachhaltigkeit verbunden wird, wo oft geschaut wird, wo läuft etwas gut und wo läuft etwas schlecht und wer ist tätig in verschiedenen Sachen, die wir nicht gerne haben und wer macht gewisse Sachen, wo wir sagen, dass es gut ist und deshalb unterstützt werden muss. Für uns hat jeder Sektor gewisse Herausforderungen und gewisse potentielle Gewinne, sag‘ ich mal, die man herausnehmen kann. Nicht nur finanziell, muss nicht immer nur finanziell sein; und das musst du berücksichtigen, wenn du Aktionär von dieser Firma werden möchtest. Das hat eine ökonomische Komponente, aber hat auch eine soziale Komponente. Gewisse soziale Trends werden dazu führen, dass in gewissen Sektoren wahrscheinlich eher weniger oder mehr Geld verdient werden kann und das musst du wenn du Anleger bist natürlich berücksichtigen in deinem Anlageprozess. So sehen wir Nachhaltigkeit“ (Experteninterview 6: 11).

War der wirtschaftswissenschaftliche CSR-Diskurs lange von einem altruistischen Zungenschlag geprägt, der die Maximierung von Shareholder- und Stakeholder-Value als zwei gegensätzliche Pole nebeneinander stellte, hat sich der Diskurs in den letzten Jahren immer mehr dahin entwickelt, unternehmerischen Erfolg und die erfolgreiche Implementierung von CSR-Maßnahmen als zwei Seiten derselben Medaille zu betrachten. Neueste wirtschaftswis-

senschaftliche Studien (Hebb 2012, Krosinsky et al. 2012, Porter & Kramer 2011, Eccles et al. 2011, Freeman et al. 2010) sind vollends von den Vorteilen einer solch „nachhaltigen“ Unternehmensführung überzeugt. „High Sustainability firms generate significantly higher stock returns, suggesting that developing a corporate culture of sustainability may be a source of competitive advantage for a company in the long-run. A more engaged workforce, a more secure license to operate, a more loyal and satisfied customer base, better relationships with stakeholders, greater transparency, a more collaborative community, and a better ability to innovate may all be contributing factors to this potentially persistent superior performance in the long-term” (Eccles et al. 2012: 27). Diese wissenschaftlich scheinbar zweifellose Überzeugung vom langfristigen finanziellen Nutzen des CSR-Konzepts für eine bessere Wertentwicklung von Unternehmen könnte unter anderem mit den jüngsten Finanzmarktkrisen und Umweltkatastrophen zusammenhängen, die auch für die SI-Branche eine gewisse Katalysatorfunktion abbilden und somit als „Schlüsselereignisse“ gelten.

„Well, I think that recently we had some chunk scandals like the Deep Water horizon scandal and the Fukushima scandal that have started some kind of learning process for the investors that now they have to be aware of these non financial information. And so this has pushed the investors since more in this kind of themes and issues and there is at the moment awareness because they saw the impact of these scandals on the financial performances of these companies” (Experteninterview 5: 15).

Neben der Risikobetrachtung macht also explizit auch die Renditeerwartung einen wichtigen Aspekt für die Rationalität dieser „nachhaltigen“ Investmentkultur und ihren Diskurs aus. Die weit verbreitete Annahme einer „long-term performance“ (Hebb 2012) von SIs ist besonders für institutionelle Investoren ein gewichtiges Entscheidungskriterium für diese Anlageform (Klus 2012, Vormbusch 2012 b). Insbesondere Pensionskassen werden als äußerst langfristige orientierte Anleger charakterisiert (Clark 2009). Das Geld, welches die Versicherten in der Hoffnung auf ein Vermögenswachstum in diese Kassen einzahlen, wird meistens erst nach vielen Jahren „fällig“ — am Ende des Arbeitslebens der Versicherten, beim Eintritt ins Rentenalter. Gerade Pensionsfonds sind als institutionelle Investoren und „Treuhand“ deshalb ständig auf der Suche nach Geldanlagen, die ihnen langfristige Erträge sichern und damit das Risiko minimieren, die fälligen Pensionsansprüche in „ferner“ Zukunft nicht auszahlen zu können. Dass deshalb überwiegend Pensionsgelder im SI-Markt angelegt sind, korrespondiert mit der diskursiven Logik eines langfristigen rentablen Geschäfts.

„Attraktiv ist ein nachhaltiges Investment für jeden Anleger der ein langfristiges Ziel hat, ein Ziel, welches nicht nur auf Rendite basiert. Jede Pensionskasse muss ja irgendwo die Pensionierten auszahlen in 30, 40 Jahren und das gibt ein finanzielles Ziel, aber es gibt auch noch ein weiteres Ziel in dem Sinne: Welche Welt haben wir wenn wir das Geld auszahlen? Und

primäres Ziel wird natürlich immer das Finanzielle sein, dem sind wir uns auch ganz bewusst. Aber du musst schon sagen, wenn wir als institutioneller Anleger über so viel Geld verfügen, was wir hin und her transferieren können, vom rein theoretischen Standpunkt her, dann können wir schon sagen, diese Sektoren oder diese Firmen oder diese Art von Management können wir weiter unterstützen und die anderen können wir mehr zahlen lassen, um Geld reinzuholen“ (Experteninterview 6: 23).

Es wird zwar betont, dass ein „Mainstream-SI“, abseits moralischer oder ethischer Entscheidungskriterien, durchaus auch den Anspruch haben kann, die Folgen einer kapitalistischen Ausbeutung von Mensch und Umwelt abzumildern. Letztendlich geht es aber, wenn überhaupt, nur um eine Milderung dieser Effekte. Das primäre Ziel einer in diesem Sinne „nachhaltigen Investition“ bleibt die Erwirtschaftung von (langfristiger) Rendite und damit die Erhaltung, des diesem Renditedenken zugrundeliegenden kapitalistischen Verwertungskreislaufes von natürlichen und sozialen „Ressourcen“. Viele der wirtschaftswissenschaftlichen SI-Forschungen, aber auch Studien der im SI-Markt tätigen Ratingakteure (beispielsweise SAM 2011), beschäftigen sich deshalb mit Performance-Messungen von spezifischen SI-Fonds oder fiktiven „nachhaltigen“ Anlageuniversen. Renneboog et al. (2008 a) listen eine Reihe von Studien auf, die verschiedene Formen der Leistungsmessung verfolgen. Einige beschränken sich auf den spezifischen Einfluss einzelner ESG-Faktoren auf den Unternehmenswert, andere untersuchen, wie bereits erwähnt, die Wertentwicklung ganzer Portfolien. Die Ergebnisse dieser Studien sind äußerst unterschiedlich. Während der überwiegende Teil der Ökonomen einen positiven Zusammenhang zwischen CSR-Maßnahmen und Wertentwicklung feststellt (Orlitzky et al. 2003, Derwall et al. 2004, Cremers & Nair 2005, Eccles et al. 2012), weisen etliche Studien keinen Performance-Unterschied zwischen SI- und non-SI-Fonds auf (Schroder 2004, Greycy et al. 2006, Bauer et al. 2006, 2007). Einige wenige sehen sogar Anzeichen für eine „Underperformance“ (Reneboog et al. 2005, 2008 b). Diese Uneinigkeit spiegelt sich auch in den Interviews wider (z.B. Experteninterview 1: 29; Experteninterview 3: 10; Experteninterview 4: 22; Experteninterview 5: 25; Experteninterview 6: 23), wobei einige der befragten Analysten auch explizit Gründe für die unterschiedlichen Ergebnisse der Studien angeben. Eine Detailkenntnis, die zeigt, wie groß die Auseinandersetzung innerhalb der Branche mit diesen Studien ist und wie stark die Ergebnisse scheinbar die „Rationalitätsordnung“ der handelnden Akteure rahmen und beeinflussen.

„Ich meine über Risiko und im weitesten Sinne auch Rendite, da gibt es ja zig Studien über nachhaltiges Investieren. Wir sagen jetzt nicht, dass man bessere Rendite erzielt mit nachhaltigen Investments. Ich glaube, dass es auch noch ein bisschen früh ist, um eindeutige Resultate aus diesen Studien zu ziehen. Aber es gibt Studien, die speziell wenn es ums Risiko geht, positive Signale gezeigt haben. Zum Beispiel, dass man Extremrisiken minimieren kann, wenn man Nachhaltigkeitsfaktoren in seinem Portfolio berücksichtigt. Zum Beispiel gab es im letzten Jahr eine Studie von Riskware, eine Tochter der Allianz, die hat dazu eine Studie rausge-

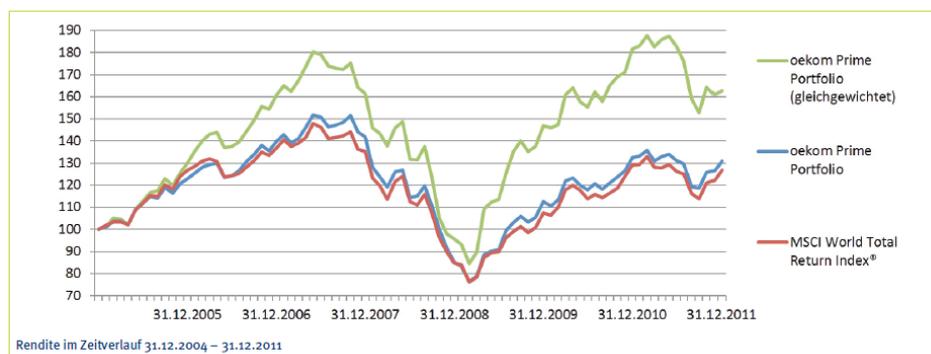
geben. Und diesen Effekt des Minimierens von Extremrisiken haben die aufgezeigt, dass dieser noch viel stärker in den Entwicklungsländern ist als in den Developed Markets. Also da gibt es bestimmt auch Vorteile, die dem Investor zugutekommen, dem Asset Owner und dem Asset Manager. [...] Es kommt halt immer darauf an, welches Set von Kriterien legt man zugrunde. Und wenn man jetzt diese Studien anschaut, die den Einfluss auf die Performance untersuchen, da gibt es Kriterien, da wird ein positiver Zusammenhang festgestellt. Es gibt aber auch Kriterien, da wird sogar ein negativer Zusammenhang festgestellt“ (Experteninterview 2: 48 & 60).

Alle befragten Analysten allerdings sind der Ansicht, dass man zumindest kein Geld verliert, wenn man „nachhaltig“ investiert. Dass gleichzeitig aber auf jeden Fall das Risiko für den Anleger sinkt, wenn ESG-Faktoren im Investmentprozess berücksichtigt werden. Diese Sichtweise verwundert auf den ersten Blick nicht, da die interviewten Experten als „Abhängige“ des SI-Marktes selbst an dieser „Idee“ verdienen und diese nach außen vertreten müssten. An dieser Stelle ist allerdings das starke SI-Marktwachstum der letzten Jahre ein Indikator, dass dieses „Wissen“ in der gesamten Finanzmarkt-Community scheinbar immer stärker um sich greift, was auch in den Interviews zum Ausdruck kommt. Zum anderen zeigt der Minimalkonsens der Befragten „gleiche Performance, bei geringerem Risiko“ aber auch, wie fruchtbar das Diskurswissen über Risikominimierung, Chancen und Renditeerwartungen die SI-Praxis für eine Einbettung in orthodoxe Finanzmarkt-Logiken und Rationalitäten macht. Denn die Auswahl eines Wertpapiers nach der Prämisse „gleiche Performance, bei minimalsten Risiko“ entspricht exakt der Vorstellung Markowitz‘ für ein *effizientes Portfolio*. Insofern lässt sich an dieser Stelle bereits feststellen, dass es sich zumindest auf der Ebene des Diskurses bei SIs heute um keine ideelle Revolution handelt, sondern dass lediglich eine Rejustierung herrschender Rationalitäten des Finanzmarktes eingetreten ist. In großen Teilen dieser Investmentkultur handelt es sich ausschließlich um eine Erweiterung des Marktframings respektive der für die Bewertung des Unternehmens relevanten Informationen. So ist bereits an dieser Stelle erwähnenswert, dass viele wissenschaftliche Performance-Studien etwa das „Vier-Faktoren-Modell“ von Carhart (1998) nutzen, um eine „nachhaltige“ Neubewertung der untersuchten Unternehmen zu erreichen und Vergleichsgrößen herzustellen, welches wiederum auf das CAPM rekurriert (Fama & French 1993, Renneboog et al. 2008 a, Spremann 2008). Weitere empirische Herangehensweisen zur wissenschaftlichen Nutzen-Verifizierung des aufgezeigten CSR-Modells sind Vergleiche von „Nachhaltigkeits-Indices“ mit klassischen Marktindikatoren, wie z.B. dem MSCI World (Schäfer 2009, DPG & Oekom Research 2012, Abbildung 5). Allein das Vorhandensein von „nachhaltigen“ Marktindices zeigt in diesem Zusammenhang, wie leicht sich SIs heute in konventionelle Finanzmarktpraktiken und ihre Beobachtungsapparatur einbetten lassen und unterstreicht, in welchem Umfang sich Teile dieser Investmentkultur von der rein ethisch-motivierten Geldanlage früherer SI-Fonds ent-

fernt haben. Theoretisch lassen sich SIs heute genauso abstrakt denken und handhaben wie konventionell bewertete Wertpapiere, was neben der sich heterogen ausbreitenden Diskurslogik nach diversen Finanzmarktkrisen, einen weiteren gewichtigen Grund für die „Mainstreamisierung“ von SIs in der Gegenwart darstellt. Inwieweit und in welchem Ausmaß dies auch marktpraktisch geschieht, wird die weitere Analyse noch genauer zeigen. Denn solche Chart-Darstellungen von Marktverläufen, wie in Abbildung 5, sind charakteristische Medien, die finanzmarktrelevantes „Wissen“ visuell zur Verfügung stellen, wodurch die Operationalisierung von Investmenthandlungen erst ermöglicht wird (Kalthoff & Vormbusch 2012).

Die reine Entstehung der Möglichkeit, ein SI nun im Sinne konventioneller Handlungs- und Betrachtungs-Logiken des Finanzmarktes zu nutzen, muss dabei eindeutig in der Entwicklung und Erscheinung von ESG-Ratings gesehen werden. Sowohl die skizzierte numerisch-abstrakte wirtschaftswissenschaftliche Betrachtung als auch eine gleichgeartete, an dieser Stelle noch hypothetisch unterstellte, marktpraktische Herangehensweise im Rahmen von SI-Markthandlungen, wäre ohne diese neuartigen Metriken und ihr numerisches Wissen nicht möglich. „To measure the relation between stock returns and environmental performance Derwall et al. (2004) construct portfolios based on environmental performance criteria, namely the „eco-efficiency“ scores from *Innovest Strategic Value Advisors* [US-amerikanische ESG-Ratingagentur, Hervorh. D. S.], and measure the performance of these portfolios by the Carhart (1997) four-factor-model“ (Renneboog et al. 2008 a: 1732). Das „Phänomen“ der ESG-Ratings und die durch sie ermöglichte Praxis der Inklusion des skizzierten CSR-Modells im Investmentprozess bietet somit hinreichend Raum für die Hypothese einer performativen Handlungswirklichkeit. Diese Vermutung soll im folgenden Abschnitt noch näher beleuchtet werden, indem untersucht wird, wie spezifische Scoring- und Ratingprozesse ablaufen und vor allem, wie das mikrostrukturell erzeugte Wissen an die Marktpraktiker mithilfe skoptischer Medien übermittelt wird, um es dort „effektiv“ zu nutzen.

Abbildung 5: Oekom Prime vs. MSCI World total Return Index



Quelle: DPG & Oekom Research (2012, 3).

8.1 ESG-Ratings und die sozio-materielle Infrastruktur des SI-Marktes

Die bisherige Analyse der diskursiven Rahmungen des SI-Marktes hat ergeben, dass eine „nachhaltige“ Investmententscheidung aus Sicht eines (institutionellen) Investors sowohl aufgrund von Risikoaspekten als auch aufgrund von Renditeerwartungen rational sein kann und dass sich eine solche Entscheidung theoretisch im erweiterten Rahmen konventioneller Finanzmarktpraktiken mithilfe der „language of finance“ fällen lässt. Ein Hauptgrund für diese Rationalität ist eine größere Quantität an Informationen innerhalb des Modellrahmens, der für die „In-Wert-Setzung“ eines durch das Wertpapier appräsentierten Unternehmens notwendig ist. Dies betrifft Daten zur CSR-Leistung der Aktiengesellschaften, die von ESG-Ratingagenturen analysiert und den Investoren intermediär zur Verfügung gestellt werden. Wójcik & Clark (2007) betonen allerdings, dass für die Verwendung von spezifischen Daten zur Unternehmensbewertung nicht nur „das Mehr“ an Quantität entscheidend ist, welches diese Information bietet, sondern dass diese sich auch durch ein gewisses Maß an *Qualität* auszeichnen muss, um in konventionellen Investmentprozessen Verwendung zu finden. „The quality of information could be characterized in terms of consistency, comparability, and continuity. [...] Likewise, improving the consistency, comparability, and continuity of information adds value to investment decision-making“ (ebd.: 199). Die *Konsistenz* der Information muss demnach die Summierung und Benotung (Scoring) ihrer Kategorien möglich machen. Ein Qualitätsmerkmal, das bereits auf einen notwendig abstrakten Charakter der Information verweist. Das Merkmal der *Vergleichbarkeit* betont eine analytische Gegenüberstellung der zu bewertenden Unternehmungen, die durch die Information gewährleistet sein muss. So sollen Aktiengesellschaften unabhängig von ihrem Industriesektor oder ihrer Jurisdiktion „objektiv“ vergleichbar gemacht werden. Auch dieses Merkmal indiziert einen allgemein-standardisierten Charakter der Information, da nur dieser die hinreichende Abstraktheit für diese Form der geforderten Qualität hervorbringt. Die *Kontinuität* als Qualitätsmerkmal „verwertbarer“ Daten beinhaltet einerseits eine stabile Methodologie, mithilfe der die Information gewonnen wird, spielt außerdem aber auch auf den Aspekt der Transparenz an. Rating-Intermediäre sollten deshalb offenlegen, „wie“ und „warum“ sie einen entsprechenden Datensatz erhoben haben (ebd.).

Die Herstellung von Informations-Qualität im beschriebenen Sinne ist aber gerade im Feld der CSR und ihrer ökologischen, sozialen und CG-Dimensionen äußerst schwierig, da es sich um „Werte“ der sogenannten „intangible economy“ (Eustace 2000) handelt. So werden diese ESG-Aspekte in Zeiten des Wissenskapitalismus zwar auch im engeren Sinne ökonomischer Kapitalien respektive dem finanziellen Vermögen eines Unternehmens scheinbar immer bedeu-

tungsvoller. „Das Problem besteht jedoch darin, dass für dieses Vermögen keine dem ökonomischen Kapital im engeren Sinne strukturanalogen Bewertungsinstrumente vorliegen. [...] Dies impliziert die Ausweitung des Objektbereichs kalkulativer Praktiken auf immaterielle und bislang nicht messbare Dimensionen [...]. Um immaterielle Vermögen und Handlungskompetenzen sichtbar und organisierbar zu machen, sind neue Formen ihrer symbolischen Repräsentation beziehungsweise Konstruktion notwendig“ (Vormbusch 2012 a: 123). Es handelt sich bei einem ESG-Rating also abstrakt um einen Prozess, bei dem kalkulative Denkweisen und Bewertungsprozeduren in Bereiche ausgedehnt werden, die vorher im Rahmen konventioneller Vermessungsverfahren nicht relevant waren, aufgrund gesellschaftlichem Konsens nicht vermessen werden *durften*, oder schlichtweg für nicht messbar gehalten wurden (ebd.: 129). Miller et al. (2007) sprechen deshalb von der Praxis des „hybriden Accountings“: „Earlier battles and skirmishes over the boundaries of accounting are soon effaced from the collective memory, as the profession moves on to fret about a new set of issues regarding the integrity of its self-image. This is what is meant by the dual hybridising of accounting“ (ebd.: 10). Das hier verwendete Wort „boundaries“ zeigt die Verbindung der ESG-Ratingpraxis zu den philosophisch-theoretischen Überlegungen zu Beginn dieser Arbeit auf. Die im SI-Markt tätigen Akteure scheinen demnach die „kulturellen Grenzen“ konventioneller Märkte offen infrage zu stellen und ihre Trennungslinien, im Sinne Derridas‘ Konzept des Logozentrismus, auf zuvor imaginär ausschließlich „negativ assoziierte“ Binärbereiche ausweiten zu wollen. Während sich die Wirtschaftswissenschaften, Marktpraktiker und ihre konventionellen Metriken in der Geschichte bisher vornehmlich auf das Messen, Kategorisieren und Auswerten monetär quantifizierbarer „harter Fakten“ spezialisiert haben (Umsatz, Gewinn, Cash Flow, etc.), spielen im Bereich der immateriellen Ökonomie nun „Kapitalien“ wie Wissen, Motivation, Reputation, Umweltverträglichkeit, Führungsqualitäten, Innovationsfähigkeit oder soziale Kompetenzen eine Rolle, die genuin nur schwer (in Geld) messbar sind. Ein interessanter Nebenaspekt dieses Bewertungsproblems ist deshalb die Tatsache, dass die eben beschriebenen „immateriellen Vermögenswerte“ bisher vor allem im Kontext geisteswissenschaftlicher Forschung konzeptionell untersucht wurden und für die im Finanzmarkt-Kontext hauptsächlich tätigen Ökonomen eine Art „Black-Box“ darstellen (Vormbusch 2012 a).

Wie also gehen die Ratingspezialisten im SI-Markt bei der Konstruktion eines „sinnvollen“ Bewertungsrahmens für diese „immateriellen“ Kriterien vor? Welche Kategorien, diskursiv-logischen Bezugspunkte und Matrizen zeichnen und entwerfen sie im Sinne eines kalkulativen Schreibens, um „Immaterielles“ marktkonform wahrnehmbar zu machen? Der US-amerikanische Think Tank *SustainAbility* stellt in seinem global angelegten Bericht über die

„nachhaltige“ Ratingbranche einen regelrechten Wildwuchs hinsichtlich bestehender Ratingpraxen fest, der aufgrund fehlender Bewertungsstandards und Gütekriterien und der damit einhergehenden sehr unterschiedlichen Methodologie in der Datenerhebung entstanden sei. „Of the 108 ratings in our inventory, only 21 existed in 2000. [...] Yet so much flux can also create confusion for rated companies and users of ratings who seek stable yardsticks for evaluating performance“ (SustainAbility 2010: 4). Die Bewertungen unterscheiden sich im Hinblick auf die verarbeiteten Informationen (öffentliche Informationsquellen, Fragebögen an Unternehmen oder Mischformen), ihren geographischen Fokus (global, kontinental, länderspezifisch), ihre Problemspezifikation (ökologische, soziale und/oder CG-Kriterien), ihren Industriefokus (cross-sector Analysen oder Branchenspezifik) und auch in Hinblick auf ihre Transparenz-Standards, das heißt in Bezug auf die Offenlegung der verwendeten Bewertungskriterien, ihre Erhebung und Gewichtung (ebd.). Diese Beobachtung kann auch in Bezug auf die interviewten SI-Experten im Rahmen dieser Arbeit und ihrer Institutionen bestätigt werden, die alle graduell bis eklatant unterschiedliche Bewertungsansätze immaterieller Vermögenswerte verfolgen.

„Insbesondere geht's da auch immer um den Umsatz der Unternehmen in den entsprechenden Branchen. Wenn man sagt Rüstung, kann man ja generell bei einem Elektronikkonzern wie Siemens oder irgendeinem Anderem mal gar nicht ausschließen, weil da gibt es immer mal ein Bauteil oder ein Relais was dann irgendwo in einem Panzer verschwindet. Und von daher muss man es ein bisschen am Umsatz aufstellen. Das man sagt, da gibt es eben eine signifikante Umsatzgröße, sagen wir mal mehr als 5 Prozent, die in diesem schwierigen Segment stattfindet. Und dann wäre dieser Teil vom Umsatz der Unternehmung mit 0 bewertet, mit 0 Nachhaltigkeit. Und so entsteht dann eine Nachhaltigkeit, die dann rauf geht bis 100 und es gibt quasi ein Stück weit Bonus, wenn man erkennt, aha, da wird verstärkt in erneuerbare Energien investiert“ (Experteninterview 1: 41).

Das sind eben die Institutionen wie die UN oder die ILO oder die OECD, die das vorgeben. Und wir machen eigentlich nichts anderes als die Kriterien, die die vorgeben, umzuinterpretieren ins Asset Management. Was heißt das wenn man im Asset Management diese Kriterien umsetzt und compliant sein will?“ (Experteninterview 2: 62 & 63).

„Wir forschen da seid 20 Jahren zu, also wir haben für jede Branche eine Analyse, was sind die Nachhaltigkeitskriterien in jeder Branche. Und wenn neue Kriterien entwickelt werden, dann ist da ein sehr aufwendiger Prozess dahinter, mit NGOs, mit verschiedenen Stakeholdern, mit Wissenschaft. Das wir zunächst erst mal fragen, was steckt überhaupt dahinter. Beispiel Klimawandel, das war vor fünf Jahren noch kein Untersuchungskriterium, erst seit drei Jahren. Das wir uns erst mal dem Thema annähern und dann gibt es einen ausgefeilten Prozess. Was kann man vom Unternehmen erwarten? Was müssen die bringen im Bereich Policy, im Bereich Management-System, im Bereich Reporting, im Bereich Performance. Welche Indikatoren sind da sinnvoll, welche sind wünschenswerte Indikatoren, was sind Basisindikatoren. Und dann entwickeln wir eine richtige Bewertungsmethodologie, die wir an ein paar Unternehmen ausprobieren, die wir rückspielen und dann irgendwo entsteht das Gerüst. Also dahinter steht ein sehr ausgiebiger und sehr fundierter Entwicklungsprozess“ (Experteninterview 3: 24).

Insgesamt lässt sich anhand des Interviewmaterials vermuten, dass sich die Rating-Methodologie eng am späteren „Verwendungszweck“ der Ratings orientiert. Dies erkennt man bereits an den verschiedenen Begriffen, die sich für SI-Handlungspraxen herausgebildet haben (Abbildung 4). Während ein „Normen-basiertes Screening“ im Portfolio-Management schon *per definitionem* ein Rating erfordert, welches die Einhaltung internationaler Umwelt- und Sozial-Normen in Bezug auf unternehmerische Handlungs- und Produktionsweisen überprüft (Abbildung 6: Beispiel von Bewertungskriterien nach dem UN GC), ist es für Investoren, die in bestimmte „Themen“ (nicht) investieren wollen, wichtig zu wissen, in welchen Bereichen Unternehmen ihr Geld verdienen.

Die Analysten, die diese Arten von Ratinginformationen für Themen- oder Normen-basierte Geldanlagen an die Investoren liefern, bedienen sich meist einer Methode der *Medienanalyse*, um relevante Primärinformationen für ihre Bewertungen zu sammeln. So haben sich etwa die Analysten des Züricher Ratinghauses Reprisk auf diese Form der Datensammlung spezialisiert. Sie durchforsten eine Fülle von Internetquellen mithilfe verschiedensprachiger Suchalgorithmen nach „Schlüsselwörtern“ zu weltweiten Kontroversen um Unternehmen, NGOs und Staaten sowie nach problematischen Projekten, Technologien (z.B. Fracking) oder allgemeinen Problemfeldern in spezifischen Industriesektoren.

Abbildung 6: Reprisk Analyse-Kriterien nach dem UN GC

| RepRisk® Categories | Environmental Footprint | Community Relations | Employee Relations | Corporate Governance | Product-Portfolio Related Risks |
|----------------------|--|---|--|--|--|
| Controversial Issues | Global Pollution (including Climate Change) | Human Rights Abuses, Corporate Complicity | Forced Labor | Corruption, Bribery, Extortion, Money Laundering | Products (Health and Environmental Issues) |
| | Local Pollution | Impacts on Communities | Child Labor | Executive Compensation | Controversial Products and Services |
| | Impacts on Ecosystems and Landscapes | Local Participation Issues | Freedom of Association and Collective Bargaining | Misleading Communication, e.g. "Green washing" | |
| | Overuse and Wasting of Resources | Social Discrimination | Discrimination in Employment | Fraud | |
| | Waste Issues | | Health and Safety Issues | Tax Evasion | |
| | Animal Mistreatment | | Poor Employment Conditions | Anti-competitive Practices | |
| | Violation of International Standards | | | | |
| | Violation of National Legislation | | | | |
| | Supply Chain (Environmental, Social, and Legal Issues) | | | | |

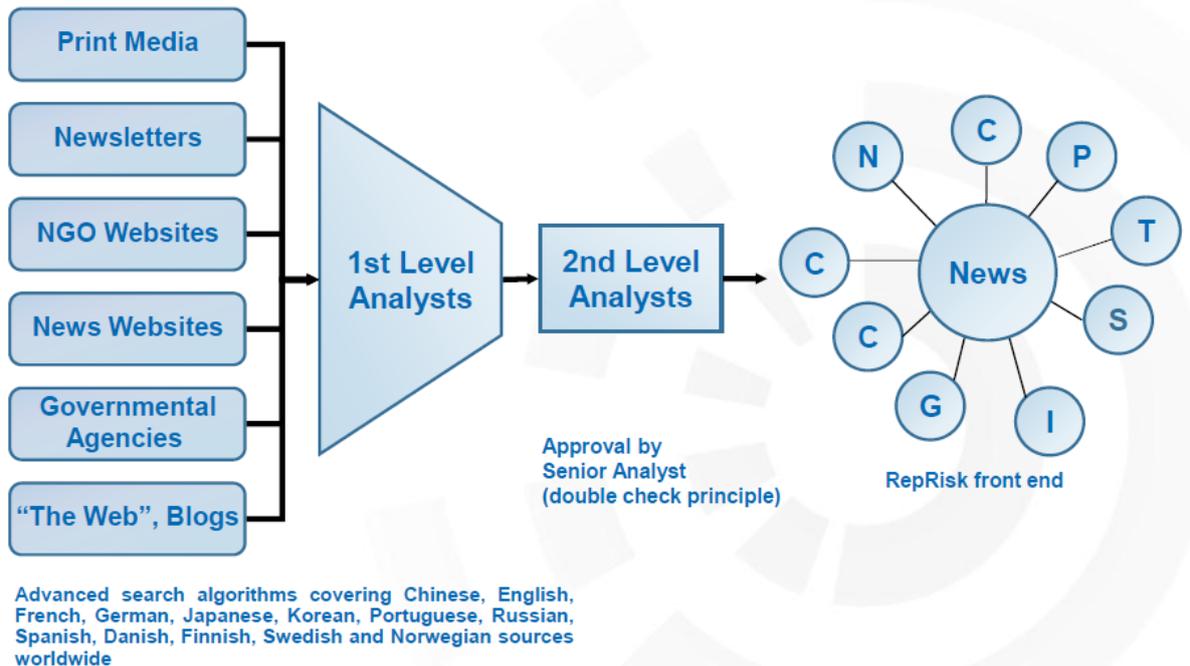
Note: In particular, all principles of the UN Global Compact are addressed.

Quelle: Reprisk (2012).

Die von den Suchmaschinen bereitgestellten Rohdaten werden anschließend zunächst von einem Analysten im Hinblick auf eine Normenverletzung untersucht und dann in einer weiteren Bewertungsschleife von einem zweiten (Senior) Analysten gegengeprüft. Beide Analysten nehmen bei ihrer Analyse auch eine numerische Bewertung (Scoring) des Vorfalls vor, der sich an der Reputation der Quelle (BBC-Bericht zählt mehr als Internet-Blog), am Neuigkeitsgehalt der Nachricht und am Gewicht des Vorwurfs in Bezug auf die Normverletzung orientiert. Der zweite Analyst verfasst bei endgültiger Feststellung einer „Kontroverse“ einen Bericht, den er dann in eine Datenbank einstellt und mit entsprechenden „Entitäten“ verlinkt (siehe Abbildung 7: Companies (C), NGOs (N), Governmental Bodies (G), Projects (P), Sectors (S), Topic Tags (T), Cases, (C), Campaigns (C), Issues (I)). Die so entstehende Datenbank lässt sich in einem folgenden Schritt für die Weiterverarbeitung in verschiedenen Online-Tools verwenden, auf die Investoren zugreifen und die sie dann bei der Investitionsentscheidung nutzen können.

Während Abbildung 7 bereits das komplexe Akteurs-Netzwerk respektive die sozial-räumliche Struktur skizziert, in die ein Ratingprozess mikrostrukturell eingebettet ist, lohnt es sich an dieser Stelle noch einmal auf den Punkt der Informations-Konsistenz in Bezug auf eine normativ sinnvolle und transparente Methodologie einzugehen. Dieser Aspekt ist gerade beim Normen-basierten Rating relativ unproblematisch, weil sich die Bewertungskriterien eng an bestehenden (internationalen) Normen- und Regelwerken orientieren. Das heißt, ändern sich die Normen, ändert sich auch der Kriterienkatalog. Die Rechtfertigung für diese Vorgehensweise, die auch in den Interviews offensichtlich wurde, liegt in der scheinbaren Rationalität des Rechts beziehungsweise in der reflexartigen Konnotation unserer Gesellschaft, dass „Recht“ meistens auch „recht“ bedeutet — weil es durch seine rationale Oberfläche scheinbar allumfassend, pragmatisch und zutiefst logisch erscheint (Blomely, 1994). Diese Logik, die dem logozentristischen Binär Recht/Unrecht entspringt, verdeckt die zutiefst interessensgeleitete Konstruktion jedweder Rechtsform, die letztendlich auch auf machtvolle Diskurse rekurriert. „Policy regimes are interest based interpretations of the contradictions and problems experienced in earlier phases [...] in a system that combines structural necessity with political-agency“ (Peet 2007: 5). Der Deckmantel einer „Rationalität des Rechts“ ist in diesem Fall also der entscheidende Fixpunkt für die Entwicklung eines Bewertungsinstrumentariums des „Immateriellen“.

Abbildung 7: Matrix zur Daten-Selektion bei Reprisk



Quelle: Reprisk (2012).

Eine solche Rechtfertigungsstrategie lässt sich in Bezug auf Ratings, denen ein *selbstentwickelter Kriterienkatalog* zugrundeliegt, nicht feststellen. Die Argumentation für solche Rating-Methodologien orientiert sich hier viel direkter an der im vorherigen Abschnitt skizzierten normativen Ordnung innerhalb der spezifischen wissenschaftlichen und marktpraktischen Diskurse.

„Zum anderen bündeln wir aber auch Erwartungen von Investoren und transportieren sie an die Unternehmen, also so eine Mediär-Funktion. Das heißt, wir hören ja, welche Investoren haben welche Wünsche und wenn jetzt ein neues Thema aufkommt, welches die Investoren gerne hätten, dann machen wir daraus Kriterien, dann machen wir daraus einen Fragebogen und gehen dann an die Unternehmen heran, so dass wir die Interessen des Kapitalmarktes auch ein Stück weit bündeln“ (Experteninterview 3: 12).

Darüber hinaus beanspruchen Verfechter solcher Ratings auch eine besondere „Tiefe“ der zugrundeliegenden Ratinganalyse für sich, die nicht nur mit der eigenen Kriterienentwicklung, sondern oft auch mit der Art der Rohdatengenerierung und –Analyse zusammenhängt, die das Handeln dieser Rater prägt.

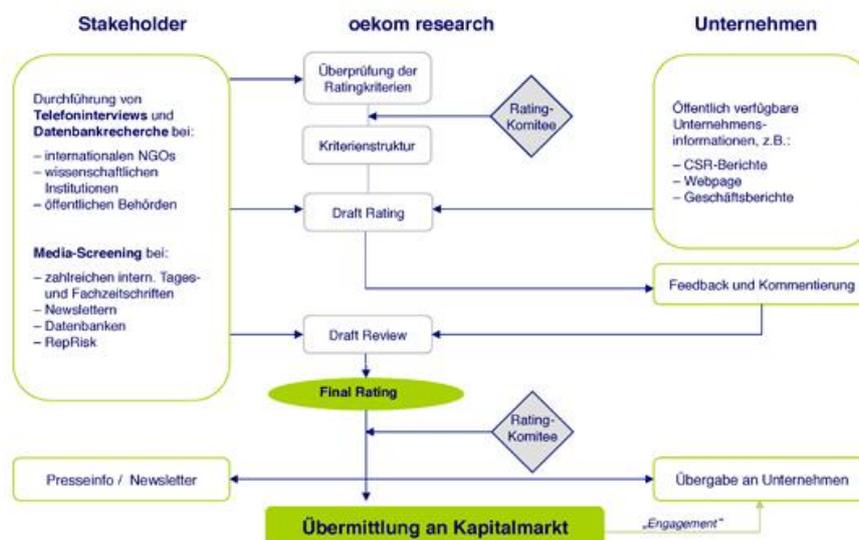
„Ich glaube wir unterscheiden uns in dieser Hinsicht schon, dass wir sehr genau analysieren, die Daten miteinander in Verbindung setzen, in die Tiefe gehen, Inkonsistenzen aufdecken und kritische Fragen stellen. Dafür braucht man qualifiziertes Personal, studierte Leute, die auch

Erfahrung in dem Thema haben und wissen voraus es ankommt. Da merkt man auch schon eine Qualität im Rating“ (Experteninterview 3: 42).

„Bei den meisten Ratingagenturen ist die Wertschöpfungskette eigentlich das Sammeln von Informationen und Versuchen das zu verkaufen. Und das ist eigentlich nicht ganz die Philosophie von "unserer Agentur XY". Wir glauben eigentlich, dass um, sagen wir mal, die Nachhaltigkeit zu berücksichtigen in deinem Anlageprozess, du eigentlich auch selbst die Ratings machen musst“ (Experteninterview 6: 11).

So arbeiten ESG-Ratinghäuser mit selbstentwickelten Bewertungskriterien neben der Medienanalysemethode meistens auch mit Fragebögen und/oder treten persönlich mit den zu bewerteten Unternehmen in Kontakt. Dadurch ergibt sich in den meisten dieser Ratingvorgänge eine noch deutlich komplexere sozial-räumliche Einbettung, bestehend aus einer Vielzahl verschiedener Feedbackschleifen und Abstimmungsprozesse (siehe Abbildung 8). Im Folgenden widmet sich diese Arbeit deshalb fokussiert der Methodologie des SAM-Ratings, dem ebenfalls ein selbstentwickelter Ratingkatalog und eine ähnlich komplexe sozial-räumliche Struktur zugrundeliegt; nicht nur, weil ein SAM-Experteninterview im Rahmen dieser Arbeit durchgeführt wurde, sondern auch, weil der DJSI, welcher auf diesem Rating basiert, innerhalb der SI-Branche scheinbar die größte Reputation bezüglich der Informationsqualität besitzt und als *Benchmark* für „nachhaltige“ Portfolien und Best-In-Class-Strategien gilt. Darüber hinaus ist SAM, das sich hauptsächlich als KAG versteht, großer Verfechter der „Integration“ von ESG-Ratings in die finanzmathematische Modellierung. Dieses Rating gilt also in vielfacher Hinsicht als Beispielgebend für zwei der im Hinblick auf ihr Investitionsvolumen wichtigsten SI-Handlungspraxen.

Abbildung 8: Sozial-räumliche Ratingstruktur am Beispiel Oekom Research



Quelle: www.oekom-research.com/index.php?content=ratingablauf (21.6.2013).

Dass SAM den materiellen Aspekt des CSR-Diskurses, der den finanziell positiven Effekt „nachhaltigen Unternehmenshandelns“ betont, als Grundlage für die eigene Ratingpraxis betrachtet, wurde nicht nur während des geführten Interviews deutlich, sondern wird auch im Dokument „Measuring Intangibles“ (2012 a) offensichtlich, in dem das Unternehmen seine Rating-Methodologie darlegt. „SAM has always believed that financial analysis is incomplete if it ignores material extra-financial factors. Sustainability trends such as resource scarcity, climate change or aging population continuously reshape a company’s competitive advantage” (ebd.: 3). Grundlage für das SAM-Rating ist ein Fragebogen, der jährlich an 3200 Unternehmen verschickt wird. Der überwiegende Teil dieser Unternehmen wird nach der Größe ihrer (free-float) „Marktkapitalisierung“ ausgewählt. Allein die Selektion der zu bewertenden Unternehmen erfolgt somit bereits nach der repräsentativen Logik finanzmarktspezifischer Kennzahlen. Die an die Unternehmen gestellten Fragen beinhalten sowohl finanzielle und ökologische als auch soziale Dimensionen des unternehmerischen Wirtschaftens (Abbildung 9). Wenn das jeweilige Unternehmen den Fragebogen ausgefüllt und zu SAM zurückgeschickt hat, wird jede Frage zunächst einem Kriterium zugeordnet, welches wiederum einer bestimmten ökologischen, sozialen oder finanziellen Dimension unterliegt. Sowohl jede Frage, als auch jedes Kriterium ist mit einer branchenspezifisch-numerischen Punktzahl hinterlegt, die in die jeweilige „Dimensionen-Bewertung“ eingeht. Die so entstehende Bewertungsmatrix ergibt auf ihrem abstraktesten Level einen sog. „Total Sustainability Score“, der maximal 100 Punkte betragen kann. An dieser Stelle wird ersichtlich was der Unterschied zwischen ESG-Kriterien und –Ratings bedeutet, der in dieser Arbeit bisher noch nicht genau beschrieben wurde. Während das Rating die abstrakteste Form der ESG-Bewertung darstellt, sind ESG-Kriterien die einzelnen Dimensionen, die sich in ihrer Gesamtheit zum Rating zusammensetzen.

Eine Medien- und Stakeholder-Analyse (MSA), die ebenfalls einen Teil dieser Punktzahl ausmacht, ist dabei auf der untersten Ebene der Bewertungsmatrix angesiedelt (Abbildung 10). Die erforderlichen Daten für die MSA erhebt SAM allerdings nicht selbst, sondern kauft diese extern von Reprisk ein (SAM 2012 a: 12). Dies veranschaulicht zum einen, dass innerhalb der „nachhaltigen“ Ratingbranche auf der Netzwerkebene durchaus eine Vielzahl von kooperativen Relationen bestehen. Zum anderen skizziert es nochmals die komplexe sozial-räumliche Einbettung des Ratingprozesses. „During the course of the MSA evaluation, the analyst may contact companies to clarify any open points that may arise from the MSA case“ (SAM 2012 a: 14). Bei SAM ist es somit hauptsächlich der Fragebogen, der als Grundlage für die Konstruktion eines sozial-kalkulativen Vergleichs- und Entwicklungsraumes dient, wel-

cher durch die Transformation kommunikativ-subjektiver Informationen in scheinbar objektiv-messbares Zahlenwissen entsteht. Solche sozial-kalkulativen Praktiken sind beispielsweise aus dem sogenannten „Human Resource Management“ bekannt, bei dem Unternehmen mithilfe von Mitarbeitergesprächen die Wissens- und Entwicklungspotenziale von Beschäftigten zunächst subjektiv-kommunikativ (durch das Gespräch) erfassen, und dann mithilfe diverser mathematischer Schreibtechniken in abstrakt-kalkulative Bewertungs- und Rechenschemata überführen (Vormbusch 2012 a).

Abbildung 9: Beispiel aus dem SAM-Fragebogen zum Thema Supply Chain Management

Supply Chain Strategy and Integration of ESG Objectives
Please provide a brief description of the top five priorities of your company's overall Supply Chain Management strategy and attach supporting documents:

Please indicate which formalized environmental, social and governance (ESG) objectives have been identified for your Supply Chain Management strategy. Further, indicate how these are connected to the overall Supply Chain Strategy by providing supporting documents.

| | Description of ESG objective | Link to overall Supply Chain Strategy |
|---------------------|------------------------------|---------------------------------------|
| Key ESG objective 1 | | |
| Key ESG objective 2 | | |

Integration of ESG Factors into Supplier Selection
Please complete the table below, indicating how ESG factors impact your supplier selection and retention process. Please attach supporting documents and provide a brief description on the scale and approach for the minimum threshold.

| | Minimum threshold required (i.e. qualitative or quantitative selection / retention criteria) |
|--------------------|--|
| Existing suppliers | |
| New suppliers | |

Does your company use a % (weight) of ESG in overall assessment (compared to other factors such as price, quality and delivery time) when assessing suppliers, as a tool to ensure integration of sustainability into supplier selection and retention decisions? If so, please provide an estimate of the average weight across supplier categories:

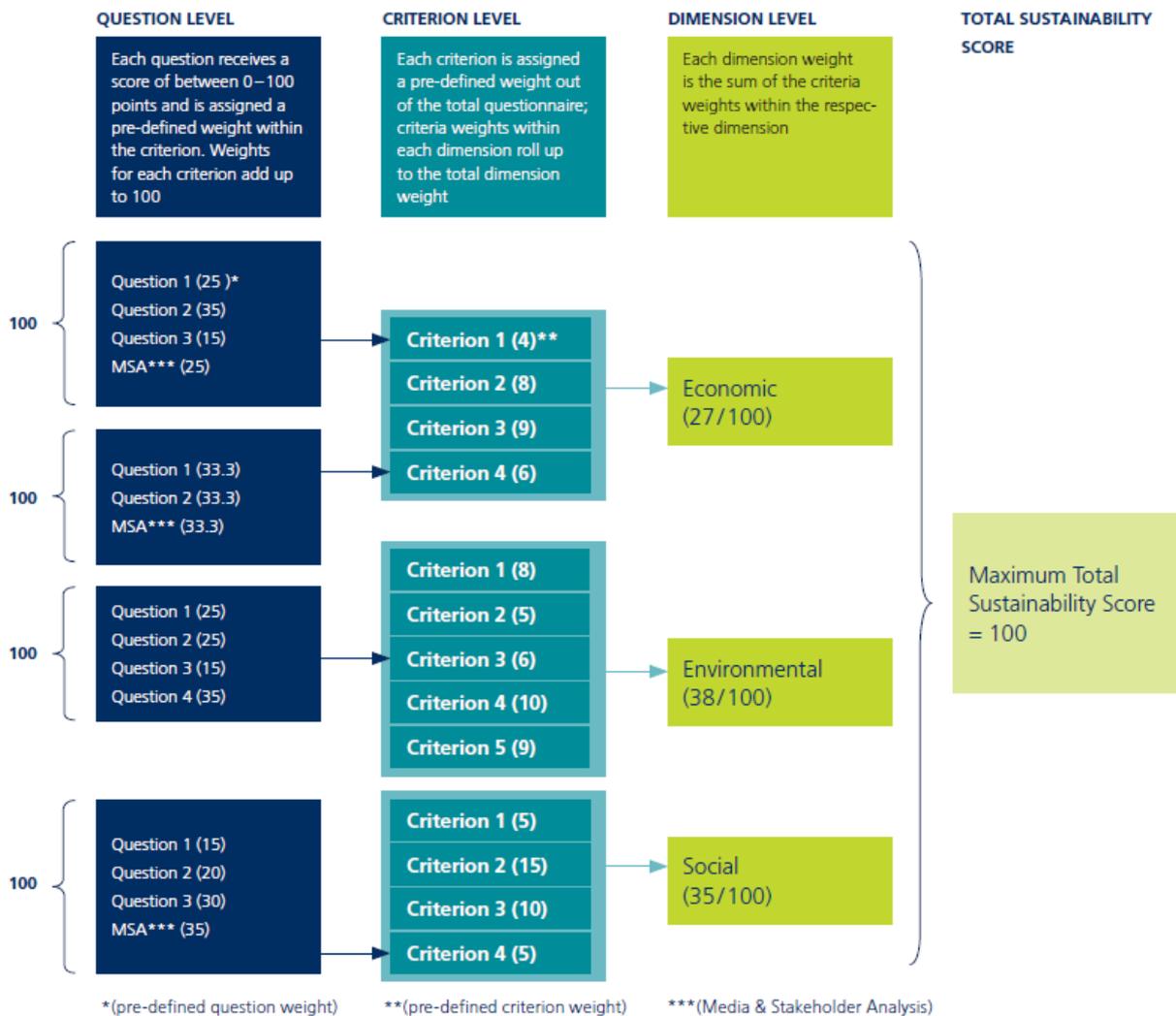
and indicate for which supplier categories this weight factor is being applied:

Quelle: SAM (2012 b).

Die SAM-Ratingpraxis wirkt auf ähnliche Weise, wobei der Fragebogen als formalisierte Gesprächs- und Kommunikationsform zwischen Ratingagentur und Unternehmen angesehen werden muss. Das Ineinandergreifen subjektiv-kommunikativer Interaktionsform und (scheinbar) objektiv-messbarer Bewertung beschreibt somit den entscheidenden Prozess für die Erweiterung des „Framings“, da sich „weiche Fakten“ auf diese Weise kalkulatив erfassen lassen und verifizierbar werden. „Das produktive Potential einer solchen transseptischen Praxis liegt gerade in der Verschränkung beider Mechanismen, wodurch das Soziale mess- und kalkulierbar wird, und das Gemessene sozial“ (ebd.: 206). Auch die SAM-Analysten sind sich

sehr wohl dem „hybriden“ Grenzbereich ihrer Ratingpraxis bewusst und machen in ihrem Methodologie-Bericht explizit auf ihr standardisiertes „Scoring-Verfahren“ aufmerksam. Dieses verweist zum einen auf das Bestreben eine möglichst große Anzahl von multiple-choice Fragen anzubieten, um die Anzahl qualitativer Antwortmöglichkeiten zu limitieren. „For questions in which qualitative answers are allowed, SAM analysts evaluate the response using a predefined appraisal, and convert the response into a quantitative score. In addition, companies must submit documentation to support the answers they have provided” (SAM 2012 a: 10).²³

Abbildung 10: Bewertungsmatrix des SAM Corporate Sustainability Assessments



Quelle: SAM (2012 a: 5).

²³ Vormbusch (2012) zeigt die Überführung von subjektiv-kommunikativen Gesprächsinhalten in objektiv-messbare Kalkulationsschemata am Beispiel der „Ergebnis-Fähigkeiten-Matrix“ im human Resource Management auf (ebd., 194), die unternehmensintern bei der Bewertung von „Humankapitalien“ Verwendung findet.

Die scheinbare Schwäche qualitativ erhobener „weicher Fakten“ wird so mit Bezug auf standardisierte Interpretationsverfahren der Analysten (Abbildung 11, roter Rahmen) und die zusätzliche Verifizierung der qualitativen Antworten durch externe Dokumentation argumentativ zu entkräften versucht. Bezüglich der Kalkulation und Gewichtung von Fragen im Hinblick auf den „Gesamtscore“ zeigt die Grafik außerdem eindrücklich, wie bereits während des Ratingprozesses ein kalkulatives „upkeying“ erfolgt, also die schrittweise Dissoziation der errechneten Zahl von ihrem sozialen Kontext, je weiter die Frage von ihrer ursprünglichen Gewichtung bis zu ihrem endgültigen Anteil am „Total Sustainability Score“ verarbeitet wird. Diese Reihe von sich aufeinander beziehender „sekundärer Kalkulationen“ dient letztendlich der Stärkung der zugrundeliegenden weichen Fakten. „Im Zuge der Verweisung sekundärer Kalkulationen aufeinander lösen sich diese von den Ungenauigkeiten, unscharfen Klassifizierungen und Messproblemen ihrer primären Kalkulationsbasis.“ (Vormbusch 2012 a, 210).

Abbildung 11: SAM-Scoring-Verfahren am Beispiel „Pharmaceuticals“

| | | | | | | |
|---|--|---|----------|---|----------|--|
| Question | Please indicate your company's approaches to improve accessibility of drugs in both developing and developed countries. Please provide supporting documents. | | | | | |
| Question Points | 0–100 | | | | | |
| Question weight within criterion | 50% | | | | | |
| Criterion | Strategy to improve access to drugs or products | | | | | |
| Dimension | Social | | | | | |
| SAM Rationale | Underprivileged patients are often unable to buy medicine to treat or cure their diseases due to financial constraints. This is often the case in developing countries, and is now becoming a growing concern in developed countries. As a serious social challenge that requires attention from healthcare providers, some pharmaceutical companies are tackling this issue by implementing programs to provide these patients with improved access to medicine. Such initiatives help to improve the company's credibility, build corporate and product brands and increase market penetration of their products and services. | | | | | |
| Possible Answers | Number of Points Awarded | | | | | |
| A) list of potential approaches (company can check all that apply) | 0–100 (depending on which approaches have been selected) | | | | | |
| B) not applicable | A question that has been marked "Not Applicable" will not be scored and the weight of the question will be equally redistributed across the other questions within the same criterion, only if the analyst agrees that the question does not apply to the company's business model. This option is only granted in exceptional cases. | | | | | |
| C) not known | 0 | | | | | |
| Assuming the company receives 50 points for its response to this question, its score will be calculated as follows: | | | | | | |
| Number of Points Received (between 0 - 100) 50 | X | Question Weight (within the criterion) 50/100 = 0.50 | X | Criterion Weight (within questionnaire) 3/100 = 0.03 | = | Question Score = 0.75 of Total Sustainability Score |

Quelle: SAM (2012 a: 10).

Drüber hinaus zeigt Abbildung 11 (orangener Rahmen) eindrücklich, wie stark diese Form eines selbstentwickelten ESG-Ratings von den herrschenden Ökonomie- und Finanzmarktdiskursen geleitet wird. In dem aufgezeigten Fragebeispiel geht es den Ratern darum herauszufinden, ob Pharmaziehersteller „minder privilegierten“ Patienten, z.B. in Entwicklungsländern, kostenlos oder vergünstigt Medikamente zur Verfügung stellen. Solche Maßnahmen werden im ESG-Ratingkontext scheinbar nicht als altruistische Handlungen, sondern als Maßnahmen wahrgenommen, die der Glaubwürdigkeit, der Stärkung des „Corporate Brandings“ und der Steigerung der Marktabdeckung dienen. Dieses „Rating-Rationale“ entspricht somit eins-zu-eins diskursiver Logiken, die in Bezug auf die finanzielle Nutzen-Debatte im CSR-Modell und wissenskapitalistische Konzepte vorgestellt wurden. So lässt sich beispielsweise im Hinblick auf den unterstellten Reputationseffekt solcher Maßnahmen vermuten, dass durch die Bereitstellung kostenloser Medikamente nicht nur (zahlenende) Kunden für die Pharmaziehersteller gewonnen und gebunden werden, wenn diese über die Medien vom entsprechenden Engagement erfahren. Auch für (potenzielle) hochqualifizierte Mitarbeiter wird die Identifikation mit dem Unternehmen gesteigert, wodurch diese leichter rekrutiert oder in Bezug auf ihre Arbeitsleistung stärker motiviert werden.

Neben einem „generellen“ beinhaltet der SAM-Fragebogen auch einen „branchenspezifischen“ Abschnitt, mit speziellen Fragen an Unternehmen je Industriesektor, die sich in ihrer Anzahl unterscheiden. Die so entstehende „Branchenspezifik“ in der Bewertung wird von fast allen befragten Ratinganalysten angewendet. Die Logik hinter diesem Vorgehen ist die Vorstellung, dass jeder Industriesektor unterschiedlich mit der sozialen und natürlichen Umwelt interagiert und sich demnach auch unterschiedliche Chancen und Risiken ergeben, die im Rating entsprechend berücksichtigt werden müssen. Allein SAM unterscheidet 58 unterschiedliche Sektoren, für die jeweils unterschiedliche Bewertungskriterien und „Nachhaltigkeitsdimensionen“ entwickelt werden.

„Jedes Unternehmen innerhalb einer Branche bekommt die gleichen Fragen. [...]. Klar möchtest du eigentlich die gleichen Fragen haben. Das Problem ist natürlich, dass um Nachhaltigkeit zu messen, du die gleichen Fragen an Chemie wie an Financials stellen würdest. Die Probleme in diesen Bereichen sind aber nicht die Gleichen. Das ist etwas was viel passiert, wenn man sagt wir versuchen mit gewissen Daten, die publik sind und auf die jeder Zugriff hat die Nachhaltigkeit zu messen und wir machen das gleich über alle Sektoren. Wir glauben, das macht eigentlich sehr wenig Sinn, weil am Ende kannst du CO₂-Emissionen von Financials nicht mit anderen Sektoren vergleichen, denn dort sind die Emissionen ja fast gleich Null. Deshalb kannst du nicht sagen, deshalb sind die nachhaltiger als zum Beispiel eine Mining Firm. Man muss das relativ sehen“ (Experteninterview 6: 72-75).

„Also wir vergleichen nicht Chemie- mit Autoherstellern, sondern haben da auch Indikatoren, die für alle Branchen allgemein gelten, ob das jetzt Korruptionsrichtline ist oder ein Um-

weltmanagementsystem, aber auch natürlich Indikatoren, die nur auf die jeweilige Branche zugeschnitten sind. Zum Beispiel jetzt auch CO₂-Ausstoß der Automobilflotte, der Flottenausstoß oder eben dann das Thema Chemie, Giftmüll zu vermeiden. Und diese haben dann auch auf das Rating ein gewisses Gewicht, die haben eine Matrix, eine Gewichtungsmatrix, die pro Branche verschieden ist und klar, dann haben wir zum Beispiel Themen wie ein Umweltmanagementsystem bei einem produzierenden Chemieunternehmen einen größeren Einfluss als zum Beispiel bei einer Bank, wo das Thema weniger wichtiger ist, wo vielleicht soziale Themen wichtiger sind oder Governance-Themen“ (Experteninterview 4: 44).

Die „Branchenspezifik“ im Bewertungsrahmen ist somit scheinbar besonders entscheidend für die Vergleichbarkeit der Ratinginformation, die, wie bereits angesprochen, ein wichtiges Qualitätsmerkmal für die Verwendung und die „Wertgewinnung“ im Asset-Management bedeutet. So stehen die Ratinganalysten vor dem eigentlichen Dilemma, spezifische Unternehmungen und ihre Industriesektoren im Grunde gar nicht miteinander vergleichen zu können, da diese lokal ganz unterschiedlichen Handlungszwängen in Bezug auf die Nutzung sozialer und ökologischer „Ressourcen“ unterliegen. Das letztendliche Rating beziehungsweise der homogene „Score“, der am Ende des Bewertungsprozesses stehen muss, soll aber genau dieses Charakteristikum aufweisen. So müssen Banken mit Chemieunternehmen und diese wiederum mit Automobil- oder Energiekonzernen im Hinblick auf ihre „nachhaltige“ Unternehmensleistung vergleichbar sein.

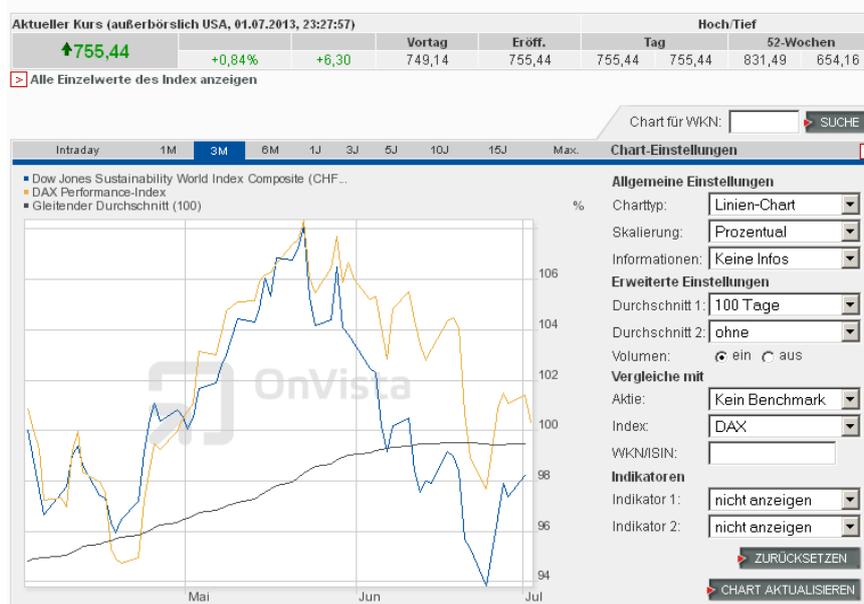
Abbildung 12: „Generelle“ vs. „Sektor-spezifische“ Dimensionen-Gewichtung



Quelle: SAM (2012 a: 7).

Um diese *Qualität* zu erreichen, bedienen sich die Ratinganalysten neben der Methode des „upkeyings“ deshalb einem weiteren „kalkulativen Kniff“, nämlich einer unterschiedlichen Dimensionen-Gewichtungen je nach Industriesektor, die eben durch die unterschiedliche Anzahl der Fragen, ihres Inhalts und ihrer Bewertung entsteht (Abbildung 12). Die Unterscheidung von Industriesektoren zeigt daher eindrucksvoll, wie bei der Erweiterung des „Marktframings“, die generell auf der Revidierung orthodox-binärer Trennlinien für die „In-Wertsetzung“ von Unternehmen beruht, neue normative Grenzen entstehen, um den neu entstehenden Rahmen handhabbar und „logisch“ zu gestalten. Darüber hinaus wird gerade in Hinblick auf diese Praxis offensichtlich, dass es den Ratern keinesfalls um die Schaffung eines ethisch „wertvollen“ Bewertungsrahmens geht, der die Schaffung einer sozial und ökologisch „gerechteren“ Welt verfolgt. So können sowohl Luftfahrt-, Rohstoff- und Automobilkonzerne als auch Chemie- und Energieunternehmen in dieser Bewertungsmatrix durchaus als „nachhaltig“ gelten. Wirtschaftsakteure, die ethisch und ökologisch motivierte Anleger wahrscheinlich generell ausschließen würden. Ein Ausschluss findet innerhalb dieses Ratings nur über den finanziellen Aspekt der Marktkapitalisierung statt. Unternehmen, die in Hinblick auf diese Kennzahl unter eine bestimmte Schwelle fallen, werden nicht berücksichtigt. Durch die Schaffung einzelner „Sektorengrenzen“ und eine entsprechende Einordnung wird den spezifischen Unternehmen somit ein scheinbar „rational“ vertretbares Maß an sozialen und natürlichen „Ressourcen“ zugestanden. Nur wenn sie dieses normative Maß überschreiten, müssen sie mit einer negativen Bewertung in Bezug auf den Score rechnen. Eine ganzheitliche Betrachtung des Wirtschaftssystems findet nicht statt.

Abbildung 13: Dow Jones Sustainability Index vs. DAX Performance Index (Chart)



Quelle: www.onvista.de (2.7.2013).

Auch bei der Weiterverarbeitung des SAM-Ratings zu den „Nachhaltigkeits“-Indices der „DJSI-Familie“ spielen diese Sektorengrenzen eine wichtige Rolle. So werden beim größten dieser Indices, dem DJSI World, die besten 10 Prozent eines jeden Sektors von einem „Index Design Komitee“ ausgewählt und zum entsprechenden Index zusammengefasst. Die Kreierung eines solchen Index‘ macht das Ratingkonzept letztendlich in besonderer Weise visuell sicht- und wahrnehmbar für den Finanzmarkt, da sich dieser in finanzmarktspezifischen „Chart-Formaten“ abbilden lässt (Abbildung 13). Diese Art der Abbildung fixiert somit einen Endpunkt in der Reihe „sekundärer Kalkulationen“, die bereits thematisiert wurden. Die Darstellung als Chart birgt die Macht, das Rating letztendlich gänzlich von seinen sozialen Bezügen lösen zu können. Mögliche Irritationen ob der Validität des normativen und diskursgeleiteten Ratingkonstrukts treten an dieser Stelle nicht mehr auf. „Diskussionen über Abweichungen von Mittelwerten, Wendepunkte von Graphiken und Varianzen benötigen keine detaillierte Kenntnis der zu Grunde liegenden Primärgrößen, sondern können entlang eines kontextunabhängigen Zahlenwissens geführt werden. [...] Sekundäre Kalkulationen können also in einen selbstreferentiellen Zirkel eintreten, in dem der Bezug auf die zeichenexterne Realität verloren geht“ (Vormbusch 2012: 210).

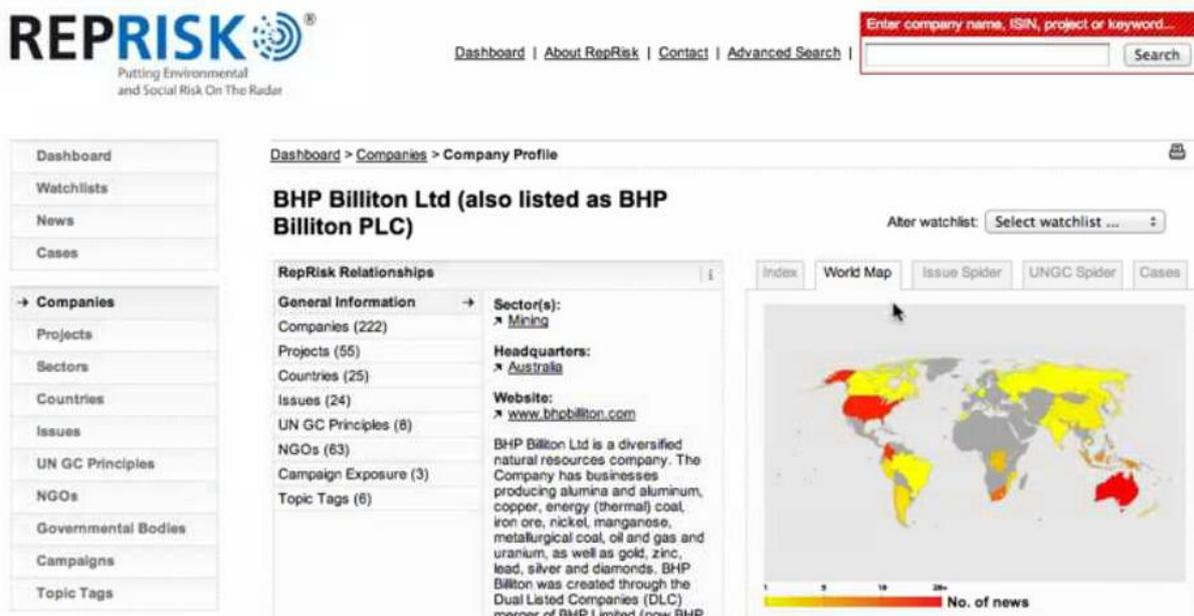
Durch die Chart-Darstellungen werden „Nachhaltigkeits“-Indices somit letztendlich Teil der globalen Beobachtungsapparatur, die in dieser Arbeit als skoptische Flussarchitektur der Finanzmärkte vorgestellt wurde. Vermittelt durch verschiedene Hard- und Softwarekomponenten landet das SAM-Rating (wie eine Vielzahl anderer ESG-Ratings auch) in seiner abstraktesten Form der Chart-Abbildung auf den Computerbildschirmen der Fondsmanager. ESG-Faktoren werden so in spezifischer Form sichtbar und z.B. kommensurabel für charttechnische Analysen und entsprechende Investmenthandlungen, aber auch für das „Index Funding“ im Stile des CAPMs. Genau dieser Prozess beschreibt somit eine mikrostrukturelle Produktion des Marktes. „Die Vielzahl der vor den Händlern aufgereihten Bildschirme stellt den Kern des Marktes und einen Großteil des Kontextes dar. Sie übermitteln eine eigene, für sich stehende Welt, die alles beinhaltet, was für ihre Existenz und Kontinuität notwendig ist“ (Knorr-Cetina 2012: 38). Charts sind allerdings nicht die einzigen Medien, mit denen die Ratings letztendlich auf „dem Markt“ Geltung erlangen. Jede der befragten Agenturen verfügt über eine Online-Datenbank, in der die agenturinternen Messungen den Investoren zur Verfügung gestellt werden. Die Daten sind hier auf verschiedenste Weise aufgearbeitet und nutzbar. Reprisk etwa bietet den „RiskRadar“. Einen selbstentwickelten Index, der die ESG-Risiken von Unternehmen in ihrem zeitlichen Ablauf darstellt. Dazu gibt es eine interaktive Karte, die aufzeigt in welchen Weltregionen Unternehmen mit „ESG-Kontroversen“ konfrontiert sind;

oder einen sogenannten „UNGC Spider“, der die Einhaltung von UN-Normen einer Firma im Vergleich zu seinen Sektor-Wettbewerbern zeigt (Abbildung 14). Ein weiterer Experte stellte während des Interviews detailliert eine selbstentwickelte Suchmaschine vor, mit der sich Fondsprodukte nach „nachhaltigen“ Kriterien untersuchen lassen.

„Das ist ausschließlich ein Suchtool, weil diese Tools werden ja dann auf den Fonds-Plattformen oder wo auch immer installiert, wo die den angeschlossenen Vermögensverwaltern dieses Tool zur Verfügung stellen. Und wenn dann der Vermögensverwalter sagt, ok, dann nehmen wir, ich sag jetzt mal den Aberdeen oder den Sarasin Fonds, dann kann er natürlich relativ schnell ins Ordersystem rüber gehen“ (Experteninterview 1: 62).

Dieses Zitat deutet wiederum an, dass durch die Visualisierung des Wissens, welches die Ratingagenturen zuvor konzipiert und kreiert haben, beziehungsweise durch die Projektion dieser Darstellungen auf die Bildschirme, nun bestimmte „Handlungsräume“ für die Fondsmanger entstehen, die ihre Investmententscheidung mitbestimmen. Diese Schnittstelle zwischen Darstellung und Handlung wird nun im folgenden Kapitel fokussiert, um letztendlich auch zu analysieren, in welcher Form es sich um *performatives Wissen* handelt.

Abbildung 14: Reprisk – RiskRadar Online-Tool



Quelle: www.reprisk.com/reprisktutorials (2.7.2013).

8.2 Sustainable Investments in der Praxis des Portfolio-Managements

Die beschriebene Konstruktion des DJSI zeigt bereits eine SI-Handlungspraxis auf, die sich aufgrund der Index-Struktur ergibt. Denn „Nachhaltigkeits-Indizes [...] dienen als Grundlage für passive Anlagestrategien“ (Schmidt & Weistroffer 2010: 12). Da die Ratinganalysten nur die besten 10 Prozent einer Branche für den Index berücksichtigen, wird ersichtlich, warum Anlagen, die in einen solchen Index investieren auch „Best-In-Class-Strategien“ genannt werden. Das analytische „upkeying“ der Ratingrangliste zu einem eigenständigen Index, realisiert dementsprechend nicht nur die Möglichkeit einer Chart-Darstellung. ESG-Aktienindizes werden dadurch auch für die Praxis des passiven Fondsmanagements kommunisierbar, die das in dieser Arbeit bereits besprochene „Index Funding“ impliziert und versucht, „den Markt“ in Gänze abzubilden, anstatt aktiv ein eigenes Portfolio zu selektieren. Im Falle eines solch passiven Fondsmanagements entspricht „nachhaltiges“ Investieren eins-zu-eins der Handlungsrationalität des CAPMs, welches diese Handlungsform durch die Hervorbringung des „systematischen“ Risikokonzepts überhaupt erst populär gemacht hat. Auch Zweifel im Hinblick auf ausreichende „unsystematische“ Diversifikations-Möglichkeiten im Sinne des Risikomodells nach Markowitz gelten als unbegründet. Denn anders als beim Negative-Screening schließt der Best-In-Class-Ansatz generell keine oder nur wenige Branchen aus. Es sollte deshalb „ausreichend Möglichkeit zur Risikostreuung gegeben sein“ (Schmidt & Weistroffer 2010: 12). Im Falle einer passiven Best-In-Class-Strategie lässt sich also feststellen, dass es sich, wenn man SIs als eigenständiges Marktsegment versteht, in diesem Fall sehr wohl um eine Form der „effektiven Performativität“ handelt. Denn sowohl das „nachhaltige“ Ranking von Unternehmen innerhalb einer Branche als auch die daraus abgeleitete Index-Konstruktion wäre ohne das aus dem Rating gewonnene Wissen nicht möglich. In Bezug auf etablierte „Handlungsräume“ von Portfoliomanagern und den Finanzmarkt insgesamt, kann aber nur von einer „generischen Performativität“ gesprochen werden. Herkömmliche Risikomodelle werden durch das „nachhaltige“ Ratingwissen weder verändert noch in Frage gestellt. Im Gegenteil, durch die numerische Abstrahierung werden ESG-Faktoren vollkommen eingebettet in solch orthodoxen Risikovorstellungen und Handlungspraxen, die sich in den 1970er Jahren an den Handelsplätzen etablierten.

Allerdings darf der Finanzmarkt generell nicht als abgeschlossenes System verstanden werden, wodurch das durch abstrakte Ratings und Indices hervorgebrachte Wissen nur bedingt als selbstreferenziell zu verstehen ist (Lee 2011). Vielmehr werden diese neuen Interpretationen für die Unternehmensbewertung, die durch die Ratings entstehen und die dementsprechend veränderte Rahmungen für die „In-Wert-Setzung“ von Unternehmen schaffen, auch in der

„Realwirtschaft“ wahrgenommen. „Der Innovationsdruck ergibt sich aus dem kapitalistischen Nexus von Kapital und Arbeit: In einer Welt, in der es möglich ist, mit Geld auf Potentiale des lebendigen Arbeitsvermögens zuzugreifen, wird alles aktuell Produzierte unvermeidlich im Licht dessen bewertet, was produziert werden könnte. Fiktionen und Imaginationen werden daher Grundlage der Wertbildung auch in der so genannten Realwirtschaft“ (Deutschmann 2012). Das durch die Ratings erzeugte Wissen — und die dahinter steckende, diskursiv erzeugte Imagination, dass ESG-Aspekte sich früher oder später „materialisieren“ und finanziell positive Effekte hervorbringen — setzt somit in der „realen“ Welt, abseits der appräsentativen Bildschirmrealitäten der Finanzmarktakteure, performative Handlungen in Gang.

„Also die [Unternehmen] stehen in einem ganz starken Wettbewerb, vor allem was diese Nachhaltigkeitsindizes anbelangt. Die werden veröffentlicht die Indizes, die haben eine hohe mediale Aufmerksamkeit und alle großen DAX-Unternehmen wollen in diese Indizes rein, wollen gut geratet werden, weil sie auch wissen, dass da Reputation dran hängt, weil sie wissen, dass immer mehr Investoren da drauf schauen. Und dieses Best-In-Class-Prinzip, das kann man kritisieren, aber es hat erreicht, dass Unternehmen sich immer stärker engagieren, dass sie sich ständig verbessern wollen, ihre Mitbewerber beobachten, was kommuniziert wer. Also da hat sich schon eine ganze Menge getan“ (Experteninterview 3: 16).

„Gerade so Großunternehmen, die haben meist auch eigene Abteilungen oder Ansprechpartner, die sich nur mit dem Thema Rating beschäftigen und klar, natürlich wollen diese auch intern gute Ergebnisse erzielen und kämpfen so um jeden Punkt. Es gibt manche Unternehmen, die da sehr aktiv mit uns im Dialog stehen und sehr viele Informationen liefern und sich da versuchen zu verbessern. Unternehmen, wo das dann nicht der Fall ist natürlich auch. Muss ich mal kurz lesen die Frage (Pause). Gerade auch Großunternehmen oder auch Dax-Unternehmen sind da eigentlich auch schon recht engagiert drin und sehen das auch so als Reputationsnutzen, wenn sie ein gutes Reporting haben oder einen guten Score haben und teilweise erscheinen wir dann auch schon in den Nachhaltigkeitsberichten mit einem Hinweis oder einem Vergleich“ (Experteninterview 4: 46).

Insofern wird bereits an dieser Stelle die „operative Reichweite“ des Finanzmarktes und speziell von SI-Markthandlungen angedeutet, die durch ihr wachsendes finanzielles Volumen auch in der Realwirtschaft scheinbar immer stärker wahrgenommen werden. Nicht nur Finanzmarktakteure handeln durch die nun kalkulierbare Größe „Nachhaltigkeit“ innerhalb eines neuen Modellrahmens. Auch die durch die neuartige „In-Wert-Setzung“ betroffenen Unternehmen selbst versuchen scheinbar stärker dieser Rahmung zu entsprechen.

Die Bedeutung des passiven Fondsmanagements hat seit dem Ende der *New Economy* allerdings abgenommen (Clark & Hebb 2005). Heute wird ein Großteil der aggregierten Fondsgelder durch eine aktive Selektion von Wertpapieren verwaltet (Klus 2012, Vormbusch 2012 b). Bei diesen Auswahlprozessen werden zum einen finanzmathematische Preismodelle verwendet. Zum anderen ergeben sich, ermöglicht durch die Chart-Darstellung des generierten

Wissens, chart-technisch-basierte „Handlungsräume“ für ein „aktives“ Investment. „Während ersteres mittels verschiedener Modelle wie DCF (Discounted Cash Flow) und fair value-Analysen versuchen, den „wahren“ beziehungsweise „realen“ Wert einer Aktie zu berechnen, um gezielt unterbewertete Anlageobjekte zu identifizieren, verzichten (chart)-technisch orientierte Anleger auf die Unterstellung eines außerhalb der Selbstbeobachtung des Finanzmarktes ermittelbaren Unternehmenswertes“ (Vormbusch 2012 b: 315-16). Portfoliomanager, die im Rahmen solcher — in der Fachsprache auch als „Value- und Momentum-Strategien“ titulierten — Formen des aktiven Portfolio-Managements „nachhaltig“ investieren wollen, versuchen die aus den Ratingprozessen gewonnenen ESG-Kennziffern in die entsprechenden Entscheidungsprozesse und Modelle zu integrieren.

Interviewer:

„Ich hätte jetzt auch noch zum Investitions- und Anlageprozess eine Frage. Also wie muss ich mir das dann technisch vorstellen? Wie werden diese Nachhaltigkeitsdaten dann verwendet? Aus Sicht des Portfoliomanagers?“

Experte X:

„Erstens integrieren wir das, wenn wir eine Firma analysieren.“

Experte Y:

„Das nennt man „Integration“ also das ist ein eigener Terminus Technikus, das ist ein Fachbegriff.“

Experte X:

„Also normalerweise machst du eine Analyse von der Firma und sagst wie viel möchte ich zahlen für diese Firma. Oft passiert das über ein DCF oder etwas Ähnliches. Ein Discounted Cash Flow Model oder über eine Valuation-Metric, dass du sagst, ich zahle hier zehnmal Earnings vom letzten Jahr oder zehn Mal Earnings vom nächsten Jahr, was ich erwarte. Wenn ich sage, ich modelliere Earnings über die nächsten zehn Jahre und sage mal so viel verdienen die, was würde ich dafür zahlen im Moment. Das ist grundsätzlich wie eine Finanzanalyse funktioniert. Man versucht irgendwie einen present value zu berechnen, für das was du kaufst und wenn du eine Aktie kaufst, kaufst du einen Teil von dieser Firma. In diese Berechnungen integrieren wir die Nachhaltigkeitsanalyse. Das heißt, dass wir einschätzen, dass die entweder mehr verdienen. Dann musst du ja eigentlich die future cash flows zurückrechnen, also diskontieren und du kannst das mit einem höheren oder tieferen Zinssatz. Und je höher der Zinssatz, desto höher der present value. Entweder machen wir das über höhere Earnings, über Revenues, oder wir machen es über höhere Kosten, die die Firmen haben. [...] Und das geht [...] auf der Basis von unserer Database die wir haben mit all diesen Nachhaltigkeitspunkten, also Scores und Antworten auf all diese Fragen gegenüber den Peers. Vergleichbare Firmen, welche möchte ich dann haben? Also, beides passiert, also visualisiert, dass du natürlich einerseits sagst du hast diese Database mit all diesen Punkten und wenn ich mir die Firma anschaue, dann nehme ich auch Rücksicht auf all diese Punkte neben allem anderen was ich mir anschaue. Und es gibt diese systematische Analyse wo das reingerechnet wird über eine Systematik die wir entwickelt haben und sagen entweder sind die Revenues besser, weil die nachhaltiger sind oder die Kosten sind höher.“

Interviewer:

„Das hat also einen preislichen Effekt?“

Experte Y:

„Ja, ganz genau. Also das ist nicht nur Wischi-Waschi.“

Experte X:

„Das geht in die Fair Value –Berechnung des Analysten ein. Also die Nachhaltigkeitsratings, die Nachhaltigkeits-Scores werden eben in ein traditionelles, ein klassisches DCF-Modell integriert. Von daher kommt der Name „Integration“ und werden auf diese Art und Weise berücksichtigt“ (Experteninterview 6: 80-101).

Anhand dieses Gesprächsverlaufs lässt sich sehr gut ablesen, inwieweit ESG-Ratings und das durch sie abgebildete numerische Wissen für die Finanzmarktakteure auch bei der aktiven Selektion von Wertpapieren eine performative Wirkung haben können. Diese strahlt nicht nur auf die Handlungen respektive die Modellkonstruktionen aus, sondern kann auch einen direkten Einfluss auf die Preise der Wertpapiere „am Markt“ haben, je mehr Portfoliomanager sich solch „nachhaltiger“ SI-Strategien bemächtigen. Vergleicht man diese Handlungspraxen mit den ethisch-motivierten SI-Handlungsformen vor der Jahrtausendwende, muss auch bei der „Integration“ wiederum von „effektiver Performativität“ gesprochen werden, da sich der beschriebene Handlungsraum nur durch das Rating ergibt, welcher ohne dieses abstrakte Wissen nicht hätte betreten werden können. Im Kontext etablierter Handlungsrahmen für den Finanzmarkt insgesamt, lässt sich aber wie beim passiven Portfolio-Management feststellen, dass dieses Ratingwissen nur zur Einbettung in bereits bestehende Modellrahmen und Handlungspraxen (Chart-Technik) dient. Außerdem lassen sich, vor allem bei der Verwendung von ESG-Daten innerhalb der finanzmathematischen Modellierung, Parallelen zu Vorgehensweisen in wirtschaftswissenschaftlichen Nutzen-Studien von SIs feststellen. Inwieweit diese Handhabung allerdings in Verbindung mit der „marktpraktischen“ Modellierung steht, kann im Rahmen dieser Arbeit nicht beantwortet werden.

Liest man Beiträge zum scheinbar „revolutionären“ Charakter heutiger SI-Praktiken, so wird oft betont, dass SIs deshalb so „fortschrittlich“ seien, weil „nachhaltig“ handelnde Finanzmarktakteure den Markt in seiner „nicht-nachhaltigen“ Form nicht mehr als effizient beziehungsweise vollständig informiert ansehen würden. „EMH assumes that rational actors act in a self-regarding way so that market prices reflect all available information and tend towards equilibrium. The reality is of an electronic herd grazing across global assets creating one bubble after another“ (Krosinsky et al. 2012). Diese Auffassung lässt sich auch in den Interviews wiederfinden, ist allerdings kein generelles Phänomen des SI-Marktes, sondern entspricht der Philosophie des aktiven Portfolio-Managements insgesamt.

„Naja, also das mit den Preisen an den Aktienmärkten, das ist ja nun nicht vergleichbar mit den Preisen, die ein normaler Markt hergibt. [...], weil die Preise finde ich an der Börse, die sind ja hochirrational“ (Experteninterview 3: 32).

Allein das Vorhandensein aktiver Selektionsstrategien impliziert *a priori* die Ablehnung der EMH, die den „effizienten Markt“ postuliert. Würden alle Marktakteure zu jeder Zeit vollständig informiert sein, wäre eine aktive Selektion von Wertpapieren obsolet. Es könnte keine „falsche“ Bewertung von Vermögensgegenständen stattfinden. Aktive Portfolio-Management-Ansätze gehen aber gerade von solch „imperfekten Märkten“ aus. Der Sinn solcher Strategien ergibt sich aus der Annahme, dass man unterbewertete Titel herausfiltern und durch geschicktes Kaufen und Verkaufen eine Rendite erzielen kann. Eine sogenannte *Arbitrage*, die über der allgemeinen Markttrendite liegt. „Die KAG nimmt an, dass der Markt nicht immer vollkommen effizient ist, sondern zeitweise zu Fehlbewertungen neigt“ (Klus 2012). Bei der aktiven Auswahl von Wertpapieren sind die Portfoliomanager somit auf Informationen angewiesen, die andere Finanzmarktakteure nicht haben und von denen sie überzeugt sind, dass diese für sie „preislich“ positive Effekte hervorbringen. Die Integration von ESG-Ratings in die Modelle des aktiven Portfolio-Managements kann somit aus zwei Gründen rational sein, ohne dass Finanzmarktakteuren wirklich an einer „nachhaltigen“ Wirtschafts- und Gesellschaftsentwicklung gelegen ist. Zum einen hat der Diskurs um den finanziellen Nutzen von CSR innerhalb der „Financial Community“ an Macht gewonnen, sodass vor allem aktiv engagierte Portfolio-Manager zu dem Schluss kommen konnten, dass die Integration von ESG-Daten einen Informationsvorteil und somit potenzielle Arbitrage bedeuten kann. Zum anderen zwingt die zunehmende Relevanz von ESG-Daten innerhalb des Gesamtmarktes die handelnden Akteure zu einer zunehmenden Berücksichtigung dieser Informationen. Die Finanzmarktakteure sind darauf angewiesen den aktuellen Status Quo des Finanzmarkts als „epistemisches Objekt“ ständig neu zu vermessen. Auf dieser Berechnung des „present value“ können dann neue Modellierungen und die Integration weiterer Daten anschließen, um erneut die Möglichkeit einer weiteren Arbitrage zu eröffnen (Vormbusch 2012 b). Insofern ist die Ablehnung der EMH keineswegs als Anzeichen für einen revolutionären Charakter einer „nachhaltigen“ Investmentkultur zu betrachten. Im Gegenteil, sie stellt ein generelles Phänomen des aktiven Portfolio-Managements dar.

Allerdings darf die Bedeutung von formalen Modellen und Kennzahlen für die Kauf- und Verkaufshandlungen im Fondsmanagement nicht überschätzt werden. „Kennzahlen als solche entscheiden [...] keineswegs über das Investitionsverhalten. Sie bilden eher den Ausgangs- und Endpunkt von Diskussionen über ökonomische Chancen“ (ebd.: 329). Gerade bei Manda-

ten für Pensionskassen verfügen Fonds- und Portfoliomanager über ein gewisses Maß an individueller Entscheidungsautonomie, die vor allem durch den langfristigen Investitionszeitraum entsteht. Dadurch ist ihr Handeln stärker durch das Beobachten anderer Marktakteure und die Herstellung entsprechender Instrumente zur Beobachtung des Marktes geprägt (z.B. Modellkonstruktionen). „Diese systematische Beobachtungstätigkeit läuft zwar keinesfalls handlungsentlastet ab, sie unterliegt jedoch nicht dem aus anderen Praxisfeldern des Finanzmarkts bekannten Zwang zur kontinuierlichen Aktion“ (ebd.: 316-17). Finanzmathematische Preismodelle, Ratings, Charts, Tabellen und andere vom „Wissen“ durchdrungene Medien eröffnen Fonds- und Portfoliomanagern somit einen Handlungsraum, der ihnen Orientierung für anstehende Investitionen und Möglichkeiten zur Diskussion und Ausgestaltung dieser Handlungen bietet, implizieren aber keinesfalls einen Handlungszwang. Ein gutes Beispiel hierfür bietet die Praxis des *Corporate Engagements*. „Pension funds within their investment portfolios are increasingly using this voice to engage with companies. Such corporate engagement in its broadest definition is the use of one’s ownership position to influence corporate management and decision making“ (Clark & Hebb 2005: 142). Solche „Shareholder Aktionen“ werden entweder von der entsprechenden KAG selbst durchgeführt oder die Investoren engagieren externe Berater, die mit den Unternehmen und ihrem Management in Kontakt treten, um bestimmte Standards durchzusetzen. Eine solche Beratungsgesellschaft ist z.B. GES Invest. GES hat sich auf die Durchsetzung von sozialen und ökologischen Standards in Unternehmen spezialisiert, wofür die Beratungsgesellschaft auch ein Normen-basierten Rating produziert. Formen des „nachhaltigen“ Engagements haben durch den CSR-Diskurs ebenfalls deutlich an Bedeutung gewonnen. Die Durchsetzung von Transparenz-Standards und finanziell determinierten Vorstellungen, hatten für institutionelle Investoren innerhalb von Voice- und Exit-Strategien hingegen schon immer eine große Rolle gespielt (ebd.). Wenn GES ein „nachhaltiges Engagement“ durchführt, versuchen die Berater den Investorendruck auf das entsprechende Unternehmen zunächst möglichst groß zu gestalten. Dies gelingt, indem man mehrere Investoren und Fondsmanager zusammenbringt, die in einem bestimmten Wertpapier investiert und von einem gemeinsamen Engagement überzeugt sind. Ein Verfahren, welches in den Interviews mit dem Begriff „Pooling“ bezeichnet wurde und auch durch die UN PRI unterstützt wird.

„UN PRI sagt etwas aus über „Collaboration“, Zusammenarbeit, und das geht wiederum Hand in Hand mit dem Engagement. Weil ja viele diese Engagement Aktivitäten, gerade wenn es so über Dialog im Unternehmen läuft, da spielen dann diese Pooling-Mechanismen eine wichtige Rolle. Das nicht einer das alleine macht, sondern im Prinzip die Interessen von verschiedenen Asset Managern oder Owners gebündelt werden und die dann selber oder mit

externen Spezialisten, und da kommen wir wieder ins Spiel, den Dialog mit den Unternehmen führen“ (Experteninterview 2: 15).

Mit dem Zusammenbringen unterschiedlicher „Eigentümer“ und dem Bündeln ihrer „nachhaltigen“ Interessen ergibt sich eine Art „kritische Masse“ und somit ein Handlungsdruck für das Unternehmensmanagement auf die Forderungen der Investoren einzugehen. „Corporate engagement of this kind reflects a power shift within the firm away from managers and toward shareholders and the pension funds who represent them“ (Clark & Hebb: 143). An dieser Stelle wird somit überaus deutlich, dass für das Verständnis des Finanzmarktes als mächtige Institution eine intellektuelle Betrachtung sowohl seines mikrostrukturellen als auch seines institutionellen Settings notwendig ist. Auch bei GES spielen Ratings eine gewisse Rolle, um ein Engagement durchführen zu können.

„Wir sind einerseits eine Ratingagentur, aber wir sehen uns längerfristig eher im Engagement spezialisiert. Wir machen das Rating, weil wir das für unsere Engagement-Dienstleistung brauchen. Aber unser Spezialgebiet ist eigentlich, dass wir unseren Kunden entweder eine Art Briefing zur Verfügung stellen. Das sind eigentlich sämtliche Analysen und Tools um Engagement zu machen oder was in der Mehrzahl noch der Fall ist, das wir im Auftrag unserer Kunden selber Engagement machen mit dem Unternehmen“ (Experteninterview 2: 19).

Durch das Normen-basierte Rating werden die „nachhaltigen Schwächen“ von Unternehmen sichtbar, die dann durch ein Engagement behoben werden sollen. Die „Macht“ dieses letztendlich auch zu tun, entsteht aber erst durch die Verbindung von mikrostrukturell produzierten (Rating-)Wissen mit der durch die Etablierung des Finanzmarkt-Kapitalismus geschaffenen „Eigentümerstruktur“, die es den institutionellen Investoren ermöglicht, in Entscheidungsprozesse innerhalb von Unternehmen einzugreifen.

„Was sich sicher verändert, ist das Verhalten des Unternehmens, das kann man beeinflussen über Dialog. Man kann gewisse Maßnahmen erreichen. Also, ich erkläre das z.B. an einem Beispiel. Ein australisches Unternehmen aus der Bergbauindustrie bezieht seinen Rohstoff Phosphat aus der Westsahara und das ist ein von Marokko besetztes Gebiet. Und das Fördern von Rohstoffen in der Westsahara verletzt Völkerrecht, das hat die UNO 2002 so festgelegt. Man darf dort keine Rohstoffe abbauen, ohne die Interessen der lokalen Völker entsprechend zu berücksichtigen. Solange der Status da so ist, ist das halt so. Es gibt aber Unternehmen, die sich nicht daran halten und beziehen ihr Phosphat aus der Westsahara und wir haben durch einen Engagement Prozess bei diesem australischen Unternehmen aus der Bergbauindustrie erreicht, dass in der Produktion eine Investition getätigt wurde, die bewirkt hat, dass das Unternehmen nicht mehr abhängig war von dem Rohstoff aus der Westsahara, sondern dass der Rohstoff aus einer anderen Region verwertet werden konnte. Es war die reine Frage einer Investition, also eine technische Angelegenheit, um nicht mehr Völkerrecht zu verletzen in der Rohstoffgewinnung und der weiteren Produktion und Verarbeitung. Dieser Engagement-Erfolg hat sich eben darin manifestiert, dass das Unternehmen diese Investition getätigt

hat, auf Druck verschiedener Asset-Owner und Asset-Manager und das war jetzt ein erfolgreicher Engagement-Case für uns“ (Experteninterview 2: 50).

Die Verwendung des Ratings innerhalb des Engagement-Prozesses entscheidet in diesem Fall keinesfalls über „Kaufen oder Verkaufen“ und dient damit nicht der autopoietischen Reproduktion von Zahlungsvorgängen, zu welchem Zweck zum Beispiel die Systemtheorie den finanzmarktspezifischen Zahlengebrauch stilisiert. Für die Investoren stellt sich meist gar nicht die Frage des Verkaufens beziehungsweise des Exits, wie in den Interviews deutlich wurde. Vor allem weil sie sich in der daraus resultierenden Verkleinerung des „Anlageuniversums“ wachsenden „(un)systematischen Risiken“ gegenübersehen. Dies gilt für das aktive, ganz besonders aber für das passive Fondsmanagement, für das „Engagement“ oft die einzige Möglichkeit darstellt, die „ESG-Risiken“ ihres Portfolios zu minimieren. „Passive indexing results in pension funds’ inability to exit firms with which they are dissatisfied” (Clark & Hebb 2005: 149). Auch die SI-Praxis des Engagements muss im Rahmen konventioneller Risiko- und Renditevorstellungen deshalb ebenfalls als „sinnvoll“ und konsequent, keinesfalls aber als revolutionär angesehen werden. Für das aktive Fondsmanagement ergibt sich durch Engagement außerdem die Chance, über das Rating hinaus, spezifische Informationen über Unternehmensabläufe zu sammeln, die im besten Fall einen „Bewertungsvorteil“ und somit wiederum die Möglichkeit einer Arbitrage generieren.

„Also wir glauben auch, dass das Verhalten des Unternehmens, also die ESG-Performance hat einen Einfluss auf die Unternehmensbewertung. Und dadurch, dass der Investor Engagement macht mit dem Unternehmen, kann er einerseits das Unternehmen beeinflussen, aber auch vertiefte Informationen reinholen über das Unternehmen, eben über diese ESG-Performance und das sind so eine Art Frühindikatoren. Und wenn man diese Frühindikatoren systematisch ins Asset-Management einsetzt, dann kann man im Prinzip besser informierte Investmententscheidungen treffen“ (Experteninterview 2: 36).

Der eigentliche „Eingriff“ in die Unternehmensstrukturen wird letztendlich durch spezialisierte Berater von Investoren und Fondsmanagern abgewickelt. Das GES-Engagement mit dem französischen Elektronikkonzern Alstom zeigt exemplarisch den Verlauf eines solchen „Dialogs“ (Abbildung 15, aus *Urheberrechtsgründen nicht veröffentlicht*).

Alstom war 2007 in die Konstruktion des Merowe-Staudamms im Sudan involviert. Die sudanesishe Regierung ließ im Rahmen des Staudamm-Projekts über 50.000 Menschen gewaltsam umsiedeln und auf Demonstranten schießen, die gegen das Bauvorhaben protestierten. Alstom wurde in Verbindung mit dem Projekt eine Mitschuld an den Menschenrechtsverletzungen gegeben, woraufhin GES im Auftrag von Alstom-Investoren herausfinden sollte, inwiefern das Unternehmensmanagement wirklich in die Vorfälle verwickelt war und welche

Maßnahmen ergriffen werden können, um solche „Reputationsrisiken“ künftig zu vermeiden. Die Praxis des Engagements zeigt deshalb letztendlich nicht nur, wie effektiv Ratingwissen für spezifische SI-Handlungen ist, sondern auch, dass es sich bei diesen appräsentativen Bewertungsprozessen keineswegs um einen selbstreferentiellen Handlungsraum handelt. Vielmehr wird das abstrakte Wissen bewusst dazu genutzt, soziale Räume jenseits des Finanzmarktes „gewinnbringend“ zu gestalten, was die „operative Reichweite“ des Finanzmarktes und seine Bedeutung für den sozialen Raum als Ganzes entscheidend determiniert.

9 Schlussfolgerungen

Die Praxis des nicht-ethisch determinierten SIs, die in dieser Arbeit empirisch untersucht wurde, ist generell als neue Investmentkultur auf dem Finanzmarkt zu bezeichnen. Denn sie bricht mit der Annahme neoklassischer Ökonomie, dass soziale und ökologische Aspekte des Wirtschaftens keinerlei Relevanz für „den Markt“ und sein Nutzenkalkül hätten. Um solche „nachhaltigen“ Investitionsentscheidungen für den Finanzmarkt operationalisierbar zu machen, benötigen Finanzmarktakteure spezifisches Wissen über die „Nachhaltigkeit“ von Unternehmen und Staaten, welches im Wesentlichen durch die Messung von ESG-Faktoren und –Ratings hervorgebracht wird. Dieses Wissen ist als performativ für die Investitionshandlungen zu betrachten, weil den zugrundeliegenden Vermessungsprozessen finanzmarktspezifische Diskurse zugrunde liegen, die in die „nachhaltige“ In-Wert-Setzung der appräsentierten Unternehmens-Entitäten und ihre entsprechenden Bildschirmrealitäten eingehen. Diese Diskurse betreffen hauptsächlich orthodoxe Realitätsordnungen des Finanzmarkts, welche insbesondere auf die Dimensionen „Rendite“ und „Risiko“ abzielen. Insofern kann die in der Forschungshypothese pointierte Diskursverschiebung festgestellt werden, die diesem Handeln zugrundeliegt. *Bestimmte* ökologische und soziale Faktoren des unternehmerischen Wirtschaftens scheinen nun nicht mehr konträr zum eigentlichen Unternehmensziel der Gewinnmaximierung zu stehen, sondern im Gegenteil in besonders „nachhaltiger“ Weise dazu beizutragen. Die untersuchten Ratingagenturen spielen bei der Verarbeitung dieses neuen Diskurses die bereits vermutete „Schlüsselrolle“, indem sie die schwer erfassbaren, zumeist subjektiv-kommunikativen Diskursinhalte in einen scheinbar objektiv-messbaren Kalkulationsraum überführen. Durch ihre Rolle als Intermediäre sind diese Metriker innerhalb des Akteurs-Netzwerkes des Marktes prädestiniert für diese Aufgabe, da sie sowohl mit den Unternehmen als auch mit den Investoren in kommunikativer Verbindung stehen. Vor allem bei „selbstentwickelten“ Ratingansätzen spielen diese Relationen eine wichtige Rolle, weil die Rater so genau erfassen können, was den „nachhaltigen“ Investmentmarkt „bewegt“ beziehungsweise welche Kategorien und Kennzahlen entwickelt werden müssen, um das Verlangen der Investoren nach einem relevanten „Informationsvorsprung“ zu befriedigen. Mithilfe dieser Informationen lassen sich dann vor allem Investitionsrisiken exakter und langfristiger berechnen, so die Meinung der beteiligten Akteure.

Gerade der Umgang und die Berechnung des Risikos von Investitionshandlungen spielt auf den globalen Finanzmärkten neoliberaler Prägung eine allgegenwärtige Rolle, da diese einer latenten Unsicherheit ausgesetzt sind. Preisberechnungen für Wertpapiere sind deshalb lediglich als Erwartungswerte einer unsicheren Zukunft zu betrachten. Diese Zukunft wird durch die Hervorbringung des kalkulierbaren Risikos scheinbar berechenbar. Ein Umstand, der Finanzmarktakteure nicht nur handlungsfähig macht, sondern ihre Handlungen auch in besonderer Weise legitimiert. Das Risikomanagement wird so zur entscheidenden Komponente jedweder Investition. Durch diverse Krisenerscheinungen seit der Jahrtausendwende, nicht zuletzt durch die 2007 beginnende globale Finanzkrise, durch Umweltkatastrophen, Diskussionen um den Klimawandel und Ressourcenverknappung sowie soziale Krisenerscheinungen, gelangten herkömmliche Risikokonzepte und die ihnen zugrundeliegenden Metriken zunehmend in Verruf. „Die Märkte“ gelten seither bei vielen handelnden Akteuren als nicht mehr beziehungsweise als noch weniger „effizient“, im Sinne einer vollständigen (Preis-)Reflektion relevanter Informationen. Eine immer größer werdende Anzahl von Finanzmarktakteuren, insbesondere langfristig orientierte Fonds- und Portfoliomanager global agierender Pensionsfonds, greift deshalb auf Informationen zur CSR-Leistung von Unternehmen zurück, die den Kern von ESG-Faktoren und entsprechenden Ratings ausmachen. Die Einbeziehung solcher Metriken macht somit die Unsicherheit in Bezug auf die „Nachhaltigkeit“ von Unternehmen zu einem kalkulierbaren Risiko. Dies geschieht zum einen aus dem Wunsch heraus, eine Arbitrage zu erzielen, zum anderen aber auch durch das Bestreben den Markt und seine Preise „wieder“ effizient zu gestalten. Darüber hinaus entsteht, je mehr Akteure solche Informationen in ihre Risikokonzepte und tatsächlichen –Berechnungen einbeziehen, auch eine Art „panoptischer Druck“, der durch die ständige Beobachtung des Marktes auftritt. Die handelnden Akteure müssen den Status Quo des Finanzmarktes und seiner Preise aufgrund solcher meist krisenbestimmter Veränderungen ständig neu berechnen, um weitere Modellierungen der Zukunft bewerkstelligen zu können. Insofern zeigt sich „der Markt“ im Sinne der Kulturtheorie von Derrida oder anderer Poststrukturalisten als temporär fixiertes Konstrukt, das durch die historisch etablierte Marktpraxis des Rechnens und Kalkulierens ständig neu — den veränderten Gegebenheiten angepasst — hervorgebracht wird. Der SI-Markt ist hierfür ein sehr eindrückliches Beispiel. Durch die prozessuale Hervorbringung dieses Marktes werden neue Kategorien des Rechnens kreiert, die das „Marktframing“ erweitern und somit auch die Preise verändern (können). Durch die Nachzeichnung spezifischer Ratingprozesse wurde deutlich, wie es den Ratern durch Abstraktions- und Reduktionstechniken des kalkulativen Schreibens gelingt, „nachhaltige“ Rechenkategorien zu entwerfen und sie durch die technische Einbettung in die skoptische Flussarchitektur des Finanzmarktes für das Portfolioman-

gement nutzbar zu machen. Dieser Aspekt der mikrostrukturellen Vermittlung des Ratingwissen stellt eine zweite Dimension der Performativität des SI-Marktes dar; im Sinne der im KGdÖ-Konzept dargelegten Idee einer „Performance“, welche auf eine marktspezifische Infrastruktur verweist, durch die marktförmiges Handeln hervorgebracht wird. Dieser Aspekt impliziert auch eine spezielle sozial-räumliche Einbettung der Wissensgenerierung. Ein Punkt, der in dieser Arbeit insbesondere anhand der Skizzierung von Akteurs-Netzwerken dargelegt wurde, die für die Entstehung der Ratings notwendig sind. Diese mikrostrukturellen Settings werden wiederum gestützt durch historisch gewachsene und sich prozessual verändernde Rechtsrahmen und materielle Raumformationen, wie etwa durch die Konventionen des UN PRI oder die Entstehung von IFCs, die ihrerseits selbst aus entsprechend diskursiv gerahmten Handlungen hervorgegangen sind.

Durch die Ausweitung der Kalkulationslogik auf vorher nicht-marktrelevante Bereiche werden die Grenzen im Sinne einer logozentristischen Binärstruktur Markt/Nicht-Markt verschoben. Im Kontext von Lefebvres Argumentation der vernetzten Räume wird an dieser Stelle deutlich, warum sozial produzierte Räume, in denen spezifische Handlungen nach unterschiedlichen sozialen Codes funktionieren, nur scheinbar isoliert voneinander als eigenständige „Objekte“ zu betrachten sind. Diese scheinbare Isolation wird gerade durch die beschriebenen Ratingprozesse aufgehoben und neu definiert. Die kalkulativen Codes des Marktes dringen durch die Vermessung „nachhaltiger“ Investitionskriterien in Sphären vor, die zuvor ausschließlich sozialen, ethischen oder ökologischen Binärkategorien zugeordnet waren. Trotzdem bleiben auch diese Metriken ein Modell, da sie die vorhandenen binären Grenzlinien nicht in Gänze aufheben, sondern lediglich neu justieren. So werden in einem „Nachhaltigkeits“-Rating nur solche sozialen und ökologischen Kategorien erfasst, die entweder auf einen international vorgegebenen Normen- und Wertekatalog rekurrieren oder innerhalb der Diskurse um CSR und „immaterielle Kapitalien“ einen explizit finanziellen Nutzenaspekt darstellen. Die beschriebenen Ratingvorgänge sind somit zu einem Großteil als Prozesse der Finanzialisierung zu betrachten, weil „Nachhaltigkeit“ hier fast ausschließlich in Referenz zu einem diskursiv hervorgebrachten finanziellen Nutzen erfasst wird. Ökologische und soziale Kategorien, denen dieser „Nutzen“ nicht anhaftet, bleiben vom Markt respektive von einer Inklusion in die finanzmarktinterne Kalkulationslogik unberücksichtigt. In diesem Sinne wird auch ersichtlich, warum der „Mainstream-SI-Markt“ als eine Form des „reconfigured capitalism“ definiert wird. Die Ausbeutung sozialer und natürlicher „Ressourcen“ wird durch die nicht-ethisch determinierten Formen dieser Investmentkultur keinesfalls in Frage gestellt, sondern lediglich neu „bewertet“. Hauptziel dieser Investmentpraxis bleibt es entweder eine Form der Arbitrage durch einen „Informationsvorsprung“ und/oder eine langfristig „risikoär-

mere“ Rendite zu erzielen. „Nachhaltigkeit“ bedeutet in diesem Sinne also besonders „finanziell nachhaltig“, wodurch die entsprechenden Kennzahlen und Ratings Auskunft darüber geben, ob ein Unternehmen auch in 30 Jahren noch „Gewinne“ erzielen kann oder nicht; und nicht, ob zum Beispiel bestimmte ökologische Grenzen eingehalten werden, um den Raubbau am globalen Ökosystem zu stoppen. Gerade der diskursive Nutzenaspekt der langfristigen Rendite ließ das Investitionsvolumen in „nachhaltige“ Geldanlagen in den letzten Jahren deutlich wachsen. Vor allem langfristig orientierte Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften, die „Global Player“ neoliberaler Finanzmärkte, scheint dieses Renditeversprechen immer stärker anzulocken, wodurch „nachhaltige“ Investitionsfaktoren verstärkt an Relevanz für die Anlageentscheidung aller Anleger gewinnen.

Auch handlungspraktisch stellen SIs im konventionellen Portfoliomanagement kaum eine „Revolution“ dar. So wurde durch die Beschreibung des ratingspezifischen „Upkeyings“ deutlich — der schrittweisen kalkulativen-abstrahierenden Dissoziation der entstehenden Messkennziffern von ihrem eigentlichen sozialen Kontext—, dass SI-Handlungen auf der einen Seite zwar das orthodoxe „Framing“ des Marktes „durchbrechen“ und neu definieren. Auf der anderen Seite macht die Abfolge „sekundärer Kalkulationen“, wie sie etwa innerhalb des Ratingprozesses von SAM festgestellt wurde, die auf diese Weise abstrahierten „nachhaltigen“ Messkennziffern fruchtbar für althergebrachte finanzmarktspezifische Handlungspraxen. Diese umfassen sowohl chart-technische Betrachtungsweisen und „Index Funding“ als auch finanzmathematische Preismodellierungen innerhalb des aktiven Portfoliomanagements. In diesem Kontext sind der SI-Markt und das seinen Handlungen zugrundeliegende Wissen deshalb allenfalls als „generisch performativ“ zu betrachten. Zwar werden durch entsprechende Scoring- und Ratingprozesse erst die spezifischen Handlungsräume eröffnet, im Sinne konventioneller Rationalitätsordnungen des Finanzmarktes zu handeln. Betrachtet man den SI-Markt als eigenständiges Objekt, losgelöst von den historisch gewachsenen Handlungspraxen seit den 1970er Jahren, so ließe sich der Eindruck gewinnen, dass es sich bei diesen Ratings nicht nur um „generisches“, sondern sogar um „effektiv-performatives“ Wissen handelt. Gerade weil orthodoxe Finanzmarktpraxen und –Konzepte in Bezug auf die Logik und Legitimation neoliberaler Finanzmärkte insgesamt, wie etwa die Vorstellungen vom „systematischen“ und „unsystematischen“ Risiko, durch diese „nachhaltigen“ Wissenskategorien aber nicht revidiert, sondern lediglich erweitert werden, liegt keine „effektive Performativität“ vor. Allerdings kann dieses Wissen „effektiv“ zu veränderten Preisen auf den Handelsplätzen führen, je mehr Finanzmarktakteure die entsprechenden Metriken in ihre Investitionshandlungen einbeziehen, was wiederum auf die beständige gegenseitige Beobachtung der Akteure und ihres Markthandelns verweist.

Die in dieser Arbeit durchgeführte Performativitäts-Analyse des SI-Marktes hat außerdem dargelegt, inwiefern diesen spezifischen Investitionshandlungen eine dreidimensionale Dialektik des Raumes im Sinne des Konzeptes von Lefebvre zugrundeliegt. Mithilfe der veränderten Konzeption des Bewertungsrahmens durch die Hervorbringung „nachhaltiger“ Risikokennziffern, wird auch der Raum, in dem die auf dem Finanzmarkt appäsentierten und zu bewertenden Unternehmen agieren, anders wahrgenommen. Die an diese differente Wahrnehmung anschließenden Handlungen betreffen allerdings nicht nur den Finanzmarkt und seine Akteure, im Sinne veränderter Preisberechnungen. Auch in den Unternehmen selbst finden Veränderungen statt, da die „nachhaltig“ bewerteten Unternehmer nun scheinbar verstärkt diesem neuen Bewertungsrahmen entsprechen wollen und müssen, um sich weiter möglichst kostengünstig refinanzieren zu können. Der soziale Raum wird somit durch die zunächst konzeptionell und dann praktisch hervorgebrachte „Nachhaltigkeit“, in Gestalt entsprechender Messkennziffern, neu produziert beziehungsweise neu gestaltet. Dies zeigt die Macht dieser Metriken und des zugrundeliegenden Wissens für die Beherrschung der sozialen Umwelt auf. Diese geht auf die „operative Reichweite“ und den Einfluss von Finanzmarkt-handlungen zurück, die diese während diskursiver Neuformierungen in den 1970er Jahren erlangten. Dem Willen institutioneller Investoren und ihrer Profiinteressen gilt es sich innerhalb dieser Ordnung auch „realwirtschaftlich“ zu beugen, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Schließen diese Interessen nun auch „nachhaltige“ Aspekte zur Profitmaximierung bei entsprechender Risikominimierung ein, müssen diese in der Realwirtschaft entsprechend berücksichtigt werden. Dieser Druck des finanzmarktspezifischen Wissens über die „Nachhaltigkeit“ realwirtschaftlichen Wirtschaftens auf die Unternehmen selbst müsste jedoch noch genauer untersucht werden, um genauere „performative Effekte“ zu diagnostizieren. Allerdings hat die Erläuterung der Corporate Engagement-Praxis in dieser Arbeit bereits gezeigt, inwieweit dieses Wissen durchaus „effektiv“ zu Veränderungen in der sozialen Umwelt führen kann beziehungsweise die Produktionsbedingungen und das Management von Unternehmen maßgeblich beeinflusst. Diese Korrekturen des Unternehmenshandelns sind oftmals nicht auf ein intrinsisches Streben der Unternehmensleitung selbst, sondern wiederum auf die Macht institutioneller Investoren zurückzuführen, die ihren starken Einfluss als „Eigentümer“ geltend machen. Dabei bedienen sie sich der bereits seit dem Aufstieg des Finanzmarktkapitalismus etablierten Form der „Voice-Strategie“, um dieses „nachhaltige“ Wissen zu nutzen. Die Strategie „Voice“ wird der Option „Exit“ dabei bewusst vorgezogen, um das „Anlageuniversum“ nicht unnötig zu verkleinern und damit keine Möglichkeiten zur Diversifikation des eigenen Investmentportfolios zu verlieren. Insofern wird ersichtlich, inwiefern ESG-Faktoren und Ratings auch innerhalb dieser SI-Vollzugsform als generisch-performatives Wissen fungieren. Denn

auch mithilfe der Engagement-Praxis lassen sich so die auf dem Finanzmarkt herrschenden Risikokonzeptionen und –Diskurse bedienen. Insgesamt veranschaulicht das Vorgehen des Corporate Engagements am augenscheinlichsten, inwiefern diese neue Investmentkultur des „nachhaltigen“ Investierens, die auf performativ hervorgebrachten und entsprechend angewendeten Wissen beruht, einer dreidimensionalen Raumdialektik aus Konzeption, Wahrnehmung und Handlung entspricht. Das „nachhaltige“ Wissen kann innerhalb dieser Vollzugsform nicht nur mit darüber entscheiden „was“ spezifische Unternehmen produzieren und an welchen Projekten sie sich beteiligen, sondern es gibt Investoren auch ein Druckmittel um durchzusetzen „wie“ produziert wird und „wo“ die Produktion stattfindet.

Glossar

| | | |
|-----------------------------|----------|--|
| Best-in-Class/ Screening | Positiv- | Auswahl von Sektoren, Unternehmen oder Projekten für ein Investment, anhand der relativ positiven ESG-Leistung gegenüber der spezifischen Referenzgruppe (industry-peers). |
| Corporate Engagement | | Durch ESG-Ratings motivierte Shareholder-Aktionen, die Aktiengesellschaften zu einem „nachhaltigerem“ Ansatz des Wirtschaftens bewegen sollen. Formen von CE sind etwa die direkte Kommunikation mit dem Management, das Verfassen von Absichtserklärungen oder die Praxis des „Proxy-Votings“ während der Hauptversammlung. |
| (ESG) Integration | | Integration von ESG-Kriterien in die Investmententscheidung, sowohl bei der Titelanalyse, der Auswahl und im Portfolio-Management. |
| Impact Investing | | Gezielte Investments, etwa in kleine private Märkte oder Gemeinden, um dort Sozial- oder Umweltprobleme zu lösen. |
| Norm-based Screening | | Investitionsauswahl von Firmen, Projekten oder Sektoren, die internationale Normen und Regeln befolgen. Der Normen-Katalog kann dabei sowohl Regeln internationaler Organisationen (wie der OECD, UN, ILO) als auch internationaler NGOs (wie UNICEF) umfassen. Ratings für diese Investmentpraxis geben an, bis zu welchem Grad das Investitionsobjekt die entsprechenden Normen erfüllt. |
| Themed Investing | | Die Praxis des <i>Sustainability Themed Investments</i> betrifft z.B. die gezielte Geldanlage in „grüne Technologien“, wie erneuerbare Energien oder „grüne Nanotechnik“. Ein „Themen-Screening“ kann aber auch zum Ausschluss „nicht-nachhaltiger“ Branchen führen (Atomkraft, Gentechnik, Rüstung). |

Literaturverzeichnis

- Aspers, P. & Beckert, J. (2008):** Märkte. In: Maurer, A. (Hg.): Handbuch der Wirtschaftssoziologie: 224-242. Wiesbaden (Verlag für Sozialwissenschaften).
- Bachmann-Medick (2009):** Cultural Turns. Neuorientierung in den Kulturwissenschaften. Reinbeck bei Hamburg (Rohwolt).
- Balding, C. (2012):** Sovereign Wealth Funds. The New Intersection of Money and Politics. New York (Oxford University Press).
- Barnes, T. (2005):** Culture: Economy. In: Cloke, P. & Johnston, R (Hgg.) Spaces of. Geographical Thought. Deconstructing Human Geography's Binaries: 61-80. London (Sage).
- Bauer, R.; Derwall, J.; Otten, R. (2007):** The ethical mutual funds performance debate. new evidence for Canada. *Journal of Business Ethics* 70 (2): 111-24.
- Bauer, R.; Otten, R.; Tourani Rad, A. (2006):** Ethical investing in Australia. Is there a financial penalty? *Pacific-Basin Finance Journal* 14 (1): 33-48.
- Beer, B. (2003):** Einleitung: Feldforschungsmethoden. In: Beer, B. (Hg.): Methoden und Techniken der Feldforschung: 9-32. Berlin (Reimer).
- Berndt, C. & Boeckler, M. (2007):** Kulturelle Geographien der Ökonomie: Zur Performativität von Märkten. In: Berndt, C. & Pütz, R. (Hgg.): Kulturelle Geographien. Zur Beschäftigung mit Raum und Ort nach dem Cultural Turn: 213-258. Bielefeld (Transcript).
- (2009): Geographies of circulation and exchange construction of markets. In: *Progress in Human Geography* 33 (4): 535-51.
- (2011): Geographies of Marketization. In: Barnes, T. J.; Peck, J.; Sheppard, E. (Hgg.): The Wiley-Blackwell Companion to Economic Geography: 199-212. Chicester (Wiley-Blackwell).
- Berndt, C. & Pütz, R. (2007):** Kulturelle Geographien nach dem Cultural Turn. In: Berndt, C. & Pütz, R. (Hgg.): Kulturelle Geographien. Zur Beschäftigung mit Raum und Ort nach dem Cultural Turn: 7-26. Bielefeld (Transcript).
- Blomley, N. K. (1994):** Law, Space, and the Geographies of Power. New York (The Guilford Press).

Borning, M. (2011): Der Staat als Investor in Private Equity. Zur Verfassungsmäßigkeit einer Beteiligung der öffentlichen Hand an kreditfinanzierten Unternehmensübernahmen. Frankfurt am Main (Peter Lang Internationaler Verlag der Wissenschaften).

Boumas, M. (2001): Measure for Measure. How Economists Model the World into Numbers. *Social Research* 69 (2): 427-52.

Brand, U. (2005): Order and regulation. Global Governance as a hegemonic discourse of international politics? In: *Review of International Political Economy* 12 (1): 155-76.

Brügger & Knorr Cetina (2002): Global Microstructures. The Virtual Societies of Financial Markets. *American Journal of Sociology* 107 (4): 905-950.

Bundeszentrale für politische Bildung (BpB, 2010): Zahlen und Fakten Globalisierung. Institutionelle Investoren. Internet: <http://www.bpb.de/nachschlagen/zahlen-und-fakten/globalisierung/52609/institutionelle-investoren> (6.2.2013).

Callon, M. (2007): What Does It Mean to Say That Economics Is Performative? In: MacKenzie, D.; Muniesa, F.; Siu, L. (Hgg.): *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*: 311-357. Princeton (Princeton University Press).

— (1998): Introduction. The embeddedness of economic markets in economics. In: Callon, M. (Hg.): *The Laws of the Market*: 1-57. Oxford (Blackwell Publishers).

Cambell, D. (2007): Discourse. In: Gregory, D.; Johnston, R.; Pratt, G.; Watts, M. J.; Whatmore, S. (Hgg.): *The Dictionary of Human Geography*: 166-67. Chichester (Blackwell).

Carhart, M. M. (1997): On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance* 52: 57-82.

Christmann, G. B. (2009): Telefonische Experteninterviews – ein schwieriges Unterfangen. In: Bogner, A.; Littig, B.; Menz, W. (Hgg.): *Experteninterviews. Theorien, Methoden, Anwendungsfelder*: 197-224. Wiesbaden (VS Verlag für Sozialwissenschaften).

Clark, G. L. & Hebb, T. (200): Pension Fund Corporate Engagement: The Fifth Stage of Capitalism. *Relations industrielles / Industrial Relations* 59 (1): 142-71.

Clark, G. L. & Wójcik, D. (2007): The Geography of Finance. Corporate Governance in a Global Marketplace. Oxford (Oxford University Press).

Clark, G. L. (2009): Risk Management and Institutional Investors. In: Clark, G. L.; Dixon, A. D.; Monk, A. H. B. (Hgg.): *Managing financial risks. From Global to Local*: 69-94. Oxford (Oxford University Press).

— (2005): Money flows like Mercury. The Geography of Global Finance. *Geografiska Annaler. Series B, Human Geography* 87 (2): 99-112.

— (2000): Pension fund capitalism. Oxford (Oxford University Press).

- Clark, J. B. (1927):** The Distribution of Wealth: a theory of wages, interests and profits. New York (Macmillan).
- Coe, N. M.; Kelly, P.F.; Yeung, H. W. C. (2007):** Economic Geography. A Contemporary Introduction. Whiltshire (Blackwell).
- Cremers, M. & Nair, V. (2005):** Governance mechanisms and equity prices. *Journal of Finance* 60 (6): 2859-94.
- Dale, G. (2010):** Karl Polanyi. The Limits of Markets. Cambridge (Polity Press).
- Derrida, J. (1967):** Of Grammatology. Baltimore (John Hopkins University Press).
- Derwall, J., Gunster, N., Bauer, R., Koedijk, K. (2004):** The eco-efficiency premium puzzle. *Financial Analyst Journal* 61 (2): 51-63.
- Deutsche Performancemessungs-Gesellschaft für Wertpapierportfolios (DPG) & Oekom Research (Hgg., 2012):** Doppelte Dividende mit Nachhaltigkeitsratings von oekom research. Ergebnisse einer vergleichenden Analyse der Aktien-Performance auf der Basis der Nachhaltigkeitsratings der oekom research AG. Internet: http://www.oekom-research.com/homepage/german/oekom_DPG_Performancestudie_2012.pdf (6.6.2013).
- Deutschmann, C. (2012):** Der Glaube der Finanzmärkte. Manifeste und latente Performativität in der Wirtschaft. In: Kalthoff, H. & Vormbusch, U. (Hgg.): Soziologie der Finanzmärkte: 131-49. Bielefeld (Transcript).
- (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise. In: Windolf, P. (Hg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen: 58-75. Wiesbaden (Verlag für Sozialwissenschaften).
- Dixon, A. D. & Monk, A. H. B. (2013):** Frontier Finance. Internet: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2203656 (23.3.2013).
- Dörre, K. & Brinkmann, U. (2005):** Finanzmarkt-Kapitalismus. Triebkraft eines flexiblen Produktionsmodells? In: Windolf, P. (Hg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen: 85-114. Wiesbaden (Verlag für Sozialwissenschaften).
- Dymski, G. (2009):** Financial Governance in the Neo-liberal Era. In: Clark, G. L.; Dixon, A. D.; Monk, A. H. B. (Hgg.): Managing financial risks. From Global to Local: 48-68. Oxford (Oxford University Press).
- Eccles, R.; Ioannou, I.; Serafeim, G. (2012):** The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance. *Harvard Business School Working Paper* 12 (035).
- Eccles, R.; Krzus, M; Serafeim, G. (2011):** A Note on Water. *Havard Business School Note* 412 (050).

- Eustace, C. (2000):** The Intangible Economy Impact and Policy Issues. Report of the European High Level Expert Group on the Intangible Economy. *European Commission*, October.
- Fama, E. (1990):** Efficient Capital Markets II. *The Journal of Finance* 46 (5): 1575-1617.
- Fama, E. & French, K. R. (1993):** Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* 33: 3-53.
- Feldmann, D. & Schülting, S. (2004):** Phalozentrismus. In: Münning, A. (Hg.): Metzler Lexikon. Literatur- und Kulturtheorie: 524. Stuttgart (Metzler).
- Foucault, M. (1981):** The order of discourse. Inaugural lecture at the College de France. In: Young, R. (Hg.): *Untying the Text: A Poststructuralist Reader*: 48-78. Boston, London and Hanley (Routledge & Kegan Paul).
- Forum für Nachhaltige Wertpapiere (FNG, 2013 a):** Das FNG. Internet: <http://www.forum-ng.org/de/fng/ueber-uns.html> (13.5.2013).
- (2013 b): Rating-Agenturen. Internet: <http://www.forum-ng.org/de/mitglieder/fng-mitglieder/kategorie-rating-agenturen.html> (13.5.2013).
- Freeman, R. E.; Harrison, J. S.; Wicks, A. C.; Parmer, B. L.; de Colle, S. (2010):** Shareholder theory: the state of the art. New York (Camebridge University Press).
- Friedman, M. (1982):** Capitalism and freedom. Chicago, IL (University of Chicago Press).
- Gibson-Graham (2002):** Poststructural Interventions. In: Sheppard, E & Barnes, T. (Hgg.): *A Companion to Economic Geography*: 95-109. Oxford (Blackwell).
- Gidawni, V. (2009):** Materialism. In: Gregory, D.; Johnston; R.; Pratt, G.; Watts, M. J.; Whatmore, S. (Hgg.): *The Dictionary of Human Geography*: 449. Chichester (Blackwell).
- Glassmann, J. (2009):** Neo-liberalism. In: Gregory, D.; Johnston; R.; Pratt, G.; Watts, M. J.; Whatmore, S. (Hgg.): *The Dictionary of Human Geography*: 497-98. Chichester (Blackwell).
- Global Sustainable Investment Alliance (2013):** 2012 Global Sustainable Investment Review. Internet: <http://www.gsi-alliance.org/resources> (2.3.2013).
- Gregory, D. (2009):** Dialectic(s). In: Gregory, D.; Johnston; R.; Pratt, G.; Watts, M. J.; Whatmore, S. (Hgg.): *The Dictionary of Human Geography*: 157-58. Chichester (Blackwell).
- Guala, F. (2007):** Economic Experiments and the Construction of Markets. In: MacKenzie, D.; Muniesa, F.; Siu, L. (Hgg.): *Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics*. Princeton (Princeton University Press).
- Hagermann, L. A. & Hebb, T. (2009):** Balancing Risk and Return in Urban Investing. . In: Clark, G. L.; Dixon, A. D.; Monk, A. H. B. (Hgg.): *Managing financial risks. From Global to Local*: 189-208. Oxford (Oxford University Press).
- Harvey, D. (1982)** Limits to Capital. Oxford (Blackwell).

Havard Management Company (2013): Strong Long-Term Performance. Meeting Havard's current and future needs. Internet: <http://hmc.harvard.edu/investment-management/performance-history.html> (30.1.2013).

Hebb T. (2012): Introduction – The next Generation of Responsible Investing. In: Hebb, T. (Hg.): The next Generation of Responsible Investing. Band 1. Advances in Business Ethics Research: 1-8. Dordrecht (Springer Netherlands).

Hermanns, H. (1992): Die Auswertung narrativer Interviews. Ein Beispiel für qualitative Verfahren. In: Hoffmeyer-Zlotnik, J. (Hg.): Analyse verbaler Daten: 110-41. Opladen (Westdeutscher Verlag).

Himmelmann, G. (2007): Wandlung des „Modells Deutschland“ zur „Shareholder-Gesellschaft. Die „Deutschland AG“ im Prozess der Globalisierung/Internationalisierung. Internet: <https://www.tu-braunschweig.de/Medien-DB/isw/wandlung-des-modells-deutschland.pdf> (14.3.2013).

Hiß, S. (2012): Konfligierende Rationalitäten — wie Nachhaltigkeit die Rationalitätsordnung des Finanzmarktes irritiert. In: Engels, A. & Knoll, L. (Hgg.): Wirtschaftliche Rationalität. Soziologische Perspektiven: 85-107. Wiesbaden (Springer Verlag für Sozialwissenschaften).

— (2011): Globale Finanzmärkte und nachhaltiges Investieren. In: Groß, M. (Hg.): Handbuch Umweltsoziologie: 651-670. Wiesbaden (Springer Verlag für Sozialwissenschaften).

Hiß, S. & Rhona-Tas, A. (2012): Preis Werte Gesellschaft. Ratingagenturen als Marktmacher. In: Soeffner, H.-G. (Hgg.): Transnationale Vergesellschaftungen. Verhandlungen des 35. Kongresses der Deutschen Gesellschaft für Soziologie in Frankfurt am Main 2010. Wiesbaden (Springer Verlag für Sozialwissenschaften). CD-ROM.

Hunziger-Ebnetter (2008): Gewinn mit Sinn. Wertewandel in der Finanzwelt. *Politische Ökologie* 112-113: 26-29.

Jessop, B. & Oosterlynck, S. (2008): Cultural political economy: On making the cultural turn without falling into soft economic sociology. *Geoforum* 39: 1155-1169.

Jevons, W. S. (1965): Theory of political economy. New York (Sentry Press).

Johnston, R. (2009): Money and finance. In: Gregory, D.; Johnston; R.; Pratt, G.; Watts, M. J.; Whatmore, S. (Hgg.): The Dictionary of Human Geography: 476-77. Chichester (Blackwell).

Kalthoff, H. & Vormbusch, U. (2012): Einleitung. Perspektiven der Wirtschafts- und Finanzsoziologie. In: Kalthoff, H. & Vormbusch, U. (Hgg.): Soziologie der Finanzmärkte: 9-30. Bielefeld (Transcript).

- Kalthoff, H. & Maesse, J. (2012):** Hervorbringung des Kalküls. Zur Praxis in der Finanzmathematik. In: Kalthoff, H. & Vormbusch, U. (Hgg.): *Soziologie der Finanzmärkte*: 201-234. Bielefeld (Transcript).
- Klus, L. (2012):** Die Performanz im Portfoliomanagement. Eine Fallstudie. In: Kalthoff, H. & Vormbusch, U. (Hgg.): *Soziologie der Finanzmärkte*: 285-312. Bielefeld (Transcript).
- Knight, F. (1921):** *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston (Houghton Mifflin).
- Knorr Cetina, K. (2012):** Von Netzwerken zu skoptischen Medien. Die Flussarchitektur der Finanzmärkte. In: Kalthoff, H. & Vormbusch, U. (Hgg.): *Soziologie der Finanzmärkte*: 31-62. Bielefeld (Transcript).
- (2006): *The Market. Theory, Culture & Society* 23: 551-56.
- Koch, M. (2012):** Occupy Harvard. *Süddeutsche Zeitung* (14.-15.04.2012).
- Krämer, S. (1997):** Kalküle als Repräsentation. Zur Genese des operativen Symbolismus in der Neuzeit. In: Rheinberger, H. J.; Hagner, M.; Währing-Schmidt, B. (Hgg.): *Räume des Wissens. Repräsentation, Codierung, Spur*: 111-122. Berlin (Akademie-Verlag).
- Krosinsky, C.; Robins, N.; Viederman, S. (2012):** After the Credit Crisis – The Future of Sustainable Investing. In: Hebb, T. (Hg.): *The next Generation of Responsible Investing*. Band 1. *Advances in Business Ethics Research*: 9-25. Dordrecht (Springer Netherlands).
- Kuckartz, U. (2012):** *Qualitative Inhaltsanalyse: Methoden, Praxis, Computerunterstützung*. Weinheim (Beltz).
- Küsters, I. (2009):** *Narrative Interviews. Grundlagen und Anwendungen*. Wiesbaden (VS Verlag für Sozialwissenschaften).
- Lamnek, S. (2010):** *Qualitative Sozialforschung*. Weinheim (Beltz).
- Langenhohl, A. (2012):** Von Zukünftigkeit zu Gegenwärtigkeit. Der Aufstieg der Arbitrage-theorie im Diskurs der Finanzökonomik. In: Kalthoff, H. & Vormbusch, U. (Hgg.): *Soziologie der Finanzmärkte*: 285-312. Bielefeld (Transcript).
- Lee, R. (2011):** Spaces of Hegemony? Circuits of Value, Financial Capital and Places of Financial Knowledge. In: Agnew, J. A. und Livingstone D. N. (Hgg.): *The Sage handbook of geographical knowledge*: 185-201. Los Angeles (Sage).
- Lexikon der Nachhaltigkeit (2013):** UN Principles of Sustainable Investment (PRI). Internet: http://www.nachhaltigkeit.info/artikel/PRI_principles_1090.htm (22.4.2013).
- Lee, R.; Leyshon, A.; Smith, A. (2008):** Rethinking economy/economic geographies. *Geoforum* 39: 1111-1115.
- Lefebvre, H. (1975):** *Metaphilosophie. Prolegomena*. Frankfurt am Main (Suhrkamp).
- Lefebvre, H. (1986):** *La production de l'espace*. Paris (Anthropos).

- Lemke, T. (2001):** The birth of bio-politics. Michel Foucault's lecture at the College de France on neoliberal governmentality. *Economy and Society* 30: 190-207.
- MacKenzie, D. (2008):** An Engine, Not a Camera. How Financial Models Shape Markets. Massachusetts (MIT Press).
- (2007): Is Economics Performative? Option Theory and the Construction of Derivates Markets. In: MacKenzie, D.; Muniesa, F.; Siu, L. (Hgg.): Do Economists Make Markets? On the Performativity of Economics: 54-86. Princeton (Princeton University Press).
- Mattli, W. & Woods, N. (2011):** In Whose Benefit? Explaining Regulatory Change in Politics. In: Büthe, Tim & Mattli, Walter (Hgg.): The Politics of Global Regulation: 1-43. Princeton (Princeton University Press).
- McGrew, A. (2011):** Globalization of global politics. In: Baylis, J.; Smith, S.; Owens, P. (Hgg.): The Globalization of World Politics. An introduction to international relations: 16-31. New York (Oxford University Press).
- Mayring, P. (2010):** Qualitative Inhaltsanalyse. Grundlagen und Techniken. Weinheim (Beltz).
- Mayring, P. (2008):** Neuere Entwicklungen in der qualitativen Forschung und der Qualitativen Inhaltsanalyse. In: Mayring, P. & Gläser-Zikuda, M. (Hgg.): Die Praxis der Qualitativen Inhaltsanalyse: 7-19. Weinheim (Beltz).
- Meuser, M. & Nagel, U. (2009):** Experteninterview und der Wandel der Wissensproduktion. In: Bogner, A.; Littig, B.; Menz, W. (Hgg.): Experteninterviews. Theorien, Methoden, Anwendungsfelder: 35-60. Wiesbaden (VS Verlag für Sozialwissenschaften).
- Miller, P. (2008):** Calculating Economic Life. *Journal of cultural economy* 1 (1): 51-64.
- Miller, P.; Kurunmäki, L.; O'Leary, T. (2007):** Accounting, hybrids and the management of risks. *Accounting, Organizations and Society* 33 (7-8): 942-67.
- Musuraca, M. (2012):** Avoiding the Next Financial Crisis, or Notes of a Former, Flawed Fiduciary. . In: Hebb, T. (Hg.): The next Generation of Responsible Investing. Band 1. Advances in Business Ethics Research: 49-59. Dordrecht (Springer Netherlands).
- Orlitzky, M.; Schmidt, F.; Rynes, S. (2003):** Corporate Social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies* 24 (3): 403-411.
- Peck, J. (2008):** Remaking laissez-faire. *Progress in Human Geography* 32 (1): 3-43.
- Peck, J. & Theodore, N. (2007):** Variegated capitalism. In: *Progress in Human Geography* 32 (3): 3-43.
- Peet, R. (2007):** Geography of Power. Making global economic policy. London (Zed Books).

- (2003) *Unholy trinity*. The IMF, World Bank and WTO. New York (Zed Books).
- Polanyi, K. (1947):** On the Belief in Economic Determinism. *Sociological Review* 39 (1): 99-100.
- Porter M. & Kramer, M. (2011):** Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89 (1/2): 62-77.
- Power, M. (2004):** Counting, Control and Calculation: Reflections on Measuring and Measurement. *Human Relations* 57 (6): 765-83.
- Renneboog, L.; Jenke, T. H.; Zhang, C. (2008 a):** Socially responsible investments. Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance* 32: 1723-1742.
- (2008 b): The price of ethics and stakeholder governance: Evidence from socially responsible mutual funds. *Journal of Corporate Finance* 14 (3): 302-322.
- (2005): Is ethical money financially smart. *ECGI Working Paper* 117.
- Richardson, B. J. (2012):** From fiduciary Duties to Fiduciary Relationships for SRI: Responding to the Will of Beneficiaries. . In: Hebb, T. (Hg.): *The next Generation of Responsible Investing*. Band 1. *Advances in Business Ethics Research*: 60-82. Dordrecht (Springer Netherlands).
- Sassen, S. (2001):** *Global Cities*. Frankfurt am Main (Verlag für interkulturelle Kommunikation).
- SAM (2012 a):** Measuring Intangibles. SAM's Corporate Sustainability Assessment Methodology. Internet: http://www.robecosam.com/images/CSA_methodology_Brochure_e.pdf (24.6.2013).
- (2012 b): SAM Research Corporate Sustainability Questionnaire. Internet: http://www.sustainability-indices.com/images/sample-questionnaire_tcm1071-337498.pdf (24.6.2013).
- (2011): SAM White Paper. Alpha from Sustainability. Internet: http://www.robecosam.com/images/Alpha_from_Sustainability_e.pdf (19.6.2013).
- Schäfer, H. (2009):** Verantwortliches Investieren: Zur wachsenden ökonomischen Relevanz von Corporate Social Responsibility auf den internationalen Finanzmärkten. In: Ulshöfer, G. & Bonnet, G. (Hgg.): *Nachhaltiges Investment — politische Strategien — ethische Grundlagen*: 64-80. Wiesbaden (VS Verlag für Sozialwissenschaften).
- Schmidt, S. & Weistroffer, C. (Deutsche Bank Research, 2010):** Responsible Investments. Mehr als seine Modeerscheinung. Internet: http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000257607.PDF (4.2.2013).

- Schmitz, C. Z. (2011):** Globalisierung. Produktion des Raumes. Die Interdependenz zwischen Produktions-, Gesellschafts- und Institutionsstruktur und hegemonialen Leitbildern eines Raumes als Grundlage der Geographie des Kapitalismus. Trier (Lehmans Media).
- Schroder, M. (2004):** The performance of socially responsible investments: Investment funds and indices. *Financial Markets and Portfolio Management* 18 (2): 122-42.
- Sharpe, W. F. (1963):** A Simplified Model for Portfolio Analysis. *Management Science* 9: 277-293.
- Simon, D. (2008):** Neo-liberalism, Structural Adjustment and Poverty Reduction Strategies. In: Desai, V. & Potter, R. (Hgg.): *The Companion to Development Studies*: 86-92. London (Arnold).
- Smith, A. ([1776] 1976):** An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. Chicago (University of Chicago Press).
- Sombart, W. (1923 [1913]):** Der Bourgeois. Zur Geistesgeschichte des modernen Wirtschaftsmenschen. München und Leipzig (Duncker & Humboldt).
- Spremann, K. (2008):** Portfoliomanagement. München (Oldenburg Wissenschaftsverlag).
- Stork, Y. (2004):** Ferdinand de Saussure. In: Munning, A. (Hg.): *Metzler Lexikon. Literatur- und Kulturtheorie*: 592-94. Stuttgart (Metzler).
- Strauss, A. & Corbin, J. (1996):** Grounded Theory: Grundlagen qualitativer Sozialforschung. Weinheim (Beltz).
- Thrift, N. (2005):** Knowing Capitalism. London (Sage Publications).
- United Nations Principles for Responsible Investment (UN PRI, 2013):** Academic Network. Internet: <http://www.unpri.org/areas-of-work/about-an> (13.5.2013).
- Vormbusch, U. (2012 a):** Die Herrschaft der Zahlen. Frankfurt am Main (Campus).
- (2012 b): Zahlenmenschen und Zahlenskeptiker. Daten und Modelle im Portfoliomanagement. In: Kalthoff, H. & Vormbusch, U. (Hgg.): *Soziologie der Finanzmärkte*: 312-337. Bielefeld (Transcript).
- Walras, L. (1988):** *Éléments d'économie pure ou théorie de la richesse sociale*, In: *Klassiker der Nationalökonomie*, Düsseldorf (Verlag für Wirtschaft und Finanzen).
- Wansleben, L. J. (2012):** Was bedeutet „Research“? Praktiken von Währungsanalysten im Kontext sich wandelnder Marktkulturen. In: Kalthoff, H. & Vormbusch, U. (Hgg.): *Soziologie der Finanzmärkte*: 235-261. Bielefeld (Transcript).
- (2011): 'Economists in the Wild' : von der Finanzökonomik zu dem undisziplinierten Wissen der Finanzmärkte. In: Hoof, F.; Jung, E.-M.; Salaschek, U. (Hgg.): *Jenseits des Labors. Transformation von Wissen zwischen Entstehungs- und Anwendungskontext*: 259-78. Bielefeld (Transcript).

Vollmer, H. (2012): Signaturen der Finanzialisierung. Von Finanzmärkten zu Organisationen, zu sozialen Situationen und (von dort) zu allem anderen. In: Kalthoff, H. & Vormbusch, U. (Hgg.): Soziologie der Finanzmärkte: 87-108. Bielefeld (Transcript).

Weber, M. (1991): Die „Objektivität“ sozialwissenschaftlicher und sozialpolitischer Erkenntnis. In: Schriften zur Wissenschaftslehre. Stuttgart (Reclam).

Weber, M. (1958 [1923]): Wirtschaftsgeschichte. Abriss der universalen Sozial- und Wirtschaftsgeschichte. Berlin (Dunker & Humboldt).

Windolf, P. (2005 a): Die neuen Eigentümer. In: Windolf, P. (Hg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen: 8-19. Wiesbaden (Verlag für Sozialwissenschaften).

Windolf, P. (2005 b): Was ist Finanzmarkt-Kapitalismus?. In: Windolf, P. (Hg.): Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen: 20-57. Wiesbaden (Verlag für Sozialwissenschaften).

Woods, C. & Urwin, R. (2012): Putting Sustainable Investing into Practice: A Governance Framework for Pension Funds. . In: Hebb, T. (Hg.): The next Generation of Responsible Investing. Band 1. Advances in Business Ethics Research: 27-48. Dordrecht (Springer Netherlands).