

# 1 Einleitung

Das Thema Nachhaltigkeit ist nicht erst nach dem viel beachteten und diskutierten Pariser Klimaschutzabkommen (vgl. United Nations, 2015) in aller Munde. In vielen Lebensbereichen kommt man heutzutage an dem Thema und seinen Implikationen nicht mehr vorbei. Konsumententscheidungen haben weitreichende Auswirkungen auf die Arbeitsbedingungen, insbesondere in den Produktionsländern und auf die Umwelt, vor allem durch Verschmutzungen und exzessiven Ressourcenverbrauch (vgl. u.a. Oeberseder, Schlegelmilch und Gruber, 2011; Girod, Vuuren und Hertwich, 2014). Diese Auswirkungen wurden mit der Zeit für immer mehr Produktgruppen einer breiten Öffentlichkeit offengelegt und verschiedene Lösungsansätze (Bio-, Fair trade-Produkte, sowie weitere Nachhaltigkeitsinitiativen) haben sich etabliert und werden von den Kunden angenommen (vgl. u.a. Andorfer und Liebe, 2012; Hainmueller, Hiscox und Sequeira, 2015). Besonders der Energiebereich war von Anfang an im Fokus der Diskussion um den Klimawandel und erneuerbare Energien, als nachhaltige Alternative zur fossilen Energiegewinnung, werden in Deutschland seit Jahren politisch gefördert und kontinuierlich ausgebaut (vgl. Weidner und Mez, 2008). Während der Verkehrssektor zunächst weniger stark im Fokus lag, hat sich auch das zuletzt geändert und es wird vielerorts über einen verstärkten Ausbau des öffentlichen Nahverkehrs gesprochen und auch der bisherige Umgang mit Flugreisen und dem Autofahren wird zunehmend hinterfragt (vgl. u.a. Buehler et al. 2017; Schoenau und Müller, 2017). Zusammenfassend sind die übergeordneten Ziele der meisten Nachhaltigkeitsmaßnahmen den Ressourcenverbrauch zu mindern, den Klimawandel zu begrenzen und Arbeitsbedingungen zu verbessern (vgl. Moore et al. 2017). In den meisten Fällen sind die Konsequenzen der eigenen Entscheidungen für den Einzelnen noch relativ einfach nachzuvollziehen, die eigene Verantwortung einigermaßen offensichtlich und damit die Motivation der Verbraucher entsprechend hoch, nachhaltige Alternativen zu wählen (vgl. Drescher, Roosen und Marette, 2014).

Ein Bereich, in dem sich der Aspekt der Nachhaltigkeit erst in den letzten Jahren etabliert und an Dynamik gewonnen hat, sind nachhaltige Geldanlagen (FNG, 2018, S. 15ff.). Der Kapitalmarkt ist riesig und hat damit auch ein großes Potenzial, das entsprechend umgelenkt, eine nachhaltige Entwicklung unterstützen könnte. Diese Überlegung hat auch die Politik zuletzt verstärkt angestellt und dies innerhalb des Pariser Klimaschutzabkommens als ein Ziel festgelegt (vgl. United Nations, 2015). Die Europäische Union hat dieses Ziel aufgegriffen und es werden zunehmend Regelungen auf den Weg gebracht, die darauf

abzielen, dass der Kapitalmarkt und deren Teilnehmer verstärkt nachhaltige Aspekte berücksichtigen sollen bei der Geldanlage. Die Europäische Kommission hat hierzu einen Fahrplan („Aktionsplan Sustainable Finance“) vorgelegt, um den voraussichtlichen jährlichen Finanzierungsbedarf, zum Erreichen der europäischen Ziele, von etwa 270 Mrd. Euro zu decken (Europäische Kommission, 2018, S. 2). Dieser Plan sieht ausdrücklich vor, dass der Kapitalmarkt seinen Beitrag leistet, indem Geldströme zugunsten nachhaltiger Investitionen umgelenkt werden sollen. Um dies zu erreichen, skizzierte die Kommission eine Reihe von regulatorischen Initiativen, die sich aktuell in unterschiedlichen Stadien der Vorbereitung bzw. der Umsetzung befinden. Es geht der EU dabei vor allem darum für Vereinheitlichung, Standardisierung und eine größere Transparenz der nachhaltigen Angebote zu sorgen und insgesamt nachhaltige Geldanlagen zu fördern.

### 1.1 Problemstellung und Relevanz des Themas

Um eine Wende hin zu einer nachhaltigeren Gesellschaft bzw. Wirtschaft hinzubekommen ist es unbestritten nötig, den Kapitalmarkt mitzunehmen und die Lenkungswirkung der großen Geldmengen zu nutzen (vgl. Europäische Kommission, 2018). Der Einbezug von nachhaltigen Aspekten bei der Geldanlagen ist keineswegs eine neue Idee, sondern hat bereits eine relativ lange Geschichte, jedoch haben nachhaltige Geldanlagen trotzdem bis vor wenigen Jahren nur eine kleine Nische, im Kontext der weltweiten Kapitalmärkte, besetzt (vgl. Lydenberg und Sinclair, 2009).

Doch dank kontinuierlich hoher Wachstumsraten spielen nachhaltige Anlagestrategien eine immer größere Rolle und bekommen entsprechend auch mehr Aufmerksamkeit, sowohl vonseiten der Politik, der Anbieter, als auch der institutionellen und privaten Anleger. Das gesamte Volumen nachhaltiger Geldanlagen, innerhalb Europas, beläuft sich auf etwa 14 Billionen Dollar, wobei über 70 % des Geldes auf institutionelle Investoren entfallen (Eurosif, 2018, S. 76).<sup>1</sup> In Deutschland ist der Anteil der Privatanleger mit ca. 9 % sogar noch geringer (FNG, 2018, S. 18). Es lässt sich festhalten, dass institutionelle Anleger bereits in größerem Maße nachhaltige Aspekte bei der Geldanlage berücksichtigen als Privatanleger. Es ist nicht davon auszugehen, dass Banken und Versicherungen grundsätzlich ein größeres Interesse an diesem Thema haben und daher in den letzten Jahren vermehrt in nachhaltige Geldanlagen investieren. Vielmehr ist es externer Druck durch Politik, Regulierer und Gesellschaft, sowie ein veränderter Blick auf mögliche Risiken im Zusammenhang mit

---

<sup>1</sup>Stand: Ende 2017; Der verbleibende Anteil entfällt auf private Anleger.

nachhaltigen Themen, wie etwa Reputationsrisiken oder Klimarisiken<sup>2</sup>, die zu einem Umdenken geführt haben.

Die Motivation der institutionellen Investoren scheint dadurch ausreichend groß und ist auch gut nachzuvollziehen. Bei den privaten Anlegern ist es dagegen weniger eindeutig. In verschiedenen Umfragen bekundeten auch private Investoren großes Interesse an nachhaltigen Geldanlagen und auch die Bereitschaft nachhaltig(er) zu investieren (vgl. Døskeland und Pedersen, 2016; Borgers, 2014). Allerdings wird dieser Vorsatz bisher noch kaum in die Tat umgesetzt, was die Zahlen zum Anteil der Privatinvestoren am Gesamtmarkt für nachhaltige Geldanlagen belegen. Um dieses Paradoxon zu erklären wäre es wichtig die Motivationen von Privatanlegern zu verstehen und welche Hindernisse eine Investition in der Praxis verhindern. In Bezug auf die Motivation der Anleger gibt es bereits erste Erkenntnisse von Wins und Zwergel (2014), Riedl und Smeets (2014), Nilsson, Siegl und Korling (2012). Dabei ziehen die Autoren Parallelen zu Studien und Theorien zu nachhaltigem Konsumverhalten in anderen Kontexten, wie beispielsweise Textilien, Energie oder Nahrungsmittel (vgl. u.a. Drescher, Roosen und Marette, 2014). Damit gibt es zumindest erste Ansätze die Motive für nachhaltige Geldanlage bei Privatanlegern zu erklären (vgl. Jansson und Biel, 2011). Nicht geklärt ist allerdings bisher auch die Frage, welche Barrieren die Anleger in der Praxis dann davon abhalten nachhaltig anzulegen. Dazu gibt es zwar erste theoretische Überlegungen und Umfragen, aber keine experimentellen Untersuchungen (vgl. Wins und Zwergel, 2014; Juravle und Lewis, 2008). Als mögliche Hindernisse machen diese Autoren eine geringere Renditeerwartung, fehlende Transparenz, unzureichende Informationen und geringe Vergleichbarkeit der angebotenen nachhaltigen Anlageprodukte aus.

Es bleibt also weiterhin ungeklärt, welche Faktoren tatsächlich die Privatanleger hemmen und dazu führen, dass sich nur vergleichsweise wenige Anleger für nachhaltige Geldanlagen entscheiden, obwohl sie in Umfragen eine große Bereitschaft dafür äußern. Diese Frage dürfte eine der zentralen Problemstellungen sein auf dem Weg zu einem nachhaltigeren Finanzmarkt und eine Lösung daher von großer Bedeutung. Die vorliegende Arbeit möchte dazu einen Beitrag leisten und empirisch mehrere Möglichkeiten untersuchen, wie die postulierten Barrieren überwunden werden können.

Kapitel 1	Einleitung
Problemstellung und Aufbau der Arbeit	
Kapitel 2	Grundlagen zu Nachhaltigen Geldanlagen
Historie, Markt, Rendite und Risiko, Anlagestrategien und rechtlicher Rahmen	
Kapitel 3	Nachhaltige Anleger
Klassifizierung, Verhalten und Motivation	
Kapitel 4	Barrieren und Überwindungsstrategien
Rendite, Beratung, Informationen - Informationen, Ratings, Labels	
Kapitel 5	Grundlagen zur Altersvorsorge
Vorsorge in Deutschland, Vorsorgeverhalten, Nachhaltigkeit	
Kapitel 6	Methodische Grundlagen und Design des Experiments
Konzeption und Durchführung des Experiments, Methoden und Modelle, Hypothesen	
Kapitel 7	Deskriptive Analyse der Ergebnisse
Deskriptive Betrachtung der Variablen und deren Korrelationen	
Kapitel 8	Mittelwertvergleiche und Regressionsanalysen
Vergleiche zwischen den Gruppen und Ermittlung von Einflussfaktoren	
Kapitel 9	Abschließende Betrachtungen
Implikationen der Ergebnisse, Zusammenfassung, Limitationen und Forschungsausblick	

Abbildung 1.1: Aufbau der Arbeit  
Quelle: Eigene Darstellung

## 1.2 Aufbau der Arbeit

Die Abbildung 1.1 gibt eine Übersicht über den Gang dieser Untersuchung. Nach der Heranführung an das Thema Nachhaltigkeit im Kontext von Geldanlagen, die Beschreibung

---

<sup>2</sup>Beispielsweise durch gestrandete Vermögenswerte.

der Problemstellung, sowie deren Relevanz, folgen im zweiten Kapitel ausführliche Erläuterungen zu nachhaltigen Geldanlagen. Neben einer Definition und der Beschreibung der historischen Entwicklung werden auch der Markt für nachhaltige Anlageprodukte und die verschiedenen nachhaltigen Umsetzungsstrategien bei diesen Produkten vorgestellt. Außerdem werden nachhaltige und konventionelle Geldanlagen in Bezug auf Rendite und Risiko verglichen und auch die rechtlichen Rahmenbedingungen für nachhaltige Geldanlagen beschrieben.

Das dritte Kapitel stellt dann die Literatur in Bezug auf nachhaltige Anleger in der Vordergrund. Dabei werden zunächst die Bemühungen der Forscher diskutiert, die Privatanleger anhand von soziodemografischen Faktoren zu klassifizieren. Darüber hinaus werden Modelle vorgestellt, die versuchen nachhaltiges Anlageverhalten zu erklären und auch Möglichkeiten dieses Verhalten zu beeinflussen bzw. zu manipulieren. Außerdem werden die Motive der Privatanleger zur Investition in nachhaltige Geldanlagen untersucht und verschiedene Erklärungsansätze vorgestellt, wie beispielsweise eine Berücksichtigung der eigenen Werte auch bei der Geldanlage oder der Glaube, dass nachhaltige Investitionen den konventionellen Alternativen in Bezug auf Rendite und Risiko überlegen sind.

Anschließend beschäftigt sich das vierte Kapitel schwerpunktmäßig mit den Barrieren für eine weitere Ausbreitung von nachhaltigen Geldanlagen und wie sie überwunden werden können. Eines der Hindernisse ist hierbei die Erwartung von einigen Investoren, dass nachhaltige Anlagen weniger Rendite abwerfen werden oder ein größeres Risiko beherbergen als vergleichbare konventionelle Anlageprodukte. Neben einer unzureichenden Anlageberatung, können vor allem auch die mangelnde Transparenz und die geringe Vergleichbarkeit der Produkte als Barrieren fungieren und die Anleger letztlich davon abhalten in nachhaltige Geldanlagen zu investieren. Der Schlüssel zur Überwindung dieser Barrieren liegt vermutlich in der Bereitstellung von vertrauenswürdigen Informationen über die Ausgestaltung und Qualität der Nachhaltigkeitsorientierung der Anlageprodukte. Als zu diesem Zweck besonders vielversprechende Instrumente werden Nachhaltigkeitsratings und -labels vorgestellt. Eine Gegenüberstellung der Vor- und Nachteile dieser Instrumente und des Potenzials der Ansätze schließt diesen Abschnitt ab.

Im fünften Kapitel wird dann das Thema Altersvorsorge eingeführt. Beginnend mit der Vorstellung des Vorsorgesystems in Deutschland, werden die aktuelle Lage und die Herausforderungen für das System erläutert. Dazu zählen vor allem der demografische Wandel, die aktuell niedrigen Zinsen und die damit veränderten Produktstrategien der Anbieter. In Bezug auf das Verhalten der Privatpersonen werden bestehende Entscheidungsmodelle vorgestellt und auch auf mögliche Fehlerquellen bei der Vorsorgeentscheidung eingegangen.

Viele häufige Vorsorgefehler entstehen insbesondere durch kognitive Verzerrungen oder auch mangelnde Finanzbildung. Zum Abschluss des Kapitels werden die Kombinationsmöglichkeiten von nachhaltigen Geldanlagen und Altersvorsorge diskutiert. Zum Abschluss dieses Kapitels erfolgt die Aufstellung der Forschungshypothesen und deren Herleitung.

Das Experiment wurde als Forschungsmethodik ausgewählt und dessen Ausgestaltung steht im sechsten Kapitel im Vordergrund. Dabei werden zunächst die grundlegenden Elemente von Experimenten diskutiert und die Vorzüge dieser Untersuchungsmethode für die vorliegenden Fragestellungen hervorgehoben. Es folgt eine Beschreibung des allgemeinen Aufbaus und die Teile des Experiments werden vorgestellt, mit denen die Forschungsfragen beantwortet werden sollen. Im Speziellen werden die Fondsinformationen, welche die Teilnehmer erhielten und der Aufbau des Fragebogens im Detail erläutert. Eng damit verbunden ist auch die Operationalisierung der Einflussfaktoren, die ausführlich erläutert wird.

Das siebte Kapitel beschäftigt sich mit den Ergebnissen der Experimente, wobei diese zunächst vor allem deskriptiv ausgewertet werden. Es wird kurz auf die Aufbereitung und Verarbeitung der Daten eingegangen und die Zusammensetzung der Teilnehmer betrachtet in Bezug auf soziodemografische Faktoren und auch weitere Kontrollvariablen. Dazu werden die möglichen Einflussfaktoren nachhaltiger Konsum, Einstellung zu nachhaltigen Geldanlagen, Vertrauen in nachhaltige Produkthanbieter und erwartete Wirkung von nachhaltigen Geldanlagen, sowie verschiedenen Aspekten der Altersvorsorge deskriptiv analysiert. Dazu wurde auch ausgewertet, welche Aspekte die Teilnehmer selbst für ihre Entscheidung als besonders wichtig erachteten. Ein besonderes Augenmerk liegen aber natürlich auf der Analyse der Anlageentscheidung und insbesondere dem Anteil nachhaltiger Geldanlagen der Probanden. Als Bindeglied zwischen den rein deskriptiven und den weiterführenden Analysen des nächsten Kapitels erfolgen zum Abschluss dieses Abschnitts noch die Korrelationsanalysen, mit deren Hilfe bestimmt werden kann, welche Variablen möglicherweise voneinander abhängig sind und entsprechende Zusammenhänge aufweisen.

Im achten Kapitel werden nun die Forschungshypothesen abschließend empirisch überprüft. Dabei helfen Mittelwertvergleiche, um die Unterschiede zwischen den verschiedenen Teilgruppen innerhalb der Teilnehmer zu analysieren. Besonders die Unterschiede zwischen den Experimentalgruppen sind dabei natürlich von spezieller Bedeutung, aber auch Unterschiede anhand von Alter, Geschlecht und Studienrichtung. Um zu überprüfen, welche Faktoren Einfluss auf die Entscheidung für nachhaltige Geldanlagen haben, werden verschiedene Regressionsmodelle aufgestellt. Dabei werden jeweils zunächst die Annahmen für die

jeweiligen Modelle überprüft und anschließend die Ergebnisse präsentiert und in geeigneter Weise dargestellt.

Im abschließenden neunten Kapitel werden die Ergebnisse nochmals aufgegriffen und diskutiert. Dabei wird herausgearbeitet, welche Implikationen sie für die Ausgestaltung nachhaltiger Finanzprodukte und auch für die Kundenansprache haben können. Doch nicht nur die Anbieter von nachhaltigen Vorsorgeprodukten, sondern auch die Politik und Regulierungsbehörden sind gefragt. Das Potenzial von weiteren regulatorischen Maßnahmen zur Förderung von nachhaltigen Anlagen wird diskutiert und letztlich werden die gewonnenen Erkenntnisse der Arbeit nochmals zusammengefasst, bevor dann die Limitationen besprochen werden, die sich aufgrund des Untersuchungsaufbaus, sowie der Selektion der Teilnehmer ergeben. Den Abschluss der Arbeit bildet ein kurzer Forschungsausblick.

## 2 Nachhaltigkeit in der Geldanlage

In diesem Kapitel wird zunächst der Versuch einer Definition von nachhaltigen Geldanlagen unternommen, um anschließend auf die Entwicklung und die aktuelle Marktsituation zu sprechen zu kommen. Danach erfolgt eine Gegenüberstellung der verschiedenen Umsetzungsstrategien für nachhaltige Geldanlagen sowie die Klärung der Frage, ob es Unterschiede zwischen nachhaltigen und konventionellen Anlagen im Hinblick auf Rendite und Risiko gibt. Den Abschluss bildet eine detaillierte Schilderung der aktuellen rechtlichen und regulatorischen Situation bei nachhaltigen Geldanlagen.

### 2.1 Definition von nachhaltigen Geldanlagen

Das Forum Nachhaltige Geldanlagen (FNG) definiert nachhaltige Geldanlagen als „die allgemeine Bezeichnung für nachhaltige Produkte und Anlagevehikel, die ökologische, soziale und governance-bezogene Aspekte (ESG-Kriterien) explizit in ihren Anlagebedingungen berücksichtigen. Es beinhaltet eine explizite schriftlich formulierte Anlagepolitik zur Nutzung von ESG-Kriterien“ (FNG, 2018, S. 10). Laut der Definition sind also vor allem nachhaltige Fonds und andere Anlageprodukte mit ausdrücklichem Nachhaltigkeitsbezug dem Bereich nachhaltige Geldanlagen zuzuordnen.

Dem gegenüber definiert das FNG verantwortliches Investieren wie folgt: „verantwortliche Investoren und Asset Manager gestalten ihre Investmentprozesse unter angemessener Berücksichtigung von ökologischen, sozialen und governance-bezogenen Aspekten (ESG-Kriterien) und wenden entsprechende Anlagestrategien an. Sie richten sich dabei nach öffentlichen Standards und Prinzipien, halten ihre Strategie zum verantwortlichen Investieren schriftlich fest und informieren über ihre Aktivitäten, Anlagestrategien und ESG-Grundsätze“ (FNG, 2018, S. 10). Verantwortliches Investieren bezieht sich damit nicht auf die Produkte, sondern auf das gesamte zu verwaltende Vermögen eines Anbieters. Vermögensverwalter wie etwa Pensionsfonds, Stiftungen, Versicherer usw. richten ihre gesamte Geldanlagepolitik nach ESG-Kriterien aus und setzen dabei allgemein oder selbst definierte Standards und Prinzipien um. Auch wenn das FNG fordert, dass mehr als nur einzelne Ausschlusskriterien definiert werden müssen, damit die Vermögensverwalter als verantwortliche Investoren gelten, ist die Bandbreite unterschiedlicher Ansätze groß und damit auch der Grad der Nachhaltigkeit beim verantwortlichen Investieren. In dieser Arbeit

liegt der Fokus allerdings in der Hauptsache auf nachhaltigen Geldanlagen, dennoch findet sich im Abschnitt 5.4.1 noch eine ausführlichere Erläuterung zu diesem Themenkomplex.

## 2.2 Historische Entwicklung

Die ersten Ansätze, nicht-finanzielle Kriterien bei der Geldverwendung zu berücksichtigen, wurden von religiösen Gruppen verfolgt. Oft standen hierbei ethische Aspekte, wie beispielsweise keine Finanzierung von Waffen oder Sklaverei im Vordergrund. Auch andere Geschäftszweige wie Glücksspiel, Alkohol, Tabak und Pornografie werden als nicht unterstützenswert eingestuft und daher von religiösen Investoren oft gemieden. In diesem Zusammenhang spricht man auch von „Sünden“-Aktien, da das jeweilige ausgeschlossene Produkt oder Verhalten von manchen religiösen Gruppen als Sünde angesehen wird und daher nicht unterstützt werden darf - wobei hier natürlich jede religiöse Gruppe unterschiedliche Vorstellungen davon hat, welche Unternehmen bzw. Industrien von der Finanzierung bzw. Investition ausgeschlossen werden sollten. Solche Gebote existieren schon seit vielen Jahrhunderten und so haben nachhaltige Geldanlagen bei religiösen Investoren schon eine lange Tradition, wobei sich Intensität und Ausprägung stark unterschieden (vgl. Schueth, 2003).

Weitere Motivationsschübe für die Berücksichtigung von ESG-Aspekten bei der Geldanlagen gingen oft auf besondere Katastrophen oder Großereignisse zurück. Neben sozialen Problemen bewegten aber vor allem die Kriege der 1960er und 1970er Jahre die Menschen. Die Akzeptanz für kriegerische Auseinandersetzungen sank und einige suchten nach Wegen, wie sie gewaltsame Konflikte zumindest nicht indirekt mit ihrem Geld unterstützen. Der erste Friedensfonds, der *Pax World Fund*, wurde 1971 speziell zu dem Zweck gegründet. Auch das Apartheid-Regime in Südafrika hatte viele Gegner, und die Verweigerung zahlreicher Geldinstitute, das Land nicht weiter finanziell zu unterstützen, spielte eine entscheidende Rolle beim Zusammenbruch des Regimes (vgl. Domini, 2001; Sparkes, 2002, S. 52ff.).

Ein weiteres historisches Motiv für nachhaltige Geldanlagen war die Umweltschutzbewegung. Durch die Berichte *The Limits to Growth* (Meadows et al. 1972) und *Our Common Future* (United Nations General Assembly (UN), 1987), die viel Beachtung fanden und für eine nachhaltigere Lebensweise plädierten, gewann dieses Thema eine zunehmende Bedeutung in der Öffentlichkeit und bald auch in Bezug auf Geldanlagen. Hinzu kamen in den 1980er und 1990er Jahren noch diverse Umweltkatastrophen (Chernobyl, Exxon Valdez, usw.) und auch mehr Informationen über Umweltzerstörung und Klimawandel, die das Bewusstsein