

2 Theoretische und empirische Grundlagen

2.1 Zentrale Konzepte und deren Entwicklung

Zur Einordnung der verschiedenen Konzepte und Begrifflichkeiten, die mit dem Feld der nachhaltigen Geldanlage zusammenhängen, werden diese zunächst erklärt. Als erstes werden die Begriffe Nachhaltigkeit und CSR erläutert und deren Entwicklung genauer beleuchtet. Im Anschluss daran werden diese Begriffe auf den Kapitalmarkt übertragen. Hier werden die ESG-Faktoren und die SRI näher betrachtet. Danach werden die Nachhaltigkeitsinformationen vorgestellt und auf deren theoretische Basis eingegangen.

2.1.1 Nachhaltigkeit und Corporate Social Responsibility

Nachhaltigkeit ist ein Begriff, der vielfältig verwendet und eingesetzt wird, aber für den es keine einheitliche Abgrenzung gibt. Der Begriff der Nachhaltigkeit bzw. der nachhaltigen Nutzung geht auf das Werk *Sylvicultura Oeconomica* von Carlowitz (1732) zurück. Im Hinblick auf den Anbau und die Verwendung von Holz forderte und warnte er, „daß [sic!] es eine kontinuierliche [sic!] beständige und nachhaltende Nutzung gebe, weiln [sic!] es eine unentbehrliche Sache ist, ohnewelche [sic!] das Land in seinem Esse bleiben mag.“¹⁸ Er fordert folglich einen nachhaltigen Umgang mit dem Rohstoff Holz, da sonst die Zukunft gefährdet sei.

Dies zeigt sich auch in der sprachlichen Bedeutung des Wortes „nachhaltig“. Es wird als „sich auf längere Zeit stark auswirkend“ beschrieben.¹⁹ In der ursprünglichen Bedeutung von nachhaltig und Nachhaltigkeit geht es folglich um eine langfristige Perspektive und um eine auf Langfristigkeit ausgerichtete Betrachtungsweise. Im Zusammenspiel mit dem Zitat von Carlowitz lässt sich zusammenfassen, dass es bei Nachhaltigkeit um die langfristigen Auswirkungen des aktuellen Handelns geht.

Im gesamtgesellschaftlichen Kontext hat sich ein komplexeres Nachhaltigkeitsverständnis herausgebildet. Die wohl bekannteste Definition für nachhaltige Entwicklung - kurz Nachhaltigkeit - entstammt dem Brundtland-Report. Hier wird Nachhaltigkeit wie folgt definiert: „Dauerhafte (nachhaltige) Entwicklung ist Entwicklung, die die Bedürfnisse der Gegenwart befriedigt, ohne zu riskieren, daß [sic!] künftige Generationen ihre eigenen Bedürfnisse nicht befriedigen können. Zwei Schlüsselbegriffe sind dabei wichtig:

- Der Begriff von „Bedürfnisse“, insbesondere der Grundbedürfnisse der Ärmsten der Welt, die die überwiegende Priorität haben sollten; und

¹⁸ Carlowitz (1732), S. 69. Unter „Esse“ kann das Dasein bzw. die Existenz verstanden werden.

¹⁹ Duden (2015): nachhaltig.

- der Gedanke von Beschränkungen, die der Stand der Technologie und soziale Organisation auf die Fähigkeit der Umwelt ausübt, gegenwärtige und zukünftige Bedürfnisse zu befriedigen.²⁰

Diese Definition ist der Ursprung vieler weiterer Definitionen und Konzepte für eine nachhaltige Entwicklung, nachhaltige Ökonomien und eine nachhaltige Gesellschaft.²¹ Lange Zeit war mit Nachhaltigkeit hauptsächlich die ökologische Nachhaltigkeit in Form von Umweltschutz gemeint.²² Erst im Jahr 1998 wurde das Konzept der „Tripple Bottom Line“ für Nachhaltigkeit vorgeschlagen. Bei diesem Verständnis von Nachhaltigkeit werden sowohl die ökologischen als auch die sozialen und ökonomischen Belange einbezogen.²³

Im engen Zusammenhang mit Nachhaltigkeit steht auch der Begriff der Unternehmensverantwortung, der **CSR**. Denn auch Unternehmen tragen Verantwortung für die nachhaltige Entwicklung der Gesellschaft.²⁴ Dies zeigt sich, wenn CSR nicht mit der sozialen Verantwortung von Unternehmen, sondern mit „gesellschaftlicher Verantwortung“ von Unternehmen übersetzt wird. Hier wird deutlich, dass die Unternehmen Verantwortung gegenüber ihrem gesellschaftlichen Umfeld haben.²⁵

Obwohl die CSR-Forschung erst ein relativ junger Forschungsstrang ist, reichen die Wurzeln der gesellschaftlichen Verantwortung bis in die Antike zurück. Hier steht der „Ehrbare Kaufmann“ als Wirtschaftsakteur im Mittelpunkt. Bereits im Mittelalter wurde dieser durch drei Komponenten geprägt: die kaufmännischen Fähigkeiten, ein tugendhaftes Verhalten und eine Beziehung zu Gott, die stellvertretend für die Gesellschaft interpretiert werden kann. Bereits im 19. Jahrhundert war der „Ehrbare Kaufmann“ ein Element der Ausbildung der Kaufleute. Somit wurden sie auch auf ihre gesellschaftliche Rolle vorbereitet. Die wissenschaftliche Diskussion um den „Ehrbaren Kaufmann“ verschwand nach dem Zweiten Weltkrieg. An diese Stelle trat am Ende des 20. Jahrhunderts die CSR-Diskussion.²⁶

CSR selbst hat ihre Wurzeln in Amerika. Hier wurde das erste Mal die Verantwortung von Unternehmern in „The social responsibility of businessman“ von Bowen 1953 beschrieben.²⁷ Danach sollen Unternehmer Strategien verfolgen und Entscheidungen herbeiführen, die im Hinblick auf die Ziele und die Wertvorstellung der Gesellschaft wünschenswert sind.²⁸ Das

²⁰ United Nations - World Commission on Environment and Development (1987), Part 1-Chapter 2-Nr. 1; Übersetzung aus Hauff (1987), S. 46.

²¹ Vgl. Gladwin et al. (1995), S. 876 f.

²² Vgl. Crane & Matten (2010), S. 33.

²³ Vgl. Crane & Matten (2010), S. 33.

²⁴ Es gibt verschiedene Argumente, die dafür sprechen, dass Unternehmen eine Verantwortung haben, die über die Gewinnerwirtschaftung hinausgeht. Eine Auflistung der Argumente mit den dazugehörigen Quellen finden sich bei Crane & Matten (2010), S. 51.

²⁵ Vgl. Schaltegger & Müller (2008), S. 18.

²⁶ Vgl. Schwalbach & Klink (2012), S. 222 ff. Sie beschreiben ausführlich die Geschichte des „Ehrbaren Kaufmanns“ und dessen Zusammenhang mit CSR.

²⁷ Bowen (2013).

²⁸ Bowen (2013) S. 6. Hierzu auch Carroll (1999), S. 270.

Buch betrachtet das Konzept der sozialen Verantwortung.²⁹ Die Wurzeln von CSR liegen somit in der sozialen Verantwortung von Unternehmen.

In den folgenden Jahren entwickelten sich verschiedene Definitionen und Konzepte von Unternehmensverantwortung. Die verschiedenen Konzepte umfassen eine Vielfalt an ökonomischen, gesetzlichen und freiwilligen Aktivitäten.³⁰ Im Jahr 1979 begann Carroll die verschiedenen Aspekte von CSR zu systematisieren.³¹ Dies mündete 1991 in der Darstellung der Teilbereiche in einer Pyramide, die in Abbildung 2 zu sehen ist.

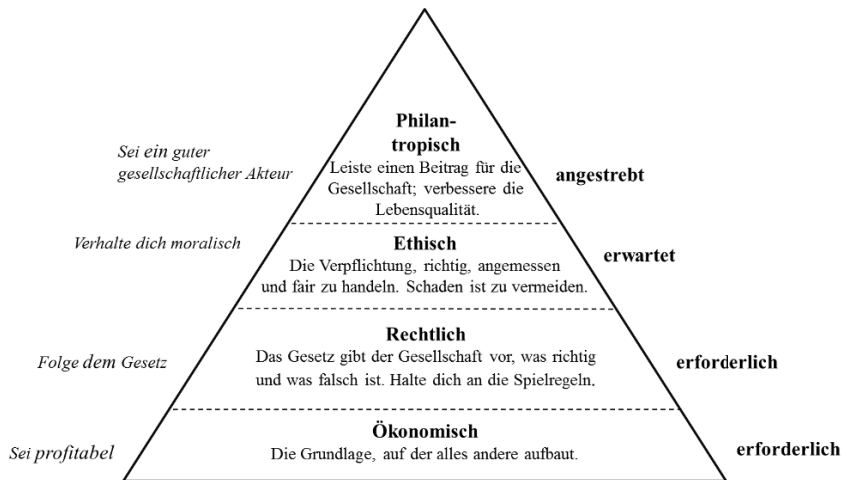


Abbildung 2: Die Pyramide der Corporate Social Responsibility

Quelle: Carroll (1991), S. 42 modifiziert in Schwartz & Carroll (2003), S. 504.

Nach Carroll umfasst Unternehmensverantwortung (CSR) vier Teilbereiche: die ökonomische, rechtliche, ethische und die darüber hinausgehende philanthropische Verantwortung.³² Demnach sollen Unternehmen nach Profit streben, die Gesetze befolgen, sich ethisch verhalten und gute Bürger im Sinne des Corporate Citizenships sein.³³ Während die beiden ersten Aspekte Forderungen der Gesellschaft an das Unternehmen sind, wird das ethische Verhalten erwartet und das philanthropische Verhalten gewünscht.³⁴ Auch im Anschluss gab es viele weitere Bemühungen CSR zu definieren. Dennoch gibt es bis heute keine einheitliche Begriffsbestimmung.³⁵

²⁹ Vgl. Carroll (1999), S. 200.

³⁰ Vgl. Carroll (1979), S. 498; Eine ausführliche Darstellung der Entwicklung der CSR-Definitionen bis in die 90er Jahre wird in Carroll (1999) dargestellt.

³¹ Vgl. Carroll (1979).

³² Vgl. Carroll (1979), S. 500; Carroll (1991), S. 40 ff.

³³ Vgl. Carroll (1991), S. 43.

³⁴ Vgl. Crane & Matten (2010), S. 53 im Zusammenhang mit Carroll (1999), S. 42.

³⁵ Übersichten über die Entwicklung der CSR Definitionen: z. B. Carroll (1999); Kakabadse et al. (2005).

Zu Beginn des neuen Jahrtausends war die Wirtschaft zunehmend von der Vorstellung von Nachhaltigkeit und der nachhaltigen Entwicklung fasziniert, so dass diese Themen ein integraler Bestandteil der CSR-Diskussion wurden.³⁶ Dies zeigt auch die Definition von CSR im Grünbuch der Europäischen Kommission. Hier wird CSR definiert „als ein Konzept, das den Unternehmen als Grundlage dient, auf freiwilliger Basis soziale Belange und Umweltbelange in ihre Unternehmenstätigkeit und in die Wechselbeziehungen mit den Stakeholdern zu integrieren.“³⁷ Hier wird die Angleichung der beiden Konzepte von nachhaltiger Entwicklung und CSR deutlich, da Umwelt und soziale Faktoren ausdrücklich als Bestandteile der Unternehmensverantwortung benannt werden.³⁸ Allerdings steht in dieser Definition noch die Freiwilligkeit der Verantwortungsübernahme im Vordergrund. Dieses Verständnis von Nachhaltigkeit wurde 2011 durch die Europäische Kommission überarbeitet. CSR ist nun „die Verantwortung von Unternehmen für ihre Auswirkungen auf die Gesellschaft“³⁹. Ziel ist es, dass die „Unternehmen ihrer sozialen Verantwortung in vollem Umfang gerecht werden“.⁴⁰ Die Freiwilligkeit der Übernahme von Unternehmensverantwortung wird hier aufgegeben. Stattdessen wird von den Unternehmen verlangt, vollumfänglich Verantwortung für die Auswirkungen ihrer Unternehmenstätigkeit auf die Gesellschaft zu übernehmen.

Es gibt sehr viele weitere Begriffe, die mit dem Begriff CSR konkurrieren, sich ergänzen oder überlappen. Diese sind z. B. Corporate Citizenship, Unternehmensethik, Stakeholder Management oder auch Nachhaltigkeit (Sustainability).⁴¹

In der Betrachtung der Entwicklung des Nachhaltigkeits- und CSR-Begriffs zeigt sich, dass beide Konzepte eine Dreiteilung in ökonomische, ökologische und soziale Aspekte gemeinsam haben. Diese Dreiteilung wird auch dem Begriffsverständnis von Nachhaltigkeit⁴² zugrunde gelegt. Nachdem der Begriff Nachhaltigkeit hergeleitet wurde, wird dieser nun auf den Kapitalmarkt übertragen.

³⁶ Vgl. Carroll & Shabana (2010), S. 88.

³⁷ Kommission der Europäischen Gemeinschaften (2001), S. 7.

³⁸ Dazu auch: Schaltegger & Lüdeke-Freund (2013).

³⁹ Europäische Kommission (2011), S. 7.

⁴⁰ Europäische Kommission (2011), S. 7.

⁴¹ Vgl. Carroll & Shabana (2010), S. 86.

⁴² CSR und Nachhaltigkeit sind damit als äquivalente Begriffe anzusehen. In der Arbeit wird dem Begriff Nachhaltigkeit verwendet, da sich für die Präsentation der Nachhaltigkeitsinformation die Bezeichnung Nachhaltigkeitsberichte durchgesetzt hat.

2.1.2 ESG-Faktoren und Socially Responsible Investments

Terminologien und Definitionen

Bei der Betrachtung des Nachhaltigkeitsverständnisses am Kapitalmarkt zeigt sich, dass sich hier die Dreiteilung in ökologische, soziale und governance Aspekte durchgesetzt hat - die **ESG-Kriterien**.⁴³ Die ESG-Kriterien nehmen durch die Erweiterung der Ökologie und der sozialen Faktoren um den Unternehmensführungsaspekt (governance) sowie durch die Forderung nach Einhaltung rechtlicher Aspekte Bezug auf das CSR-Verständnis, das Carroll (1979, 1991)⁴⁴ zugrunde legte. Für die vorliegende Arbeit bedeutet dies, dass unter Nachhaltigkeit das die Berücksichtigung der ESG-Kriterien verstanden wird.⁴⁵

Um **Socially Responsible Investments** (SRI) handelt es sich, wenn ökonomisch-finanzielle Ziele wie die Rendite mit sozialen und ökologischen Zielen bei der Konstruktion des Wertpapierportfolios kombiniert werden.⁴⁶ Sie ist eine Investmentstrategie, die sowohl die finanziellen als auch zukunftsfähige, nachhaltige Werte einbezieht.⁴⁷ Neben SRI⁴⁸ gibt es eine Vielzahl an Begriffen wie z. B. Ethical Investment (Ethisches Investment),⁴⁹ Responsible Investment (RI)⁵⁰ oder Community Investing, umweltfreundliche Investments, missionsbasiertes Investment, glaubensorientiertes (faith-based) Investment, grün/ rot/ weißes Investment und andere mehr.⁵¹ All diese Begriffe bezeichnen den Investitionsprozess, der die ESG-Faktoren berücksichtigt.⁵²

Anhand der Studie von Eccles und Viviers (2011) wird deutlich, dass es Unterschiede im Verständnis und in der Verwendung der verschiedenen Investment-Begriffe gibt. Ihre gemeinsame Basis ist allerdings, dass sie versuchen eine Anlagestrategie zu beschreiben, bei der es darum geht, nicht-finanzielle Aspekte, die ESG-Kriterien, in die Anlageentscheidung einzubeziehen.⁵³ Es wird deutlich, dass zwischen der Verwendung des Begriffes „ethisches Investment“ und einer vorrangig deontologisch-ethischen Haltung ein Zusammenhang besteht. Der Begriff SRI hingegen wird stärker im volkswirtschaftlichen, finanziellen und anlagebezogenen Kontext angewendet. Eine Ursache dafür kann in der unterschiedlichen Herkunft und der Begriffe gesehen werden.⁵⁴ Sparkes (2001) subsumiert unter den Begriff „ethisches Investment“ die Investitionen, die zu Gunsten von werteorientierten Organisationen wie Kir-

⁴³ Vgl. Eurosif (2015a).

⁴⁴ Carroll (1979); Carroll (1991).

⁴⁵ Die beiden Begriffe werden äquivalent verwendet.

⁴⁶ Vgl. Sparkes (2002), S. 26.

⁴⁷ Vgl. Louche (2010), S. 213.

⁴⁸ Rosen et al. (1991); Statman (2008); Jansson et al. (2011).

⁴⁹ Lewis & Mackenzie (2000); Mackenzie & Lewis (1999); Sparkes (2001).

⁵⁰ Dembinski et al. (2003); Viviers et al. (2009).

⁵¹ Auflistung in Eccles & Viviers (2011), S. 389.

⁵² Vgl. Eccles & Viviers (2011), S. 389; Sandberg et al. (2009), S. 519.

⁵³ Vgl. Eccles & Viviers (2011).

⁵⁴ Vgl. Eccles & Viviers (2011), S. 400.

chen oder Wohlfahrtsverbänden ausgeführt werden.⁵⁵ Werden allerdings die sozialen und ökologischen Ziele mit finanziellen Zielen verbunden, so handelt es sich um SRI. Der Kernunterschied zwischen ethischen Investments und SRI besteht nach Sparkes (2001) in dem Erreichen einer finanziellen Rendite. Das in SRI investierte Kapital soll möglichst eine Rendite erzielen, die sich an die Rendite des Marktes annähert.⁵⁶ Dennoch ist das Verständnis von SRI sehr heterogen,⁵⁷ so dass bis heute keine einheitliche Definition zu SRI existiert.⁵⁸ In der vorliegenden Arbeit wird SRI wie in der Studie der European Social Investment Forum (Eurosif) verwendet, die unter SRI alle Arten von Anlageprozessen versteht, die die finanziellen Ziele eines Investors mit dessen ESG-Interessen verbindet.⁵⁹ Gleichbedeutend zu den SRI wird in der vorliegenden Arbeit der Begriff nachhaltige Geldanlage verwendet, der hier die Investition in Unternehmen unter Berücksichtigung der ESG-Kriterien beschreibt.

Anlagestrategien von SRI

Nicht nur in terminologischer und definitorischer Hinsicht sind SRI heterogen, sondern auch im Hinblick auf die mit SRI verbundene strategische und praktische Ausrichtung des Investitionsprozesses.⁶⁰ Dabei steht die Frage, wie die ESG-Kriterien in den Anlageprozess einbezogen werden, im Vordergrund. Hierzu bedarf es einer Übersetzung der Anlagestrategien in Investitions- bzw. Anlagekriterien.⁶¹

Anders als bei konventionellen Anlagen werden bei SRI verschiedene Investment-Filter (Screens), basierend auf ökologischen, sozialen, ethischen und Unternehmensführungskriterien, verwendet, um sich für bestimmte Anlagen zu entscheiden oder diese auszuschließen.⁶² Zu den verschiedenen Anlagestrategien gehören z.B. das Ausschlussverfahren, normbasierte Auswahl, Positiv-Screening, Anlage in bestimmte Nachhaltigkeitsthemen, Best-in-Class-Ansatz, Engagement und ESG-Integration.

Das Ausschlussverfahren bzw. das Negativ-Screening beschreibt die Vermeidung von Investitionen in Unternehmen oder Branchen, die moralisch inakzeptabel oder problematisch sind.⁶³ Beispiele für Ausschlusskriterien sind u. a. Unternehmen, die Alkohol, Tabakwaren, Spielautomaten oder Waffen produzieren oder die Menschenrechte verletzen.⁶⁴

⁵⁵ Vgl. Sparkes (2001), S. 199.

⁵⁶ Vgl. Sparkes (2001), S. 201.

⁵⁷ Vgl. Sandberg et al. (2009)

⁵⁸ Vgl. Eurosif (2015a), S. 8.

⁵⁹ Vgl. Eurosif (2015a), S. 8. Gleichbedeutend zu den SRI wird in der vorliegenden Arbeit der Begriff nachhaltige Geldanlage verwendet, der die Investition in Unternehmen unter Verwendung der ESG-Kriterien beschreibt.

⁶⁰ Vgl. Sandberg et al. (2009), S. 519, 521.

⁶¹ Vgl. Sandberg et al. (2009), S. 521.

⁶² Vgl. Renneboog et al. (2008), S. 1723.

⁶³ Vgl. Louche (2010), S. 222 f.

⁶⁴ Vgl. Renneboog et al. (2008), S. 1728.

Beim normenbasierten Screening bzw. der normenbasierten Auswahl werden die Unternehmen im Portfolio im Hinblick auf deren Übereinstimmung mit internationalen Normen wie z. B. United Nations (UN) Global Compact. ausgewählt.⁶⁵

Mit der Strategie der Unterstützung lässt sich das sogenannte Positiv-Screening oder thematische Screening verbinden. Dahinter steht, dass solche Unternehmen als Anlage ausgewählt werden, die positive soziale oder ökologische Vorteile bieten⁶⁶ oder einen sehr hohen CSR-Standard haben. Mögliche Themen für positive Auswahlkriterien sind u. a. Corporate Governance, Arbeitsbeziehungen, Umweltthemen oder die Förderung kultureller Diversität.⁶⁷ Im engen Zusammenhang mit dem Positiv-Screening steht das „Sustainability Themed Investment“ - die Anlage in bestimmte Nachhaltigkeitsthemen. Hier werden einzelne oder verschiedene ESG-Themen, insbesondere Umweltthemen, berücksichtigt. Ziel ist es dabei bestimmte Industrien beim Übergang zu nachhaltigerem Konsum oder nachhaltigerer Produktion zu unterstützen. Dies kann ergänzt sein durch die Vermutung, dass diese Themenbereiche die Performanz des Marktes übertreffen.⁶⁸

Der Best-in-Class-Ansatz ist mit dem Positiv-Screening verbunden.⁶⁹ Hierbei geht es um den Vergleich der Unternehmen innerhalb ihres Sektors oder ihrer Branche im Hinblick auf die Erfüllung der verschiedenen ESG-Kriterien. Es wird über alle Branchen hinweg investiert, allerdings nur in die Unternehmen, die bei diesem Vergleich Branchenführer sind.⁷⁰

Der Dialog zwischen Anleger und Unternehmen ist zentral bei der Strategie des Engagements. Durch den Erwerb von Anteilen an Unternehmen, die in Geschäftsfeldern tätig sind oder Praktiken verfolgen, die als moralisch nicht akzeptabel betrachtet werden, können die Anteilseigner z. B. durch die Ausnutzung ihrer Aktionärsrechte Veränderungen bewirken.⁷¹ Folglich leistet diese SRI-Strategie einen Beitrag dazu, die Unternehmensstrategie im Hinblick auf die ESG-Ziele voranzubringen.⁷²

Bei der Strategie der Integration werden durch die Vermögensverwalter explizit ESG-Chancen und Risiken in die Finanzanalyse und die Investitionsentscheidung einbezogen. Die Analyse basiert auf systematischen Prozessen und geeigneten Quellen.⁷³

Die verschiedenen Investitionsstrategien werden vorrangig von institutionellen Investoren und Vermögensverwaltungen verwendet, die Nachhaltigkeit und Verantwortung in ihre Investitionsentscheidung integrieren oder ESG-Kriterien in unterschiedlicher Art und Weise berück-

⁶⁵ Vgl. Eurosif (2015a), 12.

⁶⁶ Vgl. Louche (2010), S. 223.

⁶⁷ Vgl. Renneboog et al. (2008), S. 1728.

⁶⁸ Vgl. Eurosif (2015a), S. 11.

⁶⁹ Vgl. Renneboog et al. (2008), S. 1728.

⁷⁰ Vgl. Louche (2010), S. 223 f.

⁷¹ Vgl. Louche (2010), S. 224.

⁷² Vgl. Renneboog et al. (2008), S. 1723.

⁷³ Vgl. Eurosif (2015a), S. 17.

sichtigen wollen.⁷⁴ Allerdings verwenden auch nicht-professionelle Anleger einige dieser Kriterien, wie im Kapitel 2.3.4 gezeigt wird.

Die Übersicht in Abbildung 3 zeigt, dass in Deutschland von institutionellen Anlegern am häufigsten das Ausschlussverfahren angewendet wird, gefolgt von dem Best-in-Class-Ansatz und dem Engagement.

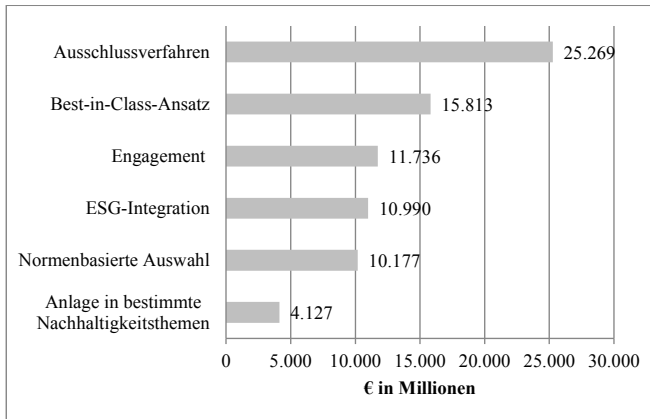


Abbildung 3: Übersicht zu den verwendeten nachhaltigen Investitionsstrategien in Deutschland
Quelle: Eurosif (2015a), S. 46.

2.1.3 Nachhaltigkeitsinformationen und deren theoretische Fundierung

Die Unterteilung der Nachhaltigkeitsthemen in ökologische, soziale und governance Aspekte findet sich auch in der Bereitstellung der Nachhaltigkeitsinformationen wieder. Nachhaltigkeitsberichte können nach den Leitlinien des GRI (Global Reporting Initiative) erstellt werden. Dieser bietet einen Rahmen zur Einschätzung und Bewertung der Corporate Social Performance (CSP).⁷⁵ Der GRI-Berichtsstandard greift die Dreiteilung der CSR auf, so dass die Berichtskategorien Ökonomie, Umwelt und Soziales sind.⁷⁶ Eine alternative Orientierung für die Nachhaltigkeitsberichte bieten die Fortschrittsberichte nach dem UN Global Compact. Die zu berichtenden Themenfelder sind untergliedert in Menschenrechte, Arbeitsnormen, Umweltschutz und Korruptionsbekämpfung.⁷⁷ Fasst man die beiden ersten Kategorien zu sozialen

⁷⁴ Vgl. Eurosif (2015a), S. 9.

⁷⁵ Vgl. Carroll & Shabana (2010), S. 96. Die CSP beschreibt die Umsetzung und die Ergebnisse einer nachhaltigen Unternehmensstrategie. CSP wird auch als Sammelbegriff verwendet für alle deskriptiven und normativen Aspekte des gesamten Nachhaltigkeitsfeldes. (Carroll & Shabana (2010), S. 86).

⁷⁶ Vgl. Global Reporting Initiative (2013). Wobei die „sozialen Performanz“ unterteilt wird in: Arbeitspraktiken und menschenwürdige Beschäftigung, Menschenrechte, Gesellschaft sowie Produktverantwortung. Global Reporting Initiative (2013).

⁷⁷ Vgl. Geschäftsstelle Deutsches Global Compact Netzwerk (2013).

Aspekten zusammen, so findet sich hier ebenso die Gliederung in Soziales, Umwelt und Korruption wieder, das ein zentrales Governance-Thema ist.

Neben den Nachhaltigkeitsberichten existieren für Unternehmen noch andere Wege, um ihre Nachhaltigkeitsaktivitäten an die Stakeholder und Shareholder zu kommunizieren. Unternehmen können sich nach bestimmten Nachhaltigkeits- und Umweltstandards zertifizieren lassen, wie dem ISO 14001⁷⁸ oder den SA 8000⁷⁹. Sie können sich von externen Ratingagenturen, z. B. Oekom Research⁸⁰ oder EIRIS,⁸¹ bewerten lassen. Zudem kann eine Aufnahme in einen Nachhaltigkeitsindex wie z.B. Dow Jones Sustainability Index (DJSI) oder den FTSE4Good angestrebt werden.⁸² Im Jahr 2010 existierten bereits über 30 verschiedene bekannte Initiativen, Standards, Kodizes und Empfehlungen zur Berichterstattung, die Leipziger (2010)⁸³ beschrieben hat. Seitdem entwickelten sich weitere internationale, z. B. der ISO 26000,⁸⁴ und nationale Standards und Kodizes. In Deutschland ist dies der Deutsche Nachhaltigkeitskodex, der durch den Rat für Nachhaltige Entwicklung ins Leben gerufen wurde. Auf die Einhaltung dieses Kodex' können sich Unternehmen verpflichten. Zudem dient er auch als eine Orientierung für die Nachhaltigkeitsberichterstattung.⁸⁵

Unternehmen haben sich häufig mehreren Standards und Kodizes verpflichtet. Eine Folge davon ist, dass Unternehmen zahlreiche Fragebögen ausfüllen müssen. Diese stammen von den Organisationen, die hinter den Standards und Kodizes stehen. Möchte das Unternehmen zudem noch ein Nachhaltigkeitsrating, kommen die Fragebögen der Ratingagenturen hinzu. Sie alle wollen regelmäßig über die Aktivitäten des Unternehmens informiert werden. Zudem sind Besuche von den verschiedenen Organisationen und Zertifizierern möglich. Dies bedeutet neben dem Aufwand, den die Erstellung des Nachhaltigkeitsberichtes mit sich bringt, einen weiteren personellen und finanziellen Aufwand für die Unternehmen.⁸⁶

Die Motive, die Unternehmen mit der Bereitstellung der Informationen verfolgen, sind unterschiedlich.⁸⁷ Einige basieren auf theoretischen Überlegungen.⁸⁸ Mit Hilfe der verschiedenen

⁷⁸ Der ISO 14001 ist eine ISO-Norm, der die Kriterien zur Einführung eines Umweltmanagementsystems beschreibt. Der ISO 14001 bietet zudem die Möglichkeit für die Einhaltung der Norm zertifiziert zu werden. (International Organization for Standardization (2015a)).

⁷⁹ Der SA 8000 der Social Accountability International ist der erste auditierbare Zertifizierungsstandard für faire Arbeitsbedingungen weltweit. (Social Accountability International (2015)).

⁸⁰ Oekom Research (2015).

⁸¹ EIRIS (2015).

⁸² Vgl. u. a. Chatterji & Levine (2006).

⁸³ Leipziger (2010).

⁸⁴ Der ISO 26000 wurde 2010 veröffentlicht und bietet Unternehmen und Organisationen eine Orientierungshilfe, wie sie sich nachhaltig, im Sinne der Social Responsibility, aufstellen und danach arbeiten können. Im Gegensatz zu anderen ISO-Normen ist diese allerdings nicht zertifizierbar. (International Organization for Standardization (2015b)).

⁸⁵ Vgl. Rat für nachhaltige Entwicklung (2015).

⁸⁶ Vgl. Chatterji & Levine (2006).

⁸⁷ Beispiele dazu in Deegan (2002), S. 290 f.

Informationen sollen die Informationsasymmetrien abgebaut werden, die zwischen den Unternehmen und den verschiedenen Anspruchsgruppen, den Stakeholdern, bestehen.⁸⁹ Dabei sind die Nachhaltigkeitsinformationen, insbesondere der Nachhaltigkeitsbericht, ein Signal im Sinne des Signaling.⁹⁰ Unternehmen berichten proaktiv über ihre Nachhaltigkeitsaktivitäten, aber nicht nur um die Informationsasymmetrien abzubauen, sondern auch um ihre Legitimität zu sichern.⁹¹ Zudem kann die Nachhaltigkeitsberichterstattung dazu dienen, ein positives Bild des Unternehmens zu generieren und externe Informationsbedürfnisse der Stakeholder durch eine erhöhte Transparenz zu befriedigen. Dahinter liegen die zwei theoretischen Konzepte der Legitimitäts- und der Stakeholder Theorie,⁹² die sich überschneiden.⁹³ Bei der Legitimitätstheorie geht es um die Legitimierung und Akzeptanz der Unternehmensaktivitäten durch die Gesellschaft.⁹⁴ Mit Hilfe der Berichterstattung kann zudem auf negative Pressemitteilungen reagiert und die Legitimität wiederhergestellt werden.⁹⁵ Während die Legitimitätstheorie einen gesellschaftlichen Fokus hat, werden bei der Stakeholder Theorie die verschiedenen Anspruchsgruppen mit ihren Informationsbedürfnissen adressiert.⁹⁶ Hier wird deutlich, dass Manager einen Anreiz haben, über die verschiedenen Nachhaltigkeitsaktivitäten zu berichten, um den Stakeholdern zu zeigen, dass das Unternehmen ihren Erwartungen entspricht.⁹⁷

Zur Erklärung der Bereitstellung von Nachhaltigkeitsinformationen gibt es unterschiedliche Motivationen und theoretische Erklärungsmodelle. Zudem existiert eine große Menge und Vielfalt an Informationen, die von den Unternehmen direkt durch den Nachhaltigkeitsbericht und mittelbar z. B. durch ein Rating zur Verfügung gestellt werden. Zentral für die vorliegende Arbeit sind dabei die Fragen, ob die nicht-professionellen Anleger diese Informationen verwenden und welche Faktoren dies beeinflussen. Die theoretischen Konzepte zur Beantwortung dieser Fragen werden im Folgenden vorgestellt.

⁸⁸ Hier werden nur das Signaling, die Legitimitätstheorie und die Stakeholder Theorie betrachtet, da diese die hauptsächlich verwendeten Theorien zur theoretische Fundierung der Motivation zur Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen sind. Hinzu kommt die Institutionentheorie, die aber keine klare Zuordnung gibt, so dass diese nicht weiter betrachtet wird. (Hahn & Kühnen (2013), S. 14) Weitere Theorien sind z. B. nachzulesen bei Hahn et al. (2015).

⁸⁹ Dies kann auf die Prinzipal-Agenten-Beziehung (Jensen & Meckling (1976)) zurückgeführt werden. Dabei kommt den Shareholdern die Rolle des Prinzipals zu. Sie haben einen Anspruch auf die Informationen aufgrund ihres Eigentümerstatus'. Allerdings kann je Verständnis der Rolle von Unternehmen in der Gesellschaft dies erweitert werden, so dass auch andere Stakeholdergruppen einen Informationsanspruch haben. Aufgrund dessen wird dies hier weiter gefasst.

⁹⁰ Signaling geht auf Spence (1973; 1976) zurück.

⁹¹ Vgl. Hahn & Kühnen (2013), S. 14.

⁹² Vgl. Hahn et al. (2015), S. 86.

⁹³ Vgl. Gray et al. (1995), S. 52.

⁹⁴ Vgl. Deegan (2002), S. 290, Hahn & Kühnen (2013), S. 14.

⁹⁵ Vgl. Deegan (2002), S. 290.

⁹⁶ Vgl. Hahn et al. (2015), S. 86.

⁹⁷ Vgl. Deegan (2002), S. 295.

2.2 Theoretische Grundlagen der Arbeit

Nachdem die zentralen Begriffe der Arbeit näher betrachtet wurden, wird im Folgenden auf die theoretischen Grundlagen der Arbeit eingegangen. Zunächst wird gezeigt, wie der Status Quo der Theorien zu SRI ist. Für den Umgang mit den Nachhaltigkeitsinformationen und der nachhaltigen Anlageentscheidung werden danach die Bounded Rationality und darauf aufbauend die Behavioral Finance als Erklärungsansätze vorgestellt.

Die beiden Theorien beschreiben das Entscheidungsverhalten von Menschen in komplexen Entscheidungssituationen. Somit sind sie für die Anlageentscheidung unter Berücksichtigung nicht-finanzieller Informationen besonders gut geeignet. Im Anschluss daran wird Information Overload als Phänomen betrachtet, dass eng mit der Aufnahme und Verarbeitung von Informationen verknüpft ist.

2.2.1 Theoretische Fundierung von Socially Responsible Investments

So wie es keinen einheitlichen Begriff für die Anlage in nachhaltige Investments gibt,⁹⁸ so gibt es auch keinen eigenen theoretischen Überbau zu SRI. Hoepner und McMillan (2009) sprechen davon, dass nachhaltige Investments zu wenig theoretisch fundiert sind.⁹⁹ Auch Capelle-Blancard und Monjon (2012) zeigen, dass sich die Forschung zu nachhaltigen Anlagen mehr auf die finanzielle Leistung konzentriert anstatt diese konzeptionell und theoretisch zu fundieren.¹⁰⁰

Dam und Scholtens (2015) entwickeln einen Erklärungsansatz für das nachhaltige Anlegen. Allerdings bezieht sich dieser auf die Fundierung der positiven Beziehung zwischen CSR und der finanziellen Leistung.¹⁰¹ Dieser Ansatz hilft somit nicht bei der Beantwortung der Fragestellung dieser Arbeit.

Hofmann et al. (2008) untersuchen, wie die Theorie des geplanten Verhaltens (theory of planned behavior),¹⁰² die multiple Eigenschaftsnutzenfunktion (multiple attribute utility theory)¹⁰³ sowie das fallbedingte Modell des ethischen Entscheidungsverhaltens in Organisationen (issue-contingent model of ethical decision making in organizations)¹⁰⁴ auf die nachhaltige Anlageentscheidung angewendet werden kann.¹⁰⁵ Im Fokus der vorliegenden Arbeit stehen die Einflussfaktoren auf die Verwendung von Nachhaltigkeitsinformationen und die Anlage in nachhaltige Investments vor dem Hintergrund der Komplexität durch die Vielzahl an Information. Bei der Theorie des geplanten Verhaltens kommt der Verhaltensabsicht (Intention)

⁹⁸ Dies wurde bereits in Kapitel 2.1.2 diskutiert.

⁹⁹ Vgl. Hoepner & McMillan (2009).

¹⁰⁰ Vgl. Capelle-Blancard & Monjon (2012).

¹⁰¹ Vgl. Dam & Scholtens (2015).

¹⁰² Ajzen (1985); Ajzen (1991).

¹⁰³ Baron (2000).

¹⁰⁴ Jones (1991).

¹⁰⁵ Vgl. Hofmann et al. (2008).

eine besondere Bedeutung zu.¹⁰⁶ In der vorliegenden Arbeit soll der Absicht, ein bestimmtes Verhalten zu zeigen, allerdings keine Bedeutung zukommen, so dass die Theorie des geplanten Verhaltens nicht angewendet werden kann. Im fallbedingten Modell des ethischen Entscheidungsverhaltens von Individuen in Organisationen liegt der Fokus auf verschiedenen Aspekten der Moral. Allerdings fehlt ein Bezug zum Umgang mit Informationen.¹⁰⁷ Da dieser aber zentral bei der Beantwortung der Frage ist, kann auch diese Theorie nicht verwendet werden. Bei dem multiplen Eigenschaftsnutzen sind die Nutzenwerte von Eigenschaften sowie deren Wichtigkeit als gegeben angenommen. Zudem beschreiben sie nicht den Entscheidungsprozess. Auch dieser Theorieansatz ist für die vorliegende Untersuchung nicht geeignet, da ein Fokus auf der Untersuchung der Einflussfaktoren liegt und damit die Aspekte im Entscheidungsprozess wichtig sind.¹⁰⁸ Somit sind die von Hofmann et al. (2008)¹⁰⁹ betrachteten Theorien nicht zur Beantwortung der Fragestellung geeignet.

In der vorliegenden Arbeit sollen die Einflussfaktoren für die Verwendung von Nachhaltigkeitsinformationen sowie deren Verwendung im Hinblick auf die nachhaltige Anlageentscheidung von nicht-professionellen Anlegern untersucht werden. Bei der Anlageentscheidung handelt es sich um eine komplexe Entscheidungssituation. Diese Komplexität wird durch die Vielzahl verschiedener Informationen sowie deren gestiegenen Verfügbarkeit durch das Internet noch weiter erhöht. Wenn ein Anleger zusätzlich entsprechend seiner moralischen Vorstellungen Geld anlegen möchte, ist die Komplexität noch sehr viel höher.¹¹⁰ Dabei stellt sich die Frage, wie der Anleger mit der Vielzahl an angebotenen Informationen umgeht und welche Einflussfaktoren die Verwendung dieser Informationen und damit die nachhaltige Anlageentscheidung bestimmen. Sowohl die Bounded Rationality¹¹¹ als auch die Behavioral Finance¹¹² beschreiben, welche Mechanismen Menschen in komplexen Entscheidungssituationen anwenden, um zu einer Entscheidung zu gelangen.

Nicht-professionelle Anleger könnten bereits ohne die ergänzenden Informationen, die mit einer Nachhaltigkeitsentscheidung zu tun haben, durch die Komplexität der vielen Informationen überfordert sein. Der Umfang der verschiedenen Informationen sowie deren Komplexität können zu einem Information Overload führen.¹¹³ Dieser kann eine ergänzende Erklärung für die Verwendung bzw. Nicht-Verwendung von Nachhaltigkeitsinformationen sein.

¹⁰⁶ Vgl. Ajzen (1985); Ajzen (1991).

¹⁰⁷ Vgl. Jones (1991).

¹⁰⁸ Vgl. Hofmann et al. (2008), S. 173. Hinzu kommt, dass bei dieser Theorie auch der homo oeconomicus und rationales Verhalten zugrunde gelegt wird. Auch dies spricht gegen die Verwendung der multiplen Eigenschaftsnutzenfunktion. Die Kritik am homo oeconomicus erfolgt in Kapitel 2.2.2.

¹⁰⁹ Hofmann et al. (2008).

¹¹⁰ Denn Unternehmen veröffentlichen selbst sehr viele Informationen zu ihren Nachhaltigkeitsaktivitäten. Aber auch Dritte, z. B. Nichtregierungsorganisationen (NGO) oder Medien veröffentlichen viel bezüglich der Nachhaltigkeitsaktivitäten der Unternehmen.

¹¹¹ Z. B. Simon (1955) als Begründer der Bounded Rationality.

¹¹² Z. B. Tversky & Kahneman (1974) als frühe Vertreter der Behavioral Finance.

¹¹³ Vgl. Möllers & Kernchen (2011), S. 5 f.

Im Folgenden werden die theoretischen Grundlagen der Arbeit vorgestellt. Zunächst wird die Bounded Rationality betrachtet und im Anschluss daran die Behavioral Finance, da diese aufeinander aufbauen. Information Overload ist ein Phänomen, das in den unterschiedlichsten Bereichen untersucht und deswegen danach separat beleuchtet wird.

2.2.2 *Bounded Rationality*

Bereits 1955 stellt Simon die Vorstellung des „economic man“ der traditionellen Volkswirtschaftslehre in Frage. Dieser „economic man“ gilt als rational und kennt alle relevanten Aspekte seiner Umgebung. Zudem verfügt er über ein gut strukturiertes und stabiles Präferenzsystem und sehr gute Fähigkeiten, die Erträge der ihm zur Verfügung stehenden Alternativen zu berechnen, um den maximalen Nutzen entsprechend seines Präferenzsystems zu erreichen.¹¹⁴ Diese Vorstellung geht zurück auf die Erwartungsnutzentheorie, die Neumann und Morgenstern (1961) prägten. Ihre Theorie basiert auf der Annahme, dass alle Personen über alle im Markt existierenden Informationen verfügen. Zudem sind sie in der Lage, diese statistisch und inhaltlich auszuwerten.¹¹⁵

Der Mensch als Entscheidungsträger weist jedoch sowohl physiologische als auch psychologische Einschränkungen im Hinblick auf die Bewertungs- und Vorhersagefähigkeiten auf. Diese sind nach Simon (1955) bei der Formulierung von Rationalität zu berücksichtigen.¹¹⁶ Er fordert, die Annahme der vollständigen Rationalität aufzugeben, so dass eine Vorstellung von rationalem Verhalten entsteht, die dem tatsächlichen Zugang zu den verschiedenen Informationen und deren Bewertungsfähigkeiten von Menschen entspricht.¹¹⁷ Dies begründete die Theorie der „Bounded Rationality“, die auch als Theorie des „begrenzt rationalen Verhaltens“ bzw. der „begrenzten“ oder „eingeschränkten Rationalität“ bekannt ist.¹¹⁸

Nach Simon ist die eingeschränkte Rationalität das Unterschreiten von Allwissenheit. Dabei bezieht sich der Mangel an Allwissenheit vor allem auf die Unkenntnis aller Alternativen, die Unsicherheit über die maßgeblichen äußeren Einflussfaktoren und die Unfähigkeit die Konsequenzen abzuschätzen.¹¹⁹ Unabhängig von den internen Beschränkungen, nur eine bestimmte Menge an Informationen aufnehmen zu können und begrenzte Bewertungsfähigkeiten zu haben¹²⁰, treffen Menschen Entscheidungen. Die begrenzte Rationalität beschreibt Möglichkeiten, wie eine Modifizierung und Vereinfachung erreicht werden kann, um komplexe Entscheidungen beherrschbar zu machen. Der Entscheidungsträger hat dabei für jede Entschei-

¹¹⁴ Vgl. Simon (1955), S. 99. Dieses Modell des in Eigeninteresse und rational, auf Basis der Nutzenmaximierung, handelnden Menschen, der über vollständige Informationen verfügt und damit alle Handlungsalternativen kennt, wurde auch bekannt als der „homo oeconomicus“ (Daxhammer et al. (2012), S. 22 f.).

¹¹⁵ Vgl. Neumann & Morgenstern (1961), S. 30.

¹¹⁶ Vgl. Simon (1955), S. 101.

¹¹⁷ Vgl. Simon (1955), S. 99.

¹¹⁸ Es gibt beide Übersetzungen für die „Bounded Rationality“.

¹¹⁹ Vgl. Simon (1979), S. 502.

¹²⁰ Vgl. Simon (1956), S. 129.

dung eine Vorstellung, was eine gute Alternative ausmacht. Dies kann in der Regel als eine Schwelle formuliert werden. Alle Ergebnisse über dieser Grenze führen zur Zufriedenheit. Diese Schwelle wird in der Psychologie als Anspruchsniveau bezeichnet. In den Wirtschaftswissenschaften wird sie als Zustand der Indifferenz gegenüber verschiedenen Alternativen beschrieben.¹²¹

Werden für eine Entscheidung Informationen benötigt, so fallen für die Informationssuche Kosten an. Diese Kosten beeinflussen die Sammlung von Alternativen und die Suche nach dazugehörigen Informationen. Ausgehend davon, dass der Entscheider eine grobe Vorstellung der verschiedenen Alternativen hat, sucht er mit Hilfe des Informationsprozesses aus den Alternativen diejenigen heraus, die für ihn zu einem positiven Ergebnis führen. Unter günstigen Bedingungen braucht er dafür nur wenige Informationen. Wenn die Suche eine Alternative hervorbringt, die die gewünschten Eigenschaften besitzt, ist der Entscheider sicher, dass er auch mit weiteren Informationen keine bessere Wahl treffen wird.¹²² Sobald der Entscheidungsträger also eine Alternative gefunden hat, die seinem Anspruch genügt, wird er die Suche beenden und diese Alternative auswählen. Simon nannte diesen Prozess das „Satisficing“.¹²³ **Das Ziel ist es folglich nicht mehr die beste Entscheidung, sondern eine gute Entscheidung zu treffen.** Die Theorie verwendet damit einen Zufriedenheitsansatz.¹²⁴ Legt man rationale Entscheidungen im Sinne des „homo oeconomicus“ zugrunde, so werden im Entscheidungsprozess alle Alternativen begutachtet, bevor eine Entscheidung getroffen wird. Ausgehend von der tatsächlichen Entscheidungsfindung des Menschen, d. h. gegebene begrenzte Rationalität, werden die zur Verfügung stehenden Alternativen nacheinander bewertet. Dies hat zur Folge, dass die erste befriedigende Alternative diejenige ist, die ausgesucht wird.¹²⁵

Es sind aber bei der Entscheidungsfindung nicht nur die interne Beschränkung der Verarbeitungskapazität des menschlichen Organismus und dessen Umgang mit Komplexität zu berücksichtigen, sondern auch die Gegebenheiten und Strukturen der Entscheidungsumgebung.¹²⁶ Diese wird von den Bedürfnissen, dem Antrieb und den Zielen des Entscheidungsträgers sowie der damit verbundenen Wahrnehmung der Umwelt beeinflusst.¹²⁷ Es gibt verschiedene Aspekte, die dabei zu berücksichtigen sind. Diese sind z. B. die Sichtbarkeit und die Distanz zum Ziel, die Vielfalt und die Erfüllung auf dem Weg und am Ziel, die verbleibende Zeit, um ans Ziel zu gelangen, die Größe des Bedürfnisses, die Anzahl der Wege zum Ziel, die Speicherkapazitäten sowie die Anstrengungen, die es bedarf, um an das Ziel zu gelangen. Hinzu kommen alternative Möglichkeiten zur Zielerreichung und die Vorhersehbar-

¹²¹ Vgl. Simon (1955), S. 104.

¹²² Vgl. Simon (1955), S. 106 f.

¹²³ Vgl. Simon (1992), S. 356; Simon (1979), S. 503 f.

¹²⁴ Vgl. Simon (1955), S. 108.

¹²⁵ Vgl. Simon (1955), S. 110.

¹²⁶ Vgl. Simon (1956), S. 129 f.

¹²⁷ Vgl. Simon (1956), S. 130.

keit des Ergebnisses.¹²⁸ Nach Simon hat der Mensch weder den Sinn noch den Verstand einen „optimalen“ Weg zur Befriedigung seiner Bedürfnisse zu kalkulieren. Er wird den Weg nehmen, der ihn im Hinblick auf die Befriedigung der verschiedenen Bedürfnisse zufrieden macht. Diesen nennt Simon den „satisficing way“.¹²⁹ Es ist keine Nutzenfunktion oder die Berechnung verschiedener Nutzenniveaus nötig, um zu einem befriedigenden Ergebnis zu kommen. Es bedarf lediglich der Wahrnehmung des Bedürfnisses und eines Auswahlmechanismus, der zur Bedürfnisbefriedigung führt.¹³⁰ Darüber hinaus kann der Entscheidungsträger sein Anspruchsniveau in Abhängigkeit von der benötigten Zeit zur Entscheidungsfindung bzw. der Bedürfnisbefriedigung anpassen.¹³¹ Zudem wirkt auch die Menge an Erfahrung auf die Anpassungsfähigkeit des Anspruchsniveaus.¹³²

Die begrenzte Rationalität wirkt in die unterschiedlichsten Disziplinen und Forschungsgebiete hinein. So ist die begrenzte Rationalität eine Kernkomponente der Politikwissenschaften, z. B. in den Verwaltungswissenschaften (public administration) und der Wissenschaft der öffentlichen Politik (public policy studies).¹³³

Ein weiteres Feld, das auf die beschränkte Rationalität zurückzuführen ist, ist die Verhaltensökonomie, die sich die Erkenntnisse der Psychologie zunutze macht. So sind die frühen Vertreter der Verhaltensökonomie Psychologen.¹³⁴ Das Ziel ist die Untersuchung der begrenzten Rationalität im Hinblick auf die systematischen Verzerrungen (Biases), die aus den Überzeugungen der Menschen und deren Entscheidungsverhalten im Vergleich zu den Annahmen und Entscheidungen eines rationalen Akteurs resultieren.¹³⁵ Es ist eine Gegenbewegung zur traditionellen Volkswirtschaftslehre. Auf Basis verschiedener Experimente wurde nachgewiesen, dass Menschen nicht rational im Sinne des „homo oeconomicus“ handeln. Die begrenzte Rationalität und deren Weiterentwicklung boten Ansätze, die die Abweichungen von den Axiomen der Erwartungsnutzentheorie erklären können.¹³⁶ Zudem zeigt sie auf, welcher Mechanismen sich Menschen bedienen, um auch in komplexen Entscheidungssituationen eine Entscheidung zu treffen.

¹²⁸ Vgl. Simon (1956). Simon beschreibt den Prozess und die Operatoren ausführlich anhand des Nahrungssuchprozesses

¹²⁹ Vgl. Simon (1956), S. 136.

¹³⁰ Simon (1956), S. 137 f. Dies reicht in dem Beispiel, das Simon (1956) anführt, sogar aus, um zu überleben.

¹³¹ Vgl. Simon (1956), S. 137.

¹³² Vgl. Simon (1959), S. 263.

¹³³ Vgl. Jones (1999), S. 302.

¹³⁴ Tversky, Kahneman.

¹³⁵ Vgl. Kahneman (2003b), S. 1449.

¹³⁶ Vgl. Jones (1999). Kahneman (2003a) schreibt selbst, dass ihre Erkenntnisse auf denen von Simon und seiner eingeschränkten Rationalität aufbauen. (Kahneman (2003a), S. 697).

2.2.3 Behavioral Finance

Kahneman, Tversky¹³⁷ und Thaler¹³⁸ sind Vertreter der Verhaltensökonomie. Einen Teilbereich der Verhaltensökonomie bildet die Behavioral Finance.¹³⁹ Sie stellt eine Alternative zur klassischen Finanzwirtschaft dar, die einen rational handelnden Anleger zugrunde legt. Dabei bedeutet "rational" in der Definition nach Miller und Modigliani (1961), dass die Investoren mehr Vermögen immer weniger Vermögen vorziehen und dass sie indifferent sind zwischen der Wohlstandssteigerung in Form von Dividendenzahlungen oder der Steigerungen des Marktwertes.¹⁴⁰ Der rationale Investor ist eine wichtige Voraussetzung für die entstandenen Standard-Modelle im Finanz-Bereich - z. B. die Portfoliotheorie von Markowitz¹⁴¹ oder das Capital-Asset-Pricing-Model von Sharpe.¹⁴²

Im Behavioral Finance wird die Annahme des rational handelnden Anlegers aufgegeben. Die verschiedenen Modelle des menschlichen Verhaltens werden auf die Finanzmarktentscheidungen übertragen.¹⁴³ Vertreter, die sich diesem Bereich widmen, sind z. B. DeBondt,¹⁴⁴ Barber und Odean.¹⁴⁵

Nach wie vor fehlt im Behavioral Finance wie auch in der Verhaltensökonomie ein „geschlossenes Theoriegebäude“.¹⁴⁶ Die Ursache liegt darin, dass die Forschung im Behavioral Finance ihren Ursprung in der Psychologie hat und stark von ihr geprägt wurde. In der Psychologie ist es üblich, einzelne Fehler und Verzerrungen zu untersuchen, anstatt mit geschlossenen Modellen zu arbeiten.¹⁴⁷ Dies führt dazu, dass es unterschiedliche Einteilungen der verschiedenen Teilgebiete gibt. Kahneman selbst untergliedert das Forschungsfeld der Behavioral Finance in drei Teilbereiche - Entscheidungsheuristiken, die Effekte von Framing und deren Implikationen sowie den Umgang mit Entscheidungen unter Risiko in der Prospect Theory.¹⁴⁸ Dieser Einteilung wird in der vorliegenden Arbeit gefolgt, da sie die verschiedenen Aspekte und Blickrichtungen, die auf kognitive Entscheidungen wirken, berücksichtigt und zusammenfasst.

¹³⁷ U. a. Kahneman & Tversky (1979); Tversky & Kahneman (1974).

¹³⁸ Thaler (1999).

¹³⁹ Vgl. Thaler (2005), S. xi.

¹⁴⁰ Vgl. Miller & Modigliani (1961), S. 421.

¹⁴¹ Markowitz (1952a).

¹⁴² Sharpe (1964).

¹⁴³ Vgl. Shiller (2003), S. 90.

¹⁴⁴ Bondt, & Thaler (1985).

¹⁴⁵ Barber & Odean (2008).

¹⁴⁶ Vgl. Wahren (2009), S. 74.

¹⁴⁷ Vgl. Kahneman (2003b), S. 1449.

¹⁴⁸ Vgl. Kahneman (2003b), S. 1449.

2.2.3.1 Heuristiken

Bei den Heuristiken handelt es sich um eine Sammlung von verschiedensten kognitiven Verfahren,¹⁴⁹ die die gedankliche bzw. geistige „Abkürzung“ des Gehirns sind, mit dem Ziel, schnell zu einer Entscheidung zu kommen.¹⁵⁰ Denn Menschen verwenden zur Analyse ihrer täglichen Entscheidungen weder ausführliche Listen von verschiedenen Möglichkeiten, noch berechnen sie zusammengesetzte Wahrscheinlichkeiten durch das Zusammenrechnen der Einzelwahrscheinlichkeiten.¹⁵¹ Das Ziel der Erforschung der Heuristiken und Verzerrungen war das Verständnis von intuitiven Beurteilungen unter Unsicherheit.¹⁵² Das menschliche Gehirn nutzt die Entscheidungsheuristiken, um die Komplexität von Aufgaben, das Abwägen von Wahrscheinlichkeiten und das Vorhersagen von Werten auf einfacher zu beurteilende Aufgaben zu reduzieren.¹⁵³ Eine Übersicht über die Vielzahl an Heuristiken gibt es z. B. in Oehler (1995)¹⁵⁴ oder Daxhammer et al. (2012).¹⁵⁵

Zwei der bekanntesten Heuristiken im Fokus der Untersuchungen von Kahneman und Tversky bilden die Availability Heuristic (Verfügbarkeitsheuristik) und die Repräsentativitätsheuristik.¹⁵⁶ Die *Repräsentativitätsheuristik* ist aktiv, wenn Menschen einschätzen sollen, ob ein Objekt oder Ereignis A zu einer Kategorie oder einem Prozess B gehört.¹⁵⁷ So kann die Beurteilung der Nachhaltigkeitsaktivitäten eines Unternehmens (z. B. ein Automobilhersteller) davon abhängen, wie die Nachhaltigkeitsaktivitäten der Branche (in diesem Fall der Automobilhersteller) eingeschätzt werden. Die *Verfügbarkeitsheuristik* eines Falls oder eines Szenarios tritt auf, wenn Menschen für eine Vielzahl von Fällen die Wahrscheinlichkeit und Plausibilität eines Ereignisses oder die Häufigkeit eines gemeinsamen Auftretens einschätzen, indem sie die Fälle heranziehen, die mit Leichtigkeit im Gedächtnis abgerufen werden können.¹⁵⁸ Die Einschätzung einer Branche bezüglich ihrer Nachhaltigkeit ist davon abhängig, wie viele Unternehmen der Branche einem als nachhaltig einfallen. Dies erfolgt durch die Bewertung der Leichtigkeit, mit der die mentalen Abläufe des Suchens, der Konstruktion oder der Assoziation erfolgen.¹⁵⁹

Es haben sich zahlreiche weitere Heuristiken herausgebildet, für die die folgenden stellvertretend sind. Die erste ist das *Anchoring*,¹⁶⁰ bei dem die Einschätzung von Wahrscheinlichkeiten und Zahlen durch einen entweder individuellen oder extern gegebenen Startpunkt erfolgt, der

¹⁴⁹ Vgl. Kahneman & Frederick (2005), S. 287.

¹⁵⁰ Vgl. Slovic et al. (2002), S. 400.

¹⁵¹ Vgl. Tversky & Kahneman (1983), S. 294.

¹⁵² Vgl. Kahneman & Frederick (2005), S. 287.

¹⁵³ Vgl. Tversky & Kahneman (1974), S. 1124.

¹⁵⁴ Siehe Oehler (1995), S. 26 ff.

¹⁵⁵ Daxhammer et al. (2012), S. 178 ff.

¹⁵⁶ Vgl. Kahneman & Frederick (2002), S. 53. Diese sind das erste Mal in Tversky & Kahneman (1974) beschrieben.

¹⁵⁷ Vgl. Tversky & Kahneman (1983); S. 295

¹⁵⁸ Vgl. Tversky & Kahneman (1973), S. 208; Tversky & Kahneman (1974), S. 1127.

¹⁵⁹ Vgl. Tversky & Kahneman (1973), S. 208; Tversky & Kahneman (1974), S. 1128.

¹⁶⁰ Tversky & Kahneman (1974).

als Anker fungiert.¹⁶¹ Eine weitere Heuristik ist die *Overconfidence* (Selbstüberschätzung).¹⁶² Hierbei führt die Selbstüberschätzung der Anleger dazu, dass sie ihr Risiko nicht optimal verteilen, zu viele Informationen sammeln und zu viel handeln.¹⁶³ Ein weiteres Beispiel ist der *Disposition Effect* (Dispositions-Effekt).¹⁶⁴ Hier spielt die Anlageperformanz eine große Rolle. Diese führt dazu, dass Gewinneraktien zu früh und Verliereraktien zu spät verkauft werden.¹⁶⁵ Ein letztes Beispiel ist die *Affekt Heuristik*,¹⁶⁶ die die Gefühlsreaktion auf eine Situation, in der sich der Entscheider befindet, darstellt. Es erfolgt eine Einschätzung in „gut“ und „schlecht“.¹⁶⁷

Aus der Vielzahl an Heuristiken ist im Hinblick auf die Forschungsfrage und die nachhaltige Geldanlage die Affekt-Heuristik diejenige, die dieses Investitionsverhalten am besten erklärt. Die Selbstüberschätzung und der Dispositions-Effekt sind ungeeignet, da sie die Auswirkungen auf das Handelsverhalten beschreiben, wobei der Selbstüberschätzung die Eigeneinschätzung des eigenen Könnens und dem Dispositions-Effekt die Reaktion auf die Performanz der Aktie zugrunde liegt. Bei der Verfügbarkeitsheuristik und der Repräsentativitätsheuristik geht es eher um die Einschätzung von Wahrscheinlichkeiten. Bei der Verfügbarkeitsheuristik ist dies an die Zugänglichkeit der Gedanken gekoppelt und bei der Repräsentativitätsheuristik an die Häufigkeit des Auftretens eines bestimmten Ereignisses. Anchoring bezieht sich auch auf Einschätzungen, die durch einen internen oder äußeren Startpunkt geprägt werden. Somit sind diese Heuristiken wenig geeignet für die Betrachtung des Umgangs mit den Nachhaltigkeitsinformationen und der Entscheidung in nachhaltige Unternehmen zu investieren. Bei der Affekt-Heuristik ist dies anders, da aufgrund eines emotionalen Eindrucks Entscheidungen getroffen werden. Da es sich bei nachhaltigen Geldanlagen nicht ausschließlich um die Geldanlage handelt, sondern in sehr vielen Fällen auch eine moralische Komponente eine Rolle spielt,¹⁶⁸ ist eine Gefühlsbindung potentiell vorhanden. Aufgrund dessen ist die Affekt-Heuristik am besten geeignet, um die Anlage in nachhaltige Unternehmen zu erklären. Sie wird im Folgenden näher betrachtet.

Um Entscheidungen zu treffen verwenden Menschen die *Affekt-Heuristik*. Hierdurch werden Darstellungen von bestimmten Objekten oder Ereignissen im Kopf des Menschen in unterschiedlichem Ausmaß mit Emotionen bzw. Affekten verbunden. Im Beurteilungs- und Entscheidungsprozess wird dann ein Pool an möglichen Affekten berücksichtigt. Dieser beinhaltet all die positiven und negativen Kennzeichen, die bewusst oder unbewusst mit den Darstellungen verbunden sind. Die Affekte dienen als Hinweis für viele wichtige Entscheidungen und sind für diese hilfreich. So kann durch den schnell verfügbaren gefühlsmäßigen Eindruck

¹⁶¹ Vgl. Tversky & Kahneman (1974), S. 1128 f.

¹⁶² Odean (1998); Barber & Odean (2001).

¹⁶³ Vgl. Odean (1998), S. 1916.

¹⁶⁴ Shefrin & Statman (1985).

¹⁶⁵ Vgl. Shefrin & Statman (1985). Hintergründe und Ursachen dafür sind hier ebenfalls zu finden.

¹⁶⁶ Slovic et al. (2002).

¹⁶⁷ Vgl. Slovic et al. (2002), S. 397.

¹⁶⁸ Dies wird ausführlich in Kapitel 2.3.4.2 betrachtet.

leichter und effizienter eine Entscheidung getroffen werden. Eine ausführliche Abwägung aller relevanten Beispiele und eine Pro- und Contra-Analyse sind dadurch nicht unbedingt nötig. Dies gilt besonders dann, wenn Entscheidungen komplex und die geistigen Ressourcen begrenzt sind.¹⁶⁹

Bei der Affekt-Heuristik zeigt sich, dass die Möglichkeit des Eintritts von bestimmten Konsequenzen deutliche und starke Effekte hat. Dabei kommt der Bewertung der Eintrittswahrscheinlichkeiten dieses Ereignisses nur eine sehr geringe Bedeutung zu.¹⁷⁰ Haben die möglichen Ereignisse hingegen kaum eine affektive Bedeutung und sind damit emotional farblos, so erhält deren Eintrittswahrscheinlichkeit ein deutlich höheres Gewicht.¹⁷¹ Zur Einschätzung einer Entscheidungssituation und für den Rückgriff auf eine Emotion ist eine Kontextualisierung wichtig. Denn ohne einen Kontext, beispielsweise für die Menge an Geld oder geretteter Leben, bieten diese Angaben keinen wirklichen Aussagegehalt. Dies gilt auch unabhängig davon, wie intrinsisch wichtig oder bekannt die Sache ist.¹⁷²

Affekte spielen auch bei der Beurteilung der Beziehung von Risiko und Nutzen eine Rolle. So hat die Wahrnehmung von Risiko und die Reaktion darauf eine sehr starke Verbindung zu den Gefühlen, die durch die Gefahr drohen.¹⁷³ Obwohl Risiko und Nutzen zwei unterschiedliche Konzepte sind, korrelieren sie grundsätzlich positiv miteinander.¹⁷⁴ Allerdings zeigt sich in verschiedenen Studien,¹⁷⁵ dass zwischen Risiko und Nutzen in den Köpfen der Menschen ein negativer Zusammenhang besteht.¹⁷⁶ Wenn ein Standpunkt vorteilhaft ist, so wird die Aktivität mit einem hohen Nutzen und einem geringen Risiko bewertet. Wird der bewertete Gegenstand oder das Ereignis hingegen als unvorteilhaft mit einem negativen Gefühl betrachtet, so wird dieser mit einem geringen Nutzen und einem hohen Risiko bewertet. Die grundsätzlich vorhandenen Gefühle und Haltungen beeinflussen folglich die Risiko- und Nutzenbewertung.¹⁷⁷

Bei der Entscheidungsfindung unter Zeitdruck wird die Bedeutung Affekt-Heuristik noch stärker deutlich. Durch die kurze Zeit ist die Möglichkeit der analytischen Auseinandersetzung mit dem Sachverhalt reduziert und es wird eine effektive Methode benötigt, um zu einer Entscheidung zu kommen. Aufgrund dessen werden die Gefühle stärker berücksichtigt und eine unbewusste, intuitive Entscheidung getroffen. Außerdem führt der Zeitdruck bei der Ent-

¹⁶⁹ Vgl. Slovic et al. (2002), S. 400.

¹⁷⁰ Vgl. Slovic et al. (2002), S. 409.

¹⁷¹ Vgl. Slovic et al. (2002), S. 410.

¹⁷² Vgl. Slovic et al. (2002), S. 410.

¹⁷³ Vgl. Slovic et al. (2002), S. 410 als Schlussfolgerung aus den Studien von Fischhoff et al. (1978) und Slovic (1987).

¹⁷⁴ Vgl. Finucane et al. (2000), S. 3.

¹⁷⁵ Fischhoff et al. (1978); Alhakami & Slovic (1994); McDaniels et al. (1995).

¹⁷⁶ Vgl. Alhakami & Slovic (1994), S. 1094; McDaniels et al. (1995), S. 587.

¹⁷⁷ Vgl. Alhakami & Slovic (1994), S. 1088, 1094; McDaniels et al. (1995), S. 587. Das wird ebenso bei Finucane et al. (2000) in ihrem zweiten Experiment deutlich: Menschen nutzen ihre gesamte emotionale Auffassung zu einer Sache für die Risiko- und Nutzenbewertung und trennen dies nicht voneinander.

scheidungsfindung auch dazu, dass die negative Beziehung bei der Bewertung von Risiko und Nutzen verstärkt wird.¹⁷⁸

Die Affekt-Heuristik hängt mit der Verfügbarkeitsheuristik zusammen. Die Verfügbarkeit arbeitet nicht allein mit der Leichtigkeit des Wiederabrufens oder des Vorstellens, sondern auch durch die erinnerten und vorgestellten Bilder. Diese sind mit einem Affekt verbunden. Die Verzerrungen, die in der Einschätzung von Wahrscheinlichkeiten und Häufigkeiten der Verfügbarkeitsheuristik zugerechnet werden, könnten teilweise so auf die Affekte zurückzuführen sein.¹⁷⁹

Die Affekt-Heuristik wurde bereits im Zusammenhang mit der Anlageentscheidung untersucht. In einer Studie wurden durch Wortassoziationen gefühlsgeladene Vorstellungen hervorgerufen. Es zeigte sich anschließend ein Einfluss auf die Investitionsneigung in ein neu an der Börse zu handelndes Unternehmen. Damit wurde der Zusammenhang zwischen den Affekten und der Investitionspräferenz in Unternehmen bei ihrer Börseneinführung nachgewiesen.¹⁸⁰ Es wurde deutlich, dass es zwischen der Vorstellung, dem Gefühl und der Entscheidung einen starken Zusammenhang gibt.¹⁸¹

Dieser Zusammenhang zwischen Gefühl und der Entscheidung ist auch im Zusammenhang mit der nachhaltigen Anlageentscheidung wichtig. Er ist aber nicht die einzige Möglichkeit, aus der Behavioral Finance nachhaltige Anlageentscheidungen zu erklären. Einen weiteren Erklärungsansatz bietet das Framing.

2.2.3.2 Framing und Mental Framing

Ein Entscheidungsproblem wird durch die Handlungsoptionen, zwischen denen sich jemand entscheiden muss, und den damit zusammengehörenden möglichen Ergebnissen oder Konsequenzen dieser Handlungen bestimmt. Hinzu kommen die Möglichkeiten (contingency) bzw. die Wahrscheinlichkeiten, die mit den Ergebnissen der Handlung verbunden sind. Für die Konzeption einer Handlung, den Möglichkeiten und Ergebnissen wird häufig der Begriff Entscheidungsrahmen („decision frame“) verwendet.¹⁸² Der Entscheidungsrahmen wird für den Entscheidungsträger durch die Art der Aufbereitung des Problems und dessen Formulierung beeinflusst. Hinzu kommen die Normen, Verhaltensweisen, persönlichen Eigenschaften und Erwartungen des Entscheiders.¹⁸³ Wie in den Aspekten der Definition des Entscheidungsrah-

¹⁷⁸ Vgl. Finucane et al. (2000).

¹⁷⁹ Vgl. Slovic et al. (2002), S. 414.

¹⁸⁰ Vgl. MacGregor et al. (2000).

¹⁸¹ Vgl. Slovic et al. (2002), S. 404.

¹⁸² Vgl. Tversky & Kahneman (1981), S. 453.

¹⁸³ Vgl. Tversky & Kahneman (1981), S. 453; Tversky & Kahneman (1986), S. 257.

mens deutlich wird,¹⁸⁴ wirken externe und interne Einflüsse auf die Entscheidung ein und rufen Unsicherheiten hervor.¹⁸⁵

Die externen Unsicherheiten sind die äußeren Umwelteinflüsse, in denen das Problem präsentiert wird.¹⁸⁶ Die Darstellungsweise eines Problems hat einen Einfluss auf dessen Bewertung. Diese verschiedenen Gestaltungsmöglichkeiten können mit den verschiedenen Perspektiven auf ein Bild verglichen werden. Veränderungen in der Perspektive erzeugen oft eine Veränderung der relativen Größe von Objekten. Dies kann auch auf die Entscheidungssituation und deren Gestaltungsmöglichkeiten übertragen werden. Es können sich die Präferenzen verändern oder sogar umkehren, wenn die Formulierung und die Darstellung von Aktionen, Möglichkeiten oder Ergebnissen variiert werden.¹⁸⁷ Die Umkehrung und Veränderung der Präferenzen führt allerdings nicht zwingend zu einer irrationalen Entscheidung.¹⁸⁸ So hat Simon mit seiner Theorie der begrenzten Rationalität gezeigt, dass das Handeln auf Basis der am leichtesten zugänglichen Frames manchmal in Bezug auf die geistige Leistungsfähigkeit gerechtfertigt werden kann, um eine Alternative zu finden und um potentielle Inkonsistenzen zu vermeiden.¹⁸⁹

Im Gegensatz zu den externen Einflüssen stehen die internen. Diese sind wissensbasiert und spiegeln sich in Argumenten und Überzeugungen wider.¹⁹⁰ Hier spielen auch die persönlichen Eigenschaften und Erwartungen, die Verhaltensweisen und die Normen des Entscheidungsträgers eine entscheidende Rolle.¹⁹¹ Wenn ein Problem dargestellt wird, können die erkennbaren Aspekte identifiziert und andere Informationen aus der Erinnerung abgerufen werden, so dass eine aussagekräftige Organisation der Informationen erfolgt. Die verschiedenen Quellen der Informationen werden bewertet und einbezogen, so dass eine Entscheidung oder eine Wahl getroffen werden kann.¹⁹² Die Problembeschreibung enthält viele Eigenschaften, die in einer komplexen Art und Weise arrangiert sein können. Bevor eine Person auf diese reagieren kann, muss die Information entschlüsselt werden und eine Erklärung für das Problem gefunden werden. Bondt (2002) beschreibt dies als **Mental Frame** (mentalens Entscheidungsrahmen),¹⁹³ der die Perspektive des Entscheidungsträgers auf eine Frage bestimmt, wie z. B. auf die Formulierung des Problems, der Handlungen oder die Wahrnehmung der Ergebnisse. Mental Frames vereinfachen die Realität, sie beeinflussen aber auch die Werte, Auffassungen und damit auch die Entscheidungen.¹⁹⁴

¹⁸⁴ Vgl. Tversky & Kahneman (1981), S. 453.

¹⁸⁵ Vgl. Kahneman & Tversky (1982).

¹⁸⁶ Vgl. Kahneman & Tversky (1982).

¹⁸⁷ Vgl. Tversky & Kahneman (1981), S. 453.

¹⁸⁸ Vgl. Tversky & Kahneman (1981), S. 458.

¹⁸⁹ Vgl. Simon (1955) im Verständnis nach Tversky & Kahneman (1981), S. 458.

¹⁹⁰ Vgl. Kahneman & Tversky (1982).

¹⁹¹ Vgl. Tversky & Kahneman (1981), S. 453; Tversky & Kahneman (1986), S. 257.

¹⁹² Vgl. Pitz & Sachs (1984), S. 147.

¹⁹³ In der Psychologie wird der Mental Frame als Mental Model bezeichnet. (Pitz & Sachs (1984), S. 147). Der Begriff des Mental Model geht allerdings auf Johnson-Laird (1980) zurück.

¹⁹⁴ Vgl. Bondt (2002), S. 609.

Nachhaltiges Verhalten ist eine Haltung bzw. eine Auffassung, die sich in viele Lebensbereiche erstreckt. Somit ist der mentale Entscheidungsrahmen ein wichtiger Aspekt, den es bei der Betrachtung der nachhaltigen Anlageentscheidung zu berücksichtigen gilt. Aber nicht nur der Affekt-Heuristik und dem mentalen Entscheidungsrahmen kommt eine wichtige Bedeutung im Hinblick auf die nachhaltige Anlageentscheidung zu. Ein weiterer wichtiger Aspekt ist die Entscheidung unter Risiko, da Anlageentscheidungen immer mit Risiken verbunden sind. Folglich wird ergänzend die Prospect Theory betrachtet.

2.2.3.3 Prospect Theory

Kahneman und Tversky entwickelten mit der Prospect Theory ein deskriptives Modell, das die Kritik an der Erwartungsnutzentheorie aufgreift und eine Alternative dazu darstellt.¹⁹⁵ In verschiedenen Experimenten wurde deutlich, dass die Nutzenfunktion für Vermögen eine unzureichende Erklärung für das Entscheidungsverhalten unter Unsicherheit ist.¹⁹⁶ So zeigte sich, dass Menschen dazu neigen, sichere Ergebnisse den wahrscheinlichen Ergebnissen gegenüber vorzuziehen. Dies beschreibt den sogenannten Certainty effect - einen *Sicherheitseffekt*.¹⁹⁷ Dieser Sicherheitseffekt führt im positiven Bereich (dem Gewinnbereich) zu einer risikoaversen Einstellung, bei der der sichere Gewinn gegenüber einem größeren, aber nicht sicheren Gewinn vorgezogen wird. Im Negativbereich (der Verlustzone) führt der Effekt zu einer risikofreudigen Haltung. So werden höhere Verluste, die nur mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit eintreten, gegenüber den niedrigeren, dafür aber sicheren Verlusten bevorzugt.¹⁹⁸

Um die Entscheidung zwischen verschiedenen Alternativen zu erleichtern, vernachlässigen Menschen oft Bestandteile, die die beiden Alternativen gemeinsam haben und fokussieren sich auf die Komponenten, in denen sie sich unterscheiden.¹⁹⁹ Durch diesen sogenannten *Isolationseffekt* kann es zu widersprüchlichen Präferenzen kommen, da die Chancenpaare (pair of prospects) auf unterschiedliche Weise in einen gemeinsamen und einen charakteristischen Bestandteil zerlegt werden können.²⁰⁰ Diese Isolation passiert auch, wenn eine Entscheidung in unterschiedlicher Art und Weise präsentiert wird.²⁰¹

In der Prospect Theory gibt es zwei Phasen. Die Erste ist die Bearbeitungsphase. Sie besteht aus der Voranalyse der verschiedenen angebotenen Handlungsalternativen (prospects). Diese führt häufig zu einer vereinfachten Darstellung. In der zweiten Phase werden die editierten Handlungsalternativen bewertet. Es wird die Alternative ausgewählt, die den höchsten Wert

¹⁹⁵ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 263.

¹⁹⁶ Vgl. Kahneman & Tversky (1979); Kahneman (2003b), S. 1455.

¹⁹⁷ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 265.

¹⁹⁸ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 268 f.

¹⁹⁹ Vgl. Tversky (1972); Kahneman & Tversky (1979), S. 271.

²⁰⁰ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 271.

²⁰¹ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 263.

besitzt.²⁰² Die Bewertung erfolgt anhand einer Wertfunktion und einer Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion. In der Wertfunktion, die in Abbildung 4 dargestellt ist, werden die Vermögensänderungen betrachtet. Dabei ist die prozentuale Veränderung des Vermögens entscheidend. Die absoluten Größen, wie z. B. Preis, sind hingegen unwichtig. Allerdings ist die Vermögensänderung nicht unabhängig von einem Anfangspunkt - dem Referenzpunkt. Dieser beschreibt die aktuelle Vermögenslage. Er ist ein Bestandteil der Wertfunktion, die sich aus mehreren Bestandteilen zusammensetzt. Hinzu kommt die Stärke der Veränderung zu diesem Referenzpunkt. Diese kann positiv oder negativ sein.²⁰³ In der Abbildung wird deutlich, dass die Wertfunktion im Bereich der Verluste deutlich steiler verläuft als im Bereich der Gewinne. Die Ursache dafür ist die stärkere Wahrnehmung der Verluste bei der Bewertung von Vermögensänderungen. Verluste haben somit eine größere Bedeutung als die Gewinne. Dies lässt auf die Existenz von Verlustaversion schließen.²⁰⁴ Die beschriebene Wertfunktion²⁰⁵ hat die folgenden Eigenschaften:

1. Sie wird definiert durch die Abweichungen vom Referenzpunkt.
2. Sie ist grundsätzlich konkav für Gewinne und konvex für Verluste.
3. Sie ist für Verluste um den Faktor 2 bis 2,5²⁰⁶ steiler als für Gewinne.²⁰⁷
4. Sie ist um den Referenzpunkt deutlich geknickt.²⁰⁸

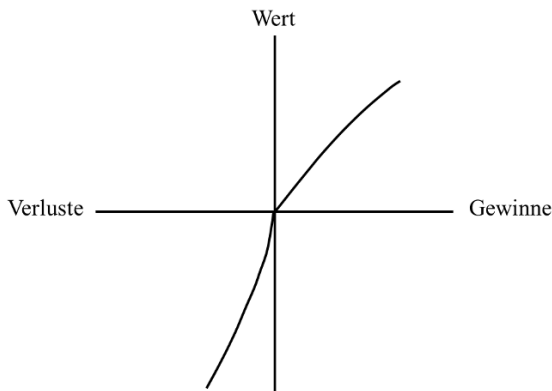


Abbildung 4: Wertfunktion für die Veränderungen

Quelle: Kahneman & Tversky (1979), S. 279.

²⁰² Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 274.

²⁰³ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 277.

²⁰⁴ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 277.

²⁰⁵ Die abgeleitete Wert(nutzen)funktion eines Individuums zeigt auch nicht zwingend nur dessen ausschließliche Haltung zu Geld an, da diese bei bestimmten Werten mit zusätzlichen Auswirkungen verbunden werden können. Solche Störungen können in der Funktion im Bereich der Gewinne konvexe Regionen und in der Zone der Verluste konkave Regionen schaffen. (Kahneman & Tversky (1979), S. 277).

²⁰⁶ Vgl. Tversky & Kahneman (1991)1054.

²⁰⁷ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 277.

²⁰⁸ Vgl. Kahneman (2003b), S. 1456.

In der Prospect Theory wird der Wert jedes Ergebnisses mit einem Entscheidungsgewicht multipliziert. Diese folgen nicht den Gesetzen der Wahrscheinlichkeit und sind auch nicht als Gradmesser oder Überzeugungsmaß interpretierbar.²⁰⁹ Diese Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion ist in Abbildung 5 zu sehen. Die Entscheidungsgewichte sind meistens kleiner als die korrespondierenden Wahrscheinlichkeiten.²¹⁰ Im Bereich der niedrigen Wahrscheinlichkeiten sind die Entscheidungsgewichte allerdings größer als die Wahrscheinlichkeiten. Dies führt zu einer Überbewertung von Ereignissen mit geringen Wahrscheinlichkeiten. Hierdurch kann auch die Attraktivität von Versicherungen begründet werden. Mit ihnen werden Fälle abgesichert, die eine kleine Eintrittswahrscheinlichkeit haben. Durch deren subjektive Überbewertung werden Versicherungen attraktiv, um sich vor dem Fall des Eintretens zu schützen. Die gleiche Argumentation gilt für die Anziehungskraft von Spielen.²¹¹

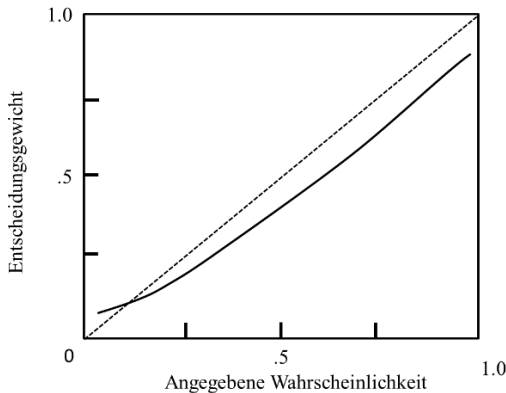


Abbildung 5: Wahrscheinlichkeitsgewichtungsfunktion

Quelle: Kahneman & Tversky (1979), S. 283.

Der Referenzpunkt, der für die Bewertung von Gewinnen und Verlusten verwendet wird, ist entweder das aktuelle Vermögen oder ein anderer Status quo. Allerdings gibt es auch Entscheidungen, in denen Gewinne und Verluste relativ zu einem Erwartungs- oder einem Anspruchsniveau formuliert werden, der sich vom Status quo unterscheidet. Als Referenzpunkt dient dann die angestrebte Vermögensposition.²¹² Die Diskrepanz zwischen dem Referenzpunkt und dem aktuellen Vermögen tritt ebenfalls auf, wenn die Veränderung des Vermögens erst kürzlich und unerwartet entstand, so dass diese noch nicht adaptiert wurde.²¹³

Eine Veränderung des Referenzpunktes ändert dann die Reihenfolge der Präferenzen für die Handlungsalternativen. Dies kann dazu führen, dass sich nach einer unvollständigen Adaption

²⁰⁹ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 280.

²¹⁰ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 263, 281.

²¹¹ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 263, 286.

²¹² Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 286.

²¹³ Vgl. Markowitz (1952b), S. 155; Kahneman & Tversky (1979), S. 286.

an kürzlich erlittene Verluste das risikofreudige Verhalten in einigen Situationen erhöht.²¹⁴ Allerdings ist auch möglich, den Referenzpunkt als Endzustand zu formulieren; damit liegt der Referenzpunkt bei Null und die Wertfunktion hat einen konkaven Verlauf.²¹⁵

Die Prospect Theory und das Framing können miteinander verknüpft sein. Werden bei der Formulierung und Ausgestaltung des Entscheidungsrahmens Gewinne oder Verluste einbezogen, so kann dies zu einem risikoaversen oder zu einem risikofreudigen Verhalten führen.²¹⁶ Die Prospect Theory kann nicht nur für finanzielle Ergebnisse verwendet werden, sondern könnte auch für andere Eigenschaften verwendet werden, wie z. B. Lebensqualität oder verlorene oder gerettete Leben.²¹⁷

Mit Hilfe der Wertfunktion von Kahneman und Tversky lässt sich auch der sogenannte *Endowment Effect* (Besitzeffekt) erklären. Diesen führte Thaler 1980²¹⁸ ein und machte damit die Prospect Theory für die Ökonomen zugänglicher.²¹⁹ Der Effekt beschreibt eine unterschiedliche Preisbereitschaft, je nachdem ob ein Gut aufgegeben oder erworben werden soll. Dabei ist der Preis, den Menschen verlangen, um eine Sache aufzugeben, wesentlich höher als der Preis, den sie zu zahlen bereit sind, um diese Sache zu erwerben.²²⁰ Die Erklärung liegt in der Wertfunktion, der Prospect Theory. So werden die tatsächlichen Kosten (out-of-pocket-costs) als Verluste angesehen, während Opportunitätskosten als verzichtete Gewinne bewertet werden. Hierbei werden allerdings die tatsächlichen Kosten stärker gewichtet als die Opportunitätskosten.²²¹ Die Ursache liegt in der deutlich stärkeren Wahrnehmung von Verlusten als von Gewinnen. Auch bei der Verbrauchsentscheidung zeigt sich dies. Wenn ein Gut im Besitz des Konsumenten ist, so wird dem ein höherer Wert beigemessen, als wenn er dieses Gut nicht besitzt. Dies folgt aus der Beobachtung, dass die Entfernung eines Gutes aus dem Besitz einen Verlust darstellt. Das Ergänzen desselben Gutes zu dem Besitz, der dies ursprünglich nicht enthielt, erzeugt hingegen einen Gewinn.²²² Der Besitzeffekt und die Wahrnehmung, dass nicht realisierte Gewinne weniger schmerzlich sind als wahrgenommene Verluste, spielt auch eine große Rolle bei der Bewertung von fairem Verhalten. Je nachdem wie die Aussage formuliert ist, kann dies als eine Reduktion des Gewinns oder als tatsächliche Kosten wahrgenommen werden.²²³

Die Prospect Theory kann herangezogen werden, um Einflüsse bei der nachhaltigen Anlageentscheidung zu erklären. Zum einen handelt es sich auch dabei um eine Anlageentscheidung, die unter Risiko stattfindet. Zum anderen bietet die Prospect Theory eine Erklärung um die

²¹⁴ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 286 f.

²¹⁵ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 287.

²¹⁶ Vgl. Tversky & Kahneman (1981), S. 453.

²¹⁷ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 288.

²¹⁸ Thaler (1980).

²¹⁹ Vgl. Kahneman (2003b), S. 1457.

²²⁰ Vgl. Kahneman et al. (1991) im Zusammenhang mit Thaler (1980), S. 44.

²²¹ Vgl. Thaler (1980), S. 44.

²²² Vgl. Thaler (1980), S. 44.

²²³ Vgl. Kahneman et al. (1991), S. 203.

unterschiedliche Bewertung von Gewinnen und Verlusten zwischen konventionellen und nachhaltigen Anlegern zu unterscheiden. Für die nachhaltigen Anleger kann die Anlage in nachhaltige Unternehmen einen Zusatznutzen darstellen. Dieser könnte bei der Formulierung des Referenzpunktes dazu führen, dass dieser sich an einer anderen Position befindet als bei konventionellen Anlegern.

2.2.3.4 Zusammenfassung

In der Betrachtung der verschiedenen Aspekte der Behavioral Finance zeigt sich, dass diese Erklärungsansätze sowohl für die Verwendung von Nachhaltigkeitsinformationen als auch für die nachhaltige Anlageentscheidung bieten. Zur Beantwortung der Forschungsfrage zu den Einflussfaktoren für die Verwendung von Nachhaltigkeitsinformationen und die nachhaltige Anlageentscheidung eignen sich die Affekt-Heuristik, der Mental Frame sowie die Prospect Theory am besten. Bevor diese mit den Nachhaltigkeitsinformationen und der nachhaltigen Anlageentscheidung in der Hypothesenbildung zusammengebracht werden, erfolgt zuvor die Betrachtung des Information Overload als allgemeines Phänomen sowie die Diskussion der empirischen Erkenntnisse aus der Forschung zur Nachhaltigkeit in der Anlageentscheidung.

2.2.4 *Information Overload*

Ein besonderer Aspekt, der mit der Aufnahme und Verarbeitung von Informationen in engem Zusammenhang steht, ist der Information Overload, der Informationsüberfluss. Dieser entsteht, wenn die Menge an verfügbaren Informationen die menschliche Fähigkeit, diese Informationen zu verarbeiten, übersteigt.²²⁴ Der Information Overload tritt durch die begrenzte Rationalität und die damit verbundene begrenzte Aufnahmefähigkeit von Informationen in einer bestimmten Zeit auf.²²⁵

In der Literatur werden verschiedene Ursachen für den Information Overload benannt. So können diese sowohl in der begrenzten Kapazität des Gehirns²²⁶ als auch in den qualitativen und quantitativen Charakteristika der Informationen liegen.²²⁷ Es gibt weitere Ursachen für den Information Overload, die zusammenwirken und diesen auslösen können. So arbeiten Eppler und Mengis (2004) in ihrem Literaturüberblick fünf verschiedene Problemfelder für das Auftreten von Information Overload heraus.²²⁸ Diese sind:

²²⁴ Vgl. Malhotra (1982), S. 419; Jacoby et al. (1974b), S. 63. Die Definition für die Konsumentenentscheidung wird hier zugrunde gelegt. Allerdings gibt es noch weitere Definitionen und Abgrenzungen. Diese sind im Literaturüberblick von Eppler & Mengis (2004) zu finden.

²²⁵ Vgl. Paredes (2003), der sich auf Simon (1959) und Simon (1978) bezieht.

²²⁶ Vgl. Miller (1956).

²²⁷ Vgl. Keller & Staelin (1987).

²²⁸ Vgl. Eppler & Mengis (2004).

- die Information an sich, z. B. die Menge, die Häufigkeit und Intensität oder auch Qualität, Neuigkeitsgehalt, Komplexität und Relevanz der Information
- die Eigenschaften der Person, die sich die Information anschaut, z. B. Qualifikation, Vorwissen, Erfahrung, die Haltung zur Information oder die Motivation sich die Information anzuschauen
- die Aufgabe oder der Prozess, der mit der Information einhergeht, z. B. weniger routiniert, komplex oder unter Zeitdruck
- die verwendeten Informationstechnologien, z. B. das Internet, E-Mails und andere neue Informations- und Kommunikationsmedien
- das organisationale Design, in dem informiert wird, z. B. Gestaltung der Zusammenarbeit in der Organisation oder die Heterogenität der Gruppe.²²⁹

Für den Anlagekontext sind die Information an sich und die Eigenschaften der Person, die die Information verwendet, die zentralen Problemfelder für das Entstehen von Information Overload.²³⁰ Eine Quelle für Information Overload liegt in der Information selbst. Dies könnte u. a. die Anzahl an verschiedenen Anlagealternativen sein.²³¹ Ein weiterer Faktor ist die Komplexität der Wahlmöglichkeiten, so dass Individuen eher die Alternative auswählen, die den minimalen Aufwand erfordert und damit den "Weg des geringsten Widerstandes" darstellt.²³² Hinzu kommt die Ähnlichkeit der angebotenen Auswahlmöglichkeiten. So besteht die Gefahr, dass je mehr Fonds angeboten werden, diese als immer ähnlicher wahrgenommen werden. Dabei besteht der Information Overload darin, dass es immer schwieriger wird, die einzelnen Informationen zu unterscheiden. Zudem zeigt sich, dass eher Informationen verwendet werden, die wenig kosten oder wenig Zeit beanspruchen.²³³ Bei den persönlichen Eigenschaften ist das Wissen insbesondere im Hinblick auf finanzwirtschaftliche Kenntnisse und Erfahrungen sehr entscheidend.²³⁴ Die Suche nach Informationen und das Vorwissen bilden eine umgekehrte U-Kurve. So suchen diejenigen mit einem moderaten Vorwissen am meisten Informationen, bevor sie ihre Entscheidung treffen.²³⁵ Sie sind durch ihr Vorwissen in der Lage, die Informationen zu verstehen und damit eher motiviert, sich mit weiteren Informationen auseinanderzusetzen. Experten suchen tendenziell weniger Informationen, da sie bereits über großes Wissen verfügen und weitere Informationen deshalb redundant wären. Außerdem ist die Motivation, auf Informationssuche zu gehen, bei ihnen aufgrund ihres Vor-

²²⁹ Vgl. Eppler & Mengis (2004).

²³⁰ Diesen beiden Problemfeldern widmen sich besonders auch Agnew & Szykman (2010).

²³¹ Vgl. Agnew & Szykman (2010), S. 27; Agnew & Szykman (2005), S. 58 in Anlehnung an Iyengar & Lepper (2000).

²³² Vgl. Agnew & Szykman (2010), S. 27; Agnew & Szykman (2005), S. 58 in Anlehnung an Choi et al. (2002).

²³³ Vgl. Agnew & Szykman (2010), S. 27; Agnew & Szykman (2005), S. 58 f in Verbindung mit Nelson (1970) und Stigler (1961).

²³⁴ Vgl. Agnew & Szykman (2010).

²³⁵ Vgl. Bettman & Park (1980).

wissens gering.²³⁶ Eine weitere plausible Erklärung wäre, dass Experten wissen, welche Informationen für die Entscheidung besonders relevant sind, so dass sie zwar weniger, dafür aber zielgerichteter nach Informationen suchen. Anfänger oder Neulinge in dem Bereich haben sehr wenige Vorkenntnisse. Ihnen fehlt die Fähigkeit, die Informationen, die sie erhalten, sinnvoll zu strukturieren und diesen einen Sinn zu geben. Dies führt dazu, dass nur eine geringe Motivation vorhanden ist, sich mit den Informationen auseinanderzusetzen. Somit werden die Informationssuche und die Entscheidung als schwer wahrgenommen und damit eher abgebrochen oder nach einer einfacheren Lösung gesucht.²³⁷

Die verschiedenen Erkenntnisse zum Information Overload übertrugen Agnew und Szykman (2005) auf den Kontext der Anlageentscheidung. Sie untersuchten das Auftreten des Information Overload unter dem Einfluss der Informationspräsentation, der Menge an Auswahlmöglichkeiten, zwischen denen sich entschieden werden musste, und des finanziellen Wissens in Experimenten. In ihrem ersten Experiment zeigten sie, dass diejenigen mit wenig Vorwissen überwältigt sind von der Auswahlmöglichkeit unabhängig von der Anzahl an Wahlmöglichkeiten. Für diejenigen mit viel Wissen zeigt sich allerdings auch, dass bei ihnen eine größere Auswahlmöglichkeit zu einem Gefühl der Überladung und damit auch einem Information Overload führt. Zudem wird deutlich, dass diejenigen mit viel Wissen bei weniger Anlagemöglichkeiten weniger überladen sind als diejenigen mit wenig Wissen. Betrachtet man die Möglichkeit eine Standard-Anlage zu wählen, so zeigt sich, dass deutlich weniger Anleger mit viel Vorwissen diese Anlageform wählen im Vergleich zu denjenigen mit wenig Vorwissen. Allerdings nutzen die mit weniger Vorwissen bei einer größeren Auswahlmöglichkeit weniger häufig die Standard-Anlage. Im Hinblick auf das Informationsformat - Tabelle oder Broschüre - wird deutlich, dass Anleger mit viel Wissen bei einer Tabelle weniger Information Overload empfinden, während diejenigen mit wenig Wissen sich unabhängig vom Informationsformat überladen fühlen. Agnew und Szykman (2005) fanden auch heraus, dass Anleger mit viel Vorwissen zufriedener mit ihrer Entscheidung sind als diejenigen mit wenig Wissen. Damit kann festgehalten werden, dass Erfahrung und Vorwissen wichtige Einflussgrößen in der Anlageentscheidung sind.²³⁸

In einem weiteren Experiment untersuchten Agnew und Szykman (2005) den Einfluss der Ähnlichkeit der Anlagen, der Anzahl an Anlagemöglichkeiten und des finanziellen Vorwissens. Hier wurden die Ergebnisse des ersten Experiments hinsichtlich des Einflusses des Vorwissens, der Wahl der Standardanlage und der Zufriedenheit bestätigt. Es wurde zudem deutlich, dass mit steigendem Angebot und Ähnlichkeit der Anlagen diejenigen mit mehr Vorwissen eher die Standard-Anlage wählen. Dies bestätigt noch einmal, dass Anleger eher

²³⁶ Vgl. Agnew & Szykman (2010) mit Bezug auf Bettman & Park (1980).

²³⁷ Vgl. Agnew & Szykman (2010) mit Bezug auf Bettman & Park (1980).

²³⁸ Vgl. Agnew & Szykman (2005).

einen Information Overload empfinden, wenn die angebotenen Anlagealternativen sich sehr ähnlich sind.²³⁹

Agnew und Szykman (2010) untersuchten in einem weiteren Experiment das Framing der Information und die finanzielle Vorbildung im Hinblick auf den Information Overload. Zur Wahl stand eine Rente, für die sich nur einmal entschieden werden musste und die dann regelmäßige Zahlungen lieferte. Dies ist im Framing die einfachere von beiden Alternativen. Die zweite Option bestand in der Anlage in Aktien und damit jährlich neuen Entscheidungen. Es zeigte sich, dass diejenigen, die einen größeren Information Overload empfanden, häufiger die Rentenoption wählten als diejenigen, die sich weniger überladen fühlten. Es wurde deutlich, dass Menschen, die mit einer Entscheidungssituation überfordert sind, sich häufiger für die Alternative entscheiden, die weniger Anstrengungen benötigt. Somit wird die Entscheidung von Menschen mit einem gefühlten Information Overload eher zu Gunsten der weniger komplizierten Alternative ausfallen, die weniger Überlegungen benötigt.²⁴⁰

Bei der Betrachtung des Information Overload wird deutlich, dass das Vorwissen und die Erfahrung zentrale Bedeutung in der Auseinandersetzung und Verarbeitung der Informationen haben und somit auch Auswirkungen auf den Information Overload besitzen. So empfinden Anleger mit weniger Vorwissen schneller einen Information Overload. Zudem haben die Menge und die Ähnlichkeit an Informationen und Auswahlmöglichkeiten einen Einfluss darauf, dass es zu einem Information Overload kommt. Je höher die Ähnlichkeit an Informationen und alternativen Produkten ist, desto eher wird ein Information Overload empfunden. Der Information Overload führt dazu, dass jemand, der sich überfordert fühlt, die Alternative wählt, die weniger kompliziert ist, da sie weniger Überlegungen und Anstrengungen von ihm verlangt.

²³⁹ Vgl. Agnew & Szykman (2005).

²⁴⁰ Vgl. Agnew & Szykman (2010). Dies ist konsistent zu den Ergebnissen von Choi et al. (2002).

2.3 Empirische Untersuchungen zu Nachhaltigkeit und Kapitalmärkten

Nachdem die begrifflichen und theoretischen Grundlagen gelegt wurden, erfolgt nun die Auseinandersetzung mit den bisherigen empirischen Erkenntnissen zu Nachhaltigkeit am Kapitalmarkt. Als erstes wird dazu der Stand der Forschung zu Auswirkungen von CSR-Aktivitäten im Unternehmen auf die finanzielle Performanz betrachtet. Dies ist wichtig, da die Rendite und damit auch die finanzielle Performanz eines Unternehmens in der Anlageentscheidung wichtige Aspekte sind. Es werden zudem die Auswirkungen durch die Bereitstellung der Nachhaltigkeitsinformationen vorgestellt. Danach wird der Fokus auf die nicht-professionellen Anleger gerichtet. Hier werden zunächst die verschiedenen Ergebnisse zu den demografischen Faktoren und den verschiedenen Motiven dargestellt, die zur Anlage in SRI bzw. in nachhaltige Unternehmen führen. In der Wahrnehmung der Rendite von nachhaltigen Anlagen besteht bei den nicht-professionellen Anlegern ein Paradox. Diesem wird sich danach gewidmet. Den Nachhaltigkeitsinformationen und deren Rolle in der Anlageentscheidung kommt in der vorliegenden Untersuchung eine besondere Bedeutung zu. So werden abschließend die bisherigen Erkenntnisse zu Nachhaltigkeitsinformationen in der Anlageentscheidung nicht-professioneller Anleger untersucht.

2.3.1 Nachhaltigkeit und die finanzielle Performanz - oder „Does it pay to be green?“

Eine der zentralen Fragen in der Forschung zur Nachhaltigkeit lautet: „Does it pay to be green?“²⁴¹ Dieser Forschungsstrang untersucht den Zusammenhang zwischen der sozialen und Umwelt-Performanz (CSP) des Unternehmens und der finanziellen Performanz (CFP). Dabei gibt es zwei verschiedene Lager.²⁴² Die eine Argumentationslinie wird mit Friedman (1970) verknüpft, der argumentiert, dass der Kern der Unternehmensverantwortung in der Erhöhung des Shareholder Value liegt.²⁴³ Dabei ist für CSR-Engagement wenig Raum. CSR-Aktivitäten werden dabei als Kostenfaktoren betrachtet, die der finanziellen Performanz schaden. Dabei wird zugrunde gelegt, dass CSR-Aktivitäten höhere Kosten als Nutzen generieren. Auf Basis dieser Argumentation ist das Verhältnis zwischen CSP und CFP negativ.²⁴⁴ Die entgegengesetzte Argumentationslinie sieht die Vorteile in der Implementierung von CSR-Maßnahmen. Sie unterstellt einen positiven Zusammenhang von CSP und CFP. So kann eine aktive Implementierung von CSR zu einer Reduzierung von Kosten und Risiken führen, Wettbewerbsvorteile schaffen, die die Reputation und Legitimation des Unternehmens erhöhen und Synergieeffekte in der Wertschöpfungskette steigern.²⁴⁵ Hinzu kommen eine verbes-

²⁴¹ Die Frage geht zurück auf den Artikel von Hart & Ahuja (1996) und beschreibt mittlerweile einen ganzen Forschungsstrang in der CSR-Literatur.

²⁴² Vgl. Carroll & Shabana (2010), S. 88.

²⁴³ Vgl. Friedman (1970).

²⁴⁴ In der Logik argumentieren z. B. auch: Carroll & Shabana (2010), S. 88 f. und Waddock & Graves (1997), S. 305.

²⁴⁵ Vgl. Kurucz et al. (2008), S. 85 ff. Die ausführlichen Argumentationen der verschiedenen Aspekte ist nachzulesen bei Kurucz et al. (2008) sowie Carroll & Shabana (2010).

serte Beziehung zu den Gesetzgebern, geringere Kapitalkosten, Müllreduzierung, der Aufbau eines Markenwertes, verbesserte Arbeitnehmerbeziehungen und eine höhere Mitarbeiterproduktivität.²⁴⁶ Diese Argumente gelten auch für die Betrachtung von CSR als Business-Case. Hierbei erfolgt eine Bewertung der CSR-Maßnahmen im Hinblick auf die Verbesserung der finanziellen Performanz, die nicht nur durch die Erfüllung ihres Kerngeschäfts, sondern auch durch die Übernahme ihrer Verantwortung im Hinblick auf die Gestaltung einer besseren Gesellschaft erreicht werden.²⁴⁷

Die beiden verschiedenen Sichtweisen sorgen dafür, dass die Frage nach einem positiven oder negativen Zusammenhang zwischen CSP und CFP in zahlreichen Studien²⁴⁸ untersucht wurde. Denn nur wenn diese Beziehung positiv ist, ist es für das Management sinnvoll CSR-Maßnahmen im Unternehmen anzustoßen und zu implementieren.

Die Untersuchungen von Hart und Ahuja (1996),²⁴⁹ Konar und Cohen (2001)²⁵⁰ oder auch Al-Tuwaijri et al. (2004)²⁵¹ sind Beispiele für empirische Studien, die einen positiven Zusammenhang zwischen der Umweltleistung und der CFP nachweisen. Dagegen zeigen Hassel et al. (2005) einen negativen Zusammenhang.²⁵² Einen positiven Einfluss von sozialen Leistungen zeigen Anderson und Frankle (1980).²⁵³ Aupperle et al. (1985) finden hingegen keinen Zusammenhang zwischen der sozialen Leistung und der CFP.²⁵⁴

Die genannten Studien sind stellvertretend für die Vielzahl an verschiedenen Untersuchungen und deren unterschiedliche Ergebnisse hinsichtlich des Zusammenhangs zwischen der sozialen und ökologischen Leistung und der CFP. Aufgrund der Menge an Studien und der unterschiedlichen Ergebnisse wurden verschiedene Meta-Analysen durchgeführt mit dem Ziel, die verschiedensten Studienergebnisse in einer Untersuchung zusammenzufassen und zu einer eindeutigen Aussage über die Beziehung von CSP und CFP zu gelangen.

Orlitzky et al. (2003) untersuchten in ihrer Meta-Analyse 52 Studien. Es zeigte sich ein positiver Zusammenhang zwischen CSP und CFP. Der Effekt für soziale Verantwortung ist dabei ein wenig größer als der Effekt der Umweltleistung. Der positive Zusammenhang zwischen CSP und CFP ist bidirektional und simultan. Außerdem hat die Operationalisierung von CSP

²⁴⁶ Vgl. Heal (2005), S. 394.

²⁴⁷ Vgl. Kurucz et al. (2008), S. 84.

²⁴⁸ Dies zeigt sich in der großen Anzahl an Artikeln, Büchern, Dissertationen und Arbeitspapieren, die seit 1972 entstanden sind und die Margolis et al. (2009) als Basis für ihre Meta-Studie heranziehen konnten. Ihre Analysebasis besteht aus 215 Untersuchungen, die 251 Effekte zur Beziehung von CSP und CFP zeigten. (Margolis et al. (2009), S.5).

²⁴⁹ Hart & Ahuja (1996).

²⁵⁰ Konar & Cohen (2001).

²⁵¹ Al-Tuwaijri et al. (2004).

²⁵² Vgl. Hassel et al. (2005).

²⁵³ Anderson und Frankle (1980).

²⁵⁴ Vgl. Aupperle et al. (1985).

und CFP einen Einfluss bei diesem positiven Zusammenhang. Hinzu kommt, dass die Reputation eine wichtige Einflussgröße der CSP-CFP-Beziehung ist.²⁵⁵

Margolis et al. (2009) zeigen in ihrer Meta-Studie ebenfalls einen positiv, aber schwachen Zusammenhang zwischen CSP und CFP. Zudem wird deutlich, dass negative CSP-Ergebnisse bei Bekanntwerden eine größere Auswirkung auf die finanzielle Performanz des Unternehmens haben als positive.²⁵⁶ Dies ist in Übereinstimmung mit Sen und Bhattacharya (2001), die zeigten, dass Konsumenten stärker auf negative als auf positive Informationen reagieren.²⁵⁷ Margolis et al. (2009) argumentieren, dass die Durchführung von CSR-Maßnahmen nicht den Shareholder Value zerstört, auch wenn sie ihn nicht stark erhöht. Dies sollte Manager motivieren CSR-Maßnahmen im Unternehmen zu implementieren.²⁵⁸

In der Meta-Analyse von Endrikat et al. (2014) werden 149 Studien zur Beziehung zwischen der Umweltleistung und dem CFP untersucht. Sie weisen einem positiven Zusammenhang zwischen der Umweltleistung eines Unternehmens und der CFP nach. Zudem wird deutlich, dass es eine bidirektionale Kausalität gibt mit einer positiven Verbindung der Umweltleistung zu CFP und mit einem teilweise positiven Zusammenhang zwischen der CFP und der Umweltleistung.²⁵⁹ Eine Schlussfolgerung aus all den Studien ist, dass die CSR-Informationen von Unternehmen wertrelevant für den Markt sind, da es einen positiven Zusammenhang zwischen CSP und CFP gibt.²⁶⁰

2.3.2 Bereitstellung von Nachhaltigkeitsinformationen und deren Wirkung

Neben Studien zum Zusammenhang zwischen CFP und CSP wurde auch untersucht, welchen Effekt CSR-Maßnahmen und deren Berichterstattung z. B. auf die Kapitalkosten haben. Dhaliwal et al. (2011) zeigen, dass die Einführung einer freiwilligen Nachhaltigkeitsberichterstattung in Unternehmen mit einer im Vergleich zu ihren Wettbewerbern höheren CSP zu einer Reduktion der Eigenkapitalkosten führt. Dass dieser Effekt von Unternehmen genutzt wird, zeigt sich daran, dass sie mit einer höheren Wahrscheinlichkeit eine Eigenkapitalerhöhung durchführen als Unternehmen ohne Nachhaltigkeitsbericht. Zudem ist auch der Betrag der Erhöhung signifikant größer. Hinzu kommt, dass Unternehmen mit hohen Kapitalkosten häufiger beginnen in einem Nachhaltigkeitsbericht über ihre CSR-Maßnahmen zu informieren. Damit wird die Verknüpfung zwischen den Kapitalkosten und der Nachhaltigkeitsberichterstattung deutlich. In ihrer Studie untersuchen Dhaliwal et al. (2011) außerdem die Mechanismen, die die CSR-Berichterstattung und die Eigenkapitalkosten verbinden. Dabei fokussierten sie sich auf institutionelle Investoren sowie Finanzanalysten. Sie zeigen, dass die

²⁵⁵ Vgl. Orlitzky et al. (2003).

²⁵⁶ Vgl. Margolis et al. (2009).

²⁵⁷ Vgl. Sen & Bhattacharya (2001).

²⁵⁸ Vgl. Margolis et al. (2009).

²⁵⁹ Vgl. Endrikat et al. (2014).

²⁶⁰ So argumentieren auch Dhaliwal et al. (2011), S. 62.

freiwillige Nachhaltigkeitsberichterstattung engagierte institutionelle Investoren anzieht, die einen langfristigen Anlagehorizont haben und für die Steuerung und Kontrolle wichtig sind. Außerdem weisen sie nach, dass Nachhaltigkeitsberichterstattung mit einer erhöhten Analysenabdeckung (Analyst coverage) verbunden ist. Hinzu kommt, dass die Genauigkeit der Vorhersagen durch die Analysten sich verbessert. Zudem wird die Streuung der Prognosen zwischen den Unternehmen mit relativ besserer CSP im Vergleich zu ihren Wettbewerbern reduziert. Diese Ergebnisse machen deutlich, dass die Nachhaltigkeitsberichterstattung von starken CS-Performern dazu beiträgt die Informationsasymmetrien zwischen Management und Anteilseignern zu senken.²⁶¹ Den Zusammenhang zwischen der Herausgabe von Nachhaltigkeitsberichten und den geringeren Vorhersagefehlern der Analysten finden auch Dhaliwal et al. (2012). Diese Verbindung ist stärker sowohl in stakeholder-orientierten Ländern (das sind diejenigen, in denen CSP einen stärkeren Einfluss auf die CFP besitzt) als auch in Ländern mit undurchsichtiger Finanzberichterstattung.²⁶² Sowohl die geringeren Kapitalkosten als auch die geringeren Vorhersagefehler sind auf die erhöhte Transparenz zurückzuführen, die mit der Herausgabe eines Nachhaltigkeitsberichtes verbunden werden kann.²⁶³

Zu einer positiven Bewertung von CSP bei der Einschätzung des finanziellen Risikos kommen auch Jansson und Biel (2011). Institutionelle Investoren und Fondsmanager von Investmentinstituten sind demnach der Ansicht, dass die Berücksichtigung von sozialen und ökologischen Aspekten zu einer Senkung des finanziellen Risikos führen kann. Zudem trauen sie den SRI kurzfristig zwar nur eine geringere Rendite zu, langfristig aber eine höhere Rendite als bei konventionellen Anlagen.²⁶⁴ Dieses Ergebnis wird gestützt durch Arnold et al. (2012). Mit Hilfe eines Experiments weisen sie nach, dass die ESG-Informationen für professionelle Investoren relevant sind und sie diese verwenden. Dieser Effekt ist stärker, wenn die Informationen in einem gemeinsamen Bericht mit den finanziellen Informationen zur Verfügung gestellt werden. Negative ESG-Informationen finden allerdings unabhängig vom Informationszeitpunkt Eingang in die Bewertung.²⁶⁵

Festzuhalten bleibt, dass CSP positiv mit CFP verknüpft ist. Zudem ist die Nachhaltigkeitsberichterstattung relevant für Analysten, da sie auf Basis der Finanz- und Nachhaltigkeitsberichte die Genauigkeit von Vorhersagen verbessert, die Fehlerquote senkt und die Streuung der Prognosen verringert. All das führt zu einer Verringerung der Eigenkapitalkosten, da die Informationsasymmetrien infolge der Nachhaltigkeitsberichterstattung für die Unternehmen, die vergleichsweise besser abschneiden, geringer sind. Daher sind die CSP eines Unternehmens und ihre Nachhaltigkeitsberichterstattung wertrelevant und wird von Analysten und institutionellen Investoren verwendet.

²⁶¹ Vgl. Dhaliwal et al. (2011).

²⁶² Vgl. Dhaliwal et al. (2012).

²⁶³ Vgl. Dhaliwal et al. (2011); Dhaliwal et al. (2012).

²⁶⁴ Vgl. Jansson & Biel (2011). Die Erhebung zur Einstellung erfolgte mit Hilfe eines Fragebogens.

²⁶⁵ Vgl. Arnold et al. (2012).

2.3.3 *SRI-Fonds versus konventionelle Fonds - Ein Unterschied in der finanziellen Performanz?*

Für SRI wurde ebenfalls die Frage nach der finanziellen Performanz untersucht. Dabei ist die Frage, ob SRI-Fonds eine bessere oder schlechtere Rendite erzielen als konventionelle Fonds. Wie bei der Frage nach dem Abschneiden von CSP zu CFP gibt es hier viele Studien mit positiven, negativen oder indifferenten Ergebnissen.

In einer Meta-Studie untersuchten Revelli und Viviani (2015) den Zusammenhang zwischen SRI-Investments und der finanziellen Performanz. Die Ergebnisse machen deutlich, dass die Berücksichtigung von CSR in Aktienportfolios weder eine Stärke noch eine Schwäche im Vergleich zu konventionellen Anlagen darstellen.²⁶⁶ Sie weisen darauf hin, dass Anleger SRI-Fonds als die bessere Anlagealternative erkennen sollten, da sie damit eine hohe finanzielle Performanz erzielen und zusätzlich ökologische, soziale und ethische Themen angesprochen werden können. So erzielen Anleger nicht nur einen finanziellen Ertrag, sondern auch eine soziale Rendite.²⁶⁷

Für die Performanz von SRI-Fonds gilt demzufolge, dass sie eine ähnliche finanzielle Performanz aufweisen wie konventionelle Fonds. Dies macht deutlich, dass SRI-Fonds durchaus eine gleichwertige Alternative zu konventionellen Anlagen sind. Sie bieten nicht nur eine ähnliche finanzielle Rendite, sondern darüber hinaus auch eine soziale.

2.3.4 *Nachhaltigkeit in der Anlageentscheidung nicht-professioneller Anleger*

Nachdem der Einfluss der Nachhaltigkeitsaktivitäten auf die finanzielle Performanz und die Wertrelevanz für professionelle Anleger und Analysten deutlich wurde, folgt nun die Betrachtung des nicht-professionellen Anlegers. Es werden dazu die verschiedenen empirischen Erkenntnisse herangezogen. Zunächst wird auf die demografischen Einflüsse eingegangen, die einen Unterschied hinsichtlich der nachhaltigen Anlage machen. Danach werden die Motive für eine Investition in nachhaltige Anlageprodukte untersucht und auf die Frage des Renditeverzichts eingegangen. Abschließend werden die Erkenntnisse zur Verwendung von Nachhaltigkeitsinformationen in der Anlageentscheidung betrachtet.

²⁶⁶ Vgl. Revelli & Viviani (2015).

²⁶⁷ Vgl. Revelli & Viviani (2015), S. 171.

2.3.4.1 Erkenntnisse zu den demografischen Einflüssen auf die Anlageentscheidung in nachhaltige Investments

Bei den Untersuchungen zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeit in der Anlageentscheidung liegt ein Fokus auf sozio-demografischen Merkmalen und deren Einfluss auf die Neigung in SRI zu investieren.²⁶⁸ Diese Betrachtung erfolgt oft in einem Vergleich von SRI-Anlegern zu Anlegern, die nicht in SRI investieren.²⁶⁹ Zudem werden häufig nachhaltige Geldanlagen ausschließlich durch die Betrachtung von Anlegern in SRI-Fonds untersucht.²⁷⁰ Für die verschiedenen soziodemografischen Einflüsse gibt es unterschiedliche Studienergebnisse.

Verschiedene Untersuchungen bestätigen, dass Frauen eher in SRI investieren als Männer.²⁷¹ Zudem verfügen SRI-Anleger über einen höheren Bildungsgrad²⁷² und sind jünger als die konventionellen Anleger.²⁷³ Dagegen zeigen andere Studien, dass die demografischen Eigenschaften nur einen sehr geringen Einfluss auf die Neigung haben, in SRI zu investieren wie z. B. Williams (2007).²⁷⁴ Einen interessanten Aspekt beschreiben McLachlan und Gardner (2004) in ihrer Studie. Sie zeigen, dass junge Anleger zwischen 16 und 25 sowie diejenigen, die älter als 65 sind, konventionelle Anleger sind. Die Anleger zwischen 26 und 65 sind tendenziell SRI-Anleger. Als Begründung wird die Kapitalakkumulation in der Vorbereitung auf das Leben und den Ruhestand angeführt.²⁷⁵

Bezüglich des Einkommens weisen Rosen et al. (1991) nach, dass Anleger mit einem geringeren Haushaltseinkommen in SRI investieren. Dies könnte im Zusammenhang mit dem jüngeren Alter der SRI-Anleger begründet werden.²⁷⁶ Dagegen kommen McLachlan und Gardner (2004) zu keinem Einkommenseffekt.²⁷⁷ Dass SRI-Anleger eher ein kleineres Portfolio mit geringerem Volumen haben und ihr Portfolio weniger diversifiziert ist, da sie nur wenige verschiedene Aktien besitzen, zeigen Tippet und Leung (2001).²⁷⁸ Dorfleitner und Utz (2014) hingegen kommen zu einem gegensätzlichen Ergebnis bei der Portfoliogröße. In ihrer Untersuchung legen Anleger, die ein großes Anlagevolumen haben, mit einer höheren Wahrscheinlichkeit entsprechend ihrer moralischen Werte an und investieren in SRI.²⁷⁹

²⁶⁸ Z. B. Dorfleitner & Utz (2014); Junkus & Berry (2010); Tippet & Leung (2001); McLachlan & Gardner (2004).

²⁶⁹ So z. B. bei McLachlan & Gardner (2004); Tippet & Leung (2001); Lewis (2001); Rosen et al. (1991).

²⁷⁰ Z. B. Nilsson et al. (2010, 2009, 2008); Junkus & Berry (2010); Rosen et al. (1991).

²⁷¹ Vgl. Schueth (2003); Junkus & Berry (2010); Tippet & Leung (2001); Rosen et al. (1991); Dorfleitner & Utz (2014).

²⁷² Vgl. Junkus & Berry (2010); Rosen et al. (1991); Tippet & Leung (2001); Dorfleitner & Utz (2014).

²⁷³ Vgl. Junkus & Berry (2010); Rosen et al. (1991), Tippet & Leung (2001).

²⁷⁴ Vgl. Williams (2007).

²⁷⁵ Vgl. McLachlan & Gardner (2004), S. 20. Auch sie haben keinen signifikanten Alterseffekt gefunden.

²⁷⁶ Vgl. Rosen et al. (1991), S. 226.

²⁷⁷ Vgl. McLachlan & Gardner (2004).

²⁷⁸ Vgl. Tippet & Leung (2001). Den Aspekt der Portfoliogröße bestätigen auch Junkus & Berry (2010).

²⁷⁹ Vgl. Dorfleitner & Utz (2014).

2.3.4.2 Motive für die nachhaltige Anlage

Neben den soziodemografischen Einflussfaktoren bildet die Untersuchung der Motive, der Einstellung und des Verhaltens, die zu einer Anlage in SRI führen, ein weiteres Untersuchungsfeld im Bereich der SRI.²⁸⁰ Die Motive können unterschiedlich kategorisiert werden.²⁸¹ Trotz der Vielzahl an Unterteilungsmöglichkeiten haben SRI-Anleger eine Gemeinsamkeit - das Interesse an SRI und Nachhaltigkeit bestimmt ihre Anlageentscheidung. Die Betrachtung der Motive erfolgt anhand der Kategorisierung der SRI-Anleger von Chatterji et al. (2009). Sie beschreiben vier SRI-Anlegergruppen - die deontologischen, die konsequenzialistischen, die expressiven und die finanzorientierten Anleger.²⁸² Dabei ist zu beachten, dass nicht nur ein einzelnes Motiv die Anlage in nachhaltige Investments erklärt.²⁸³

Der deontologische SRI-Anleger

Die deontologischen Anleger wollen nicht auf Basis von unethischen, unmoralischen oder unerwünschten Aktivitäten Profit generieren. Dies kann aus der Religion, aber auch aus einer ethisch basierten Grundüberzeugung heraus motiviert sein.²⁸⁴

Der konsequenzialistische SRI-Anleger

Die konsequenzialistisch eingestellten SRI-Anleger beabsichtigen mit ihrer Anlage gutes Verhalten zu belohnen. Sie versuchen, Unternehmen, die eine zögerliche soziale Performanz haben, einen Anreiz zu bieten, diese zu verbessern. Ihre Anlagen unterstützen das Wachstum von Unternehmen und sollen den Marktanteil und die Kapitalkosten von nicht nachhaltigen Unternehmen senken.²⁸⁵ Die Anleger glauben, dass sie damit den Markt durch ihr moralisches Engagement langsam ändern können und sehen sich mit ihrer Anlage als einen Teil einer sozialen Bewegung.²⁸⁶ Die sozial ausgerichtete Haltung eines Anlegers und dessen Wahrnehmung, mit seiner Anlage in SRI an der Lösung eines gesellschaftlichen Problems beteiligt zu sein, hat einen positiven Einfluss auf das Anlageverhalten.²⁸⁷ Die ethischen Aspekte werden von diesen Anlegern höher gewichtet als die finanzielle Rendite.²⁸⁸ Beispiele für diese Werte

²⁸⁰ Z. B. Beal et al. (2005); Lewis (2001); Rosen et al. (1991); Williams (2007).

²⁸¹ Z. B. Beal et al. (2005) unterteilt drei Kategorien - finanzielle Rendite, die darüber hinausgehende nicht-finanzielle Rendite und die Beteiligung am sozialen Wandel; Derwall et al. (2011) benennt zwei Kategorien: Wert- und Profitorientierung. Chatterji et al. (2009) teilt die Anleger in vier Gruppen ein.

²⁸² Vgl. Chatterji et al. (2009). Diese Unterteilung wurde ausgewählt, da sie die nachhaltigen Anlegertypen theoretisch herleitet, sie feingliederiger ist als andere Kategorisierungen, die verschiedenen empirischen Ergebnisse sich dieser Kategorisierung am besten zuordnen lassen und sich die hier verwendeten Kategorien in anderen Studien wiederfinden.

²⁸³ Vgl. Beal et al. (2005), S. 76.

²⁸⁴ Vgl. Rosen et al. (1991); Lewis (2001); Mackenzie und Lewis (1999); Chatterji et al. (2009).

²⁸⁵ Vgl. Chatterji et al. (2009), S. 131.

²⁸⁶ Vgl. Lewis (2001), S. 340.

²⁸⁷ Vgl. Nilsson (2008), S. 319.

²⁸⁸ Vgl. McLachlan & Gardner (2004); Nilsson (2009); Pasewark & Riley (2010).

sind die Gesundheit²⁸⁹ oder die Linderung der Armut.²⁹⁰ Ein Experiment zeigt, dass die Sorgen um die sozialen Folgen der Anlageentscheidung zu einer Anlage in SRI führen. Überstieg im Experiment der Zins der konventionellen Anleihe den Zins der nachhaltigen Anleihe um ein Prozent, so nimmt die Sorge um die sozialen Konsequenzen der Anlage zu.²⁹¹

Nachhaltige Anleger sind aber nicht nur bei ihrer Anlage an gesellschaftlichen Aspekten interessiert, sondern engagieren sich auch anderweitig. Ein großer Anteil an SRI-Anlegern spendet regelmäßig Geld²⁹² und sehr viele sind ehrenamtlich aktiv.²⁹³ In der Studie von Lewis und Mackenzie (2000) engagieren sich die nachhaltigen Anleger in verschiedenen Organisationen wie Amnesty International, Oxfam oder Greenpeace und sind zudem teilweise politisch aktiv.²⁹⁴ Aufgrund des grundsätzlichen Interesses an gesellschaftlicher Teilhabe und der Gestaltung des sozialen Wandels ist die Anlage in SRI für die konsequenzialistischen SRI-Anleger die Konsequenz, die sich aus ihrem Lebensstil ergibt.²⁹⁵

Interessant ist, dass sowohl SRI als auch die Nicht-SRI-Anleger positive Handlungen oder Eigenschaften sowie eine proaktive Haltung des Unternehmens mit sozialer und gesellschaftlicher Verantwortung von Unternehmen verbinden. Es kann darauf geschlossen werden, dass Anleger Unternehmen belohnen wollen, die insgesamt ein positives nachhaltiges Verhalten aufweisen, als Unternehmen auf Grundlage von bestimmten Produkten oder Praktiken auszuschließen.²⁹⁶ Aufgrund dessen kann dies dem konsequenzialistische Verhalten zugeordnet werden.

Der expressive SRI-Anleger

Die expressiven Anleger verwenden ihre Anlage, um ihre Persönlichkeit und ihre Werte sich selbst und anderen gegenüber deutlich zu machen.²⁹⁷ Für sie generieren nachhaltige Geldanlagen den Nutzen, den Statman (2004) als „expressive Benefit“ bezeichnet. Dies ist ein psychologischer Effekt, der mit dem Status zusammenhängt. Durch die „expressive Benefits“ in Produkten oder Dienstleistungen ist es möglich, sich mit den eigenen Werten oder der sozialen Statusgruppe oder dem Lebensstil zu identifizieren. Das Signal kann an sich selbst und an

²⁸⁹ Pasewark & Riley (2010) untersuchten in ihrem Experiment, bei dem der Anleger die Wahl zwischen einer Beteiligung an einem Tabakunternehmen oder einem Nicht-Tabakunternehmen hatte, Gesundheit als einen Wert.

²⁹⁰ Vgl. Mackenzie & Lewis (1999), S. 411 f.

²⁹¹ Vgl. Pasewark & Riley (2010), S. 247.

²⁹² Vgl. Rosen et al. (1991), S. 228. In ihrer Untersuchung spenden 88 % der SRI-Anleger regelmäßig Geld.

²⁹³ Vgl. Rosen et al. (1991), S. 228; Lewis & Mackenzie (2000), S. 183. 48% der SRI-Anleger in der Studie von Rosen et al. (1991) engagieren sich ehrenamtlich.

²⁹⁴ Vgl. Lewis & Mackenzie (2000), S. 183.

²⁹⁵ Vgl. Rosen et al. (1991), S. 229; Lewis & Mackenzie (2000), S. 183.

²⁹⁶ Vgl. Berry & Junkus (2013).

²⁹⁷ Vgl. Chatterji et al. (2009). Chatterji et al. (2009) machen hier einen Rückgriff auf die Erkenntnisse von Williams (2007) und Rosen et al. (1991). Diese Erkenntnisse sind aber auch bei Statman (2004) für die Expression und bei Lewis & Mackenzie (2000) für die Konsequenz aus ihrem Lebensstil zu schließen.

andere übermittelt werden.²⁹⁸ Es kann auch auf SRI übertragen werden. Allerdings sind nachhaltige Portfolios weniger als Signal nach außen geeignet, da die Geldanlage eher im Privaten stattfindet. Trotzdem bieten nachhaltige Portfolios ein Signal an den Anleger selbst, da es ihm die Übernahme sozialer Verantwortung deutlich bestätigt.²⁹⁹ Daraus folgt im Umkehrschluss, dass expressive Anleger die Befürchtung haben, dass eine negative soziale Performanz die Unternehmen verunglimpft und damit auch diejenigen, die in diese investiert haben. Die gleiche Logik leitet auch Anleger, die sich Gedanken um die heutigen Investitionen des Unternehmens machen und die damit verbundenen Effekte auf die zukünftige Unternehmensreputation.³⁰⁰

Das gute Gefühl durch die nachhaltige Geldanlage

Die nicht-finanziellen Ziele haben eine Gemeinsamkeit - sie generieren ein „gutes Gefühl“. Dieses gute Gefühl wird auch „warm glow“³⁰¹ genannt. Die Beteiligung am gesellschaftlichen und sozialen Wandel³⁰² wirkt sich positiv auf die persönliche Zufriedenheit aus und erzeugt damit einen psychischen Gewinn. Beal und Goyen (1998) beschreiben dieses als das gute Gefühl an etwas Gutem beteiligt zu sein.³⁰³ Auch das Signal an sich selbst, das der expressive SRI-Anleger erhält, kann mit solch einem guten Gefühl verbunden sein. Demzufolge entsteht durch die Anlage in SRI eine nicht-finanzielle Rendite, die zur finanziellen Rendite hinzukommt.

Der finanzorientierte SRI-Anleger

Die finanzorientierten SRI-Anleger gehen davon aus, dass nachhaltig verantwortungsvoll agierende Unternehmen eine bessere finanzielle Performanz haben. Die finanziellen Chancen ergeben sich aus der Haltung, dass nachhaltige Unternehmen auch nachhaltige Konsumgruppen anziehen, eine verbesserte Reputation bei den Konsumenten haben, weniger anfällig für Regulierungsandrohungen sind und das Interesse von Aktivisten und NGOs reduzieren.³⁰⁴ Das Motiv ist der Profitorientierung zuzuordnen.³⁰⁵ Die finanzorientierten Anleger lassen sich in zwei Gruppen aufteilen. Zu der einen Gruppe gehören diejenigen, denen sowohl die finanzielle als auch die soziale Verantwortung von Unternehmen wichtig ist.³⁰⁶ Für die andere

²⁹⁸ Vgl. Statman (2004). Er beschreibt dies am Erwerb einer guten Flasche französischen Weins oder dem Besuch in einem gehobenen Restaurant. Ein weiteres Beispiel könnte das Fahren eines Hybrid- oder Elektroautos sein, das zeigt, dass der Fahrer Verantwortung für die Umwelt übernimmt.

²⁹⁹ Vgl. Statman (2004).

³⁰⁰ Vgl. Chatterji et al. (2009), S. 131.

³⁰¹ Andreoni (1990).

³⁰² Vgl. Beal et al. (2005); Lewis (2001); Nilsson (2009).

³⁰³ Vgl. Beal & Goyen (1998).

³⁰⁴ Vgl. Chatterji et al. (2009), S. 129 f.

³⁰⁵ Vgl. Derwall et al. (2011).

³⁰⁶ Vgl. Nilsson (2009). Die dritte Gruppe sind diejenigen, denen die gesellschaftliche Verantwortung wichtiger ist als die Rendite. Sie würden zu den konsequenzialistischen Anlegern gehören.

Gruppe liegt der Fokus primär auf der der finanziellen Rendite, die mit SRI erwirtschaftet werden kann. Sie interessieren sich weniger aus moralischen, sondern eher aus finanziellen Gründen für Nachhaltigkeitsthemen. Sie investieren nur aus Gewinnmaximierungsaspekten in SRI.³⁰⁷

2.3.4.3 Die Wahrnehmung der finanziellen Rendite von SRI - ein Paradox

In der SRI-Literatur entwickelte sich ein Paradox. Obwohl die risikoadjustierte Rendite von SRI-Fonds zu konventionellen Fonds vergleichbar ist,³⁰⁸ wird immer wieder die Frage untersucht, ob Anleger bei der Investition in nachhaltige Anlageprodukte bereit sind auf Rendite zu verzichten.³⁰⁹ Es gibt unterschiedliche Erkenntnisse zu dieser Trade-off-Frage. Einige Studien³¹⁰ zeigen, dass SRI-Anleger nicht bereit sind auf Rendite zu verzichten und erwarten, dass ihre Anlagen in SRI so gut performen wie konventionelle Anlagen.³¹¹ Die Anleger haben zwar einerseits ethische Bedenken, sind aber andererseits nicht darauf vorbereitet, ihren Finanzbedarf entsprechend darauf auszurichten. Für sie ist es nicht möglich, finanzielle Einbußen hinzunehmen, da sie das Geld für ihr Leben dringend benötigen.³¹² Argumente dazu sind die Vorsorge für das Alter oder auch der Wunsch, den Angehörigen eine Erbschaft zu hinterlassen.³¹³

Andere Untersuchungen hingegen kommen zu dem Ergebnis, dass Anleger bereit sind, für ihren Anteil an nachhaltigen Anlagen eine deutlich schlechtere Rendite hinzunehmen.³¹⁴ In einer Befragung untersuchten Lewis und Mackenzie (2000), welche Reaktion ein Renditeunterschied von zwei Prozent bzw. fünf Prozent zwischen einer nachhaltigen und einer konventionellen Anlage auslösen würde. Ein geringer Renditeunterschied von zwei Prozent war für den überwiegenden Anteil der Anleger vertretbar. Einige würden sogar ihren Anteil an der nachhaltigen Anlage erhöhen. Selbst bei einem größeren Renditeunterschied von fünf Prozent würden mehr als die Hälfte der Anleger ihre nachhaltigen Anlagen behalten und ihr „treu“ bleiben.³¹⁵ Auch Dorfleitner und Utz (2014) kommen zu dem Ergebnis, dass SRI-Anleger bereit sind auf Rendite zu verzichten. Allerdings wird anhand der zur Verfügung gestellten Zahlen deutlich, dass diese Bereitschaft ab einem Abschlag von mehr als zwei Prozent sehr stark abnimmt. Sie zeigen, dass auf Rendite zu verzichten und den Anteil an SRI im Portfolio

³⁰⁷ Vgl. Nilsson (2009), S. 25.

³⁰⁸ Vgl. Revelli & Viviani (2015); Renneboog et al. (2008) und die Diskussion in Kapitel 2.3.3.

³⁰⁹ So z. B. bei den Untersuchungen von Lewis & Mackenzie (2000); Lewis (2001); Webley et al. (2001); Glac (2009); Pasewark & Riley (2010); Berry & Yeung (2013); Dorfleitner & Utz (2014).

³¹⁰ Z. B. Rosen et al. (1991); Lewis (2001); Mackenzie & Lewis (1999).

³¹¹ Vgl. Rosen et al. (1991), S. 228.

³¹² Vgl. Mackenzie & Lewis (1999).

³¹³ Vgl. Lewis (2001).

³¹⁴ Vgl. Lewis & Mackenzie (2000); Webley et al. (2001); Dorfleitner und Utz (2014).

³¹⁵ Vgl. Lewis & Mackenzie (2000), S. 184. Bei einem Renditeunterschied von zwei Prozent sind es 80,8 % der Anleger und bei fünf Prozent 56,5 %, die ihre nachhaltige Anlage behalten. Auch Webley et al. (2001) zeigen, dass bei einer schlechteren Performance der nachhaltigen Anlage die Anleger nicht wechseln, sondern eher im Gegenteil den Anteil an nachhaltigen Anlagen noch erhöhen. (Webley et al. (2001), S. 36).

zu erhöhen von den Rendite-Risiko-Liquiditätspräferenzen und dem mit SRI verbundenen Anlagehorizont abhängt.³¹⁶ Dies macht deutlich, dass nachhaltige Anleger ihre Anteile in SRI selbst bei schlechterer Performanz innerhalb eines bestimmten Rahmens behalten würden. Lewis und Mackenzie (2000) argumentieren auf Basis ihrer Ergebnisse, dass der ethisch investierte Anteil des Portfolios ein Maß für die moralische Selbstverpflichtung ist.³¹⁷ Für diesen Teil sind die Anleger relativ unelastisch im Hinblick auf die entgangene Rendite. Folglich besteht hier für sie kein Trade-off zwischen Moral und Rendite.³¹⁸ Anleger würden allerdings ihren Anteil an nachhaltigen Anlagen deutlich erhöhen, sollte die Rendite für SRI über der konventioneller Anlagen liegen.³¹⁹ In der Studie von Nilsson (2008) wird diese positive Verknüpfung ebenfalls deutlich. Wenn SRI-Fonds eine höhere finanzielle Rendite haben als konventionelle Fonds, so wird mehr in SRI angelegt.³²⁰ Somit ist für einen Teil der Anleger die Bereitschaft in SRI zu investieren von der erwarteten Höhe der finanziellen Performanz abhängig.³²¹

Aufgrund der unterschiedlichen Wahrnehmung der Renditeentwicklung von SRI haben die ethischen Anleger oftmals sowohl nachhaltige als auch nicht nachhaltige Anlagen in ihrem Portfolio. Somit vermeiden sie die Strategie „alles auf ein ‚ethisches‘ Pferd zu setzen“.³²² Dennoch sind die Unternehmensphilosophie und -aktivitäten wichtige Einflussfaktoren in der Anlageentscheidung. So werden von ethischen Anlegern Investitionen vermieden, die moralisch nicht vertretbar sind.³²³ Dies erfolgt durch die Anwendung von Ausschlusskriterien, wie z. B. Waffen. Die verschiedenen Sichtweisen machen deutlich, dass die individuelle Bereitschaft in SRI anzulegen sehr unterschiedlich ist; und dies, obwohl nachhaltige Anlagen ähnlich gut abschneiden wie konventionelle Anlagen. Die Anlagebereitschaft hängt insbesondere von individuellen Präferenzen und dem Anlagezweck ab.³²⁴

Im Zusammenhang mit der Rendite sollte auch das Risiko betrachtet werden. Es zeigt sich bei Lewis und Mackenzie (2000), dass etwa 19 % der Befragten SRI-Fonds als risikoreicher betrachten als konventionelle Fonds. Fast 58 % schätzen das Risiko als ähnlich ein. Etwas mehr als 20 % gehen von einem geringeren Risiko bei SRI gegenüber konventionellen Anlagen aus.³²⁵ Nilsson (2008) kommt zu ähnlichen Ergebnissen. Bei ihm gehen fast 63 % von einem nahezu gleichen Risiko zwischen SRI und konventionellen Fonds aus. Wobei fast 12 % der Befragten das Risiko von SRI Fonds als ein wenig höher und knapp 22 % als ein wenig niedriger einschätzen. Dies zeigt, dass die Risikowahrnehmung von SRI mit denen der konventio-

³¹⁶ Vgl. Dorfleitner & Utz (2014).

³¹⁷ Vgl. Lewis & Mackenzie (2000), S. 186.

³¹⁸ Vgl. Lewis & Mackenzie (2000).

³¹⁹ Vgl. Lewis & Mackenzie (2000), S. 186.

³²⁰ Vgl. Nilsson (2008).

³²¹ Vgl. Dorfleitner & Utz (2014).

³²² Vgl. Mackenzie & Lewis (1999); Lewis (2001); Lewis & Mackenzie (2000).

³²³ Vgl. Rosen et al. (1991); Lewis (2001).

³²⁴ Z. B. Dorfleitner & Utz (2014).

³²⁵ Vgl. Lewis & Mackenzie (2000), S. 183.

nellen Fonds vergleichbar ist bzw. deren Risiko sogar als geringer wahrgenommen wird.³²⁶ Auf die Anlage in SRI hat die Risikowahrnehmung von SRI allerdings keine Auswirkung.³²⁷

2.3.4.4 Nachhaltigkeitsinformationen in der Anlageentscheidung von nicht-professionellen Anlegern - Status Quo

Nach Betrachtung der demografischen Merkmale und der Motive werden im Folgenden die Ergebnisse zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsinformationen in der nachhaltigen Anlageentscheidung betrachtet. Dazu wird zunächst auf die empirischen Ergebnisse zum Einfluss der Nachhaltigkeitsinformationen auf die Anlageentscheidung eingegangen. Danach werden die verschiedenen Erkenntnisse zur Verwendung von Nachhaltigkeitsinformationen und die Informationsquellen diskutiert.

Nachhaltigkeitsberichterstattung und die Verfügbarkeit von Nachhaltigkeitsinformationen beeinflussen die Anlageentscheidung positiv. Dazu gibt es einige Experimente. Van der Laan Smith et al. (2010) zeigen, dass ein positiver Sozialbericht eines Unternehmens einen positiven Einfluss auf die Anlageentscheidung hat. In diesem Fall erhöhen die Befragten ihre Investitionen in das berichtende Unternehmen.³²⁸ Den Einfluss der Umweltberichterstattung auf die Anlageentscheidung weisen Holm und Rikhardsson (2008) nach. Dabei wird deutlich, dass positive Umweltinformationen ein Wertschöpfungspotential haben. Allerdings bewerten die befragten Anleger Umweltinformationen als weniger relevant im Vergleich zu anderen zusätzlichen Unternehmensinformationen. Dennoch beeinflussen sie im Experiment die Anlageentscheidung positiv. Daraus folgt, dass sich Anleger über die kognitiven Prozesse hinter ihrer Anlageentscheidung häufig nicht bewusst sind.³²⁹

Nicht nur für nachhaltige Anleger, sondern auch für konventionelle Anleger sind Nachhaltigkeitsinformationen relevant. In einem Experiment zeigen Barreda-Tarrazona et al. (2011), dass Anleger unabhängig von ihrer Nachhaltigkeitsneigung den Anteil eines SRI-Fonds erhöhen, wenn die Nachhaltigkeitsaspekte für den Anleger sichtbar und die Informationen darüber verfügbar sind. Auch wenn nachhaltige Anleger auf diese Informationen stärker als nicht nachhaltige Anleger reagieren, wird erkennbar, dass die Nachhaltigkeitsinformationen auch von nicht-nachhaltig orientierten Anlegern berücksichtigt werden.³³⁰

Die Ergebnisse der verschiedenen Experimente lassen sich auch auf aggregierte Nachhaltigkeitsinformation übertragen. Die Aufnahme in bzw. der Ausschluss aus einem Nachhaltigkeits- bzw. Ethikindex kann eine aggregierte Information sein. Wenn ein Unternehmen in einen solchen Index aufgenommen wird, führt das bei Anlegern zur Erhöhung des Anlagebe-

³²⁶ Vgl. Nilsson (2008), S.318.

³²⁷ Vgl. Nilsson (2008), S. 320.

³²⁸ Vgl. van der Laan Smith et al. (2010). Diesen Effekt konnten sie für alle fünf untersuchten Länder belegen.

³²⁹ Vgl. Holm & Rikhardsson (2008).

³³⁰ Vgl. Barreda-Tarrazona et al. (2011).

trages in das Unternehmen. Wird das Unternehmen dagegen aus dem Nachhaltigkeitsindex ausgeschlossen, so wird der Anlagebetrag gesenkt.³³¹

Es wird deutlich, dass die Informationen zur Nachhaltigkeit eines Unternehmens oder eines Anlageproduktes in der Anlageentscheidung berücksichtigt werden. Dies kann sogar unabhängig von der grundsätzlichen Nachhaltigkeitsneigung sein. Allerdings gibt es nur sehr wenige Untersuchungen dazu, welche der zahlreich verfügbaren Informationen und Informationsquellen verwendet werden. Auch das aktive Informationsverhalten von Anlegern in der Anlageentscheidung wurde bisher nur sehr wenig untersucht.³³²

Für die Anlageentscheidung gibt es unterschiedlichste finanzielle, ökologische, soziale und ethische Informationen. Dabei stehen die klassischen Wertmaximierungskriterien wie erwartete Gewinne, Minimierung von Risiken oder Diversifikation im Vordergrund.³³³ Aktuelle Themen hingegen, werden nur oberflächlich betrachtet und lokale Aktivitäten des Unternehmens im Sinne des Corporate Citizenships werden sogar ignoriert.³³⁴ Cohen et al. (2011)³³⁵ stützen dieses Ergebnis. Auch in ihrer Untersuchung sind die nicht-finanziellen Informationen zur ökonomischen Performanz³³⁶ von den befragten Anlegern die am häufigsten verwendeten. Dabei sind die Marktanteile und Produktinnovationsinformationen die wichtigsten gefolgt von der Qualität und Kundenzufriedenheit. Die Governance-Informationen³³⁷ werden am zweithäufigsten betrachtet. Besonders wichtig sind dabei die Informationen zum Unabhängigkeitsstandard des Vorstandes, zu den Veränderungen der Kontrollmechanismen, zum Auditierungsprozess, zu den Ethikrichtlinien und zu den Managementkontrollsystemen. CSR-Informationen³³⁸ hingegen werden, nur von wenigen berücksichtigt. So nutzen weniger als 30 % CSR-Informationen wie Diversität der Angestellten, Weiterbildungsmaßnahmen oder die Informationen zur Einhaltung der Menschenrechte. Die einzige Ausnahme bildet hier Produktsicherheit, die von mehr als der Hälfte der Befragten verwendet wird.³³⁹ Nilsson et al. (2010)³⁴⁰ kommen zu anderen Ergebnissen. In ihrer Untersuchung suchen SRI-Anleger mehr Informationen mit sozialem, ökologischem und ethischem Bezug. Die üblichen finanziellen

³³¹ Vgl. Consolandi et al. (2009).

³³² Die Untersuchungen sind von Nagy & Obenberger (1994); Nilsson et al. (2010); Cohen et al. (2011) und Berry & Junkus (2013).

³³³ Beispiele aus Nagy & Obenberger (1994).

³³⁴ Vgl. Nagy & Obenberger (1994). Sie führten eine Befragung mit erfahrenen Aktionären, die eine wesentliche Beteiligung im Fortune 500 besaßen, durch. Sie untersuchten die relative Wichtigkeit von 34 verschiedenen Entscheidungsvariablen in Bezug auf die Kaufentscheidung von Aktien.

³³⁵ Cohen et al. (2011) untersuchen, welche nicht-finanziellen Informationen, die in ihrer Anlageentscheidung verwendet werden, und welche für die Entscheidung als wichtig empfunden werden. Dazu befragten sie 750 Anleger.

³³⁶ Indikatoren dafür sind bei Cohen et al. (2011) z. B.: Marktanteil, Qualitätsrankings, Ergebnisse zur Kundenzufriedenheit, Innovationsdaten, Absatzzahlen.

³³⁷ Vgl. Cohen et al. (2011).

³³⁸ Indikatoren dafür sind bei Cohen et al. (2011) z. B.: Informationen zur Diversität, Humanitäre Initiativen, Kundenzufriedenheit, Lobbying, Umweltprogramme.

³³⁹ Vgl. Cohen et al. (2011).

³⁴⁰ Nilsson et al. (2010) führten eine Befragung bei 369 Anlegern in SRI-Fonds durch.

Informationen wie der zurückliegende Gewinn oder das Risikolevel werden dagegen weniger betrachtet.³⁴¹

Wenn nur die Nachhaltigkeitsinformationen untersucht werden, zeigt sich, dass sowohl für SRI- als auch für Nicht-SRI-Anleger Umweltthemen die wichtigste SRI-Kategorie ist. Es folgen Business-Policy, Unternehmensprodukte und schließlich soziale Aktivitäten, politischer Aktionismus und Religion. Bei der Aufgliederung der Kategorien in ihre Teilaspekte zeigt sich, dass die Ratings innerhalb der Subkategorien ebenfalls konsistent zwischen den SRI- und Nicht-SRI-Anlegern sind. Sie unterscheiden sich lediglich geringfügig in der Stärke der Einschätzung. In der Umweltkategorie werden die Umweltperformanz und die Auswirkungen der Produkte auf die Umwelt als sehr wichtig angesehen, während Abholzung oder Atomkraft als wenig wichtig eingeschätzt werden. In der Kategorie der Business Policy, der unternehmerischen Tätigkeit, ist die Reihenfolge der Subkategorien wie folgt: Einhaltung der Gesetze, gute Unternehmensführung, Supply Chain Management und Corporate Governance. Bei den sozialen Aktivitäten sind die Arbeitsbedingungen und die Menschenrechte den Anlegern sehr wichtig. Diesen folgen Produktsicherheit und Arbeitsschutz. Investitionen in der Gemeinde sind weniger wichtig. Philanthropie sowie politische und religiöse Aktivitäten werden kaum mit SRI verbunden.³⁴²

Anleger betrachtet SRI dabei ganzheitlich. Sie bewerten das Verhalten von Unternehmen eher anhand der verschiedenen SR-Dimensionen als einzig mit dem von SRI-Fonds häufig angewendeten Ausschlussverfahren.³⁴³ Die Anwendung verschiedenster Kriterien wird auch bei Nagy und Obenberger (1994) deutlich, da keiner der verschiedensten angebotenen Aspekte von mehr als der Hälfte der befragten Anleger als „berücksichtigt“ eingestuft wurde.³⁴⁴

Um sich zu informieren, werden für die unterschiedlichen Informationskategorien unterschiedliche Quellen bevorzugt.³⁴⁵ Für die CSR-Informationen werden die Informationen von Dritten favorisiert. Bei Governance-Informationen sind Anlegern auditierte Daten wichtig. Bei den Informationen zur ökonomischen Performanz sind Dokumente, die durch Dritte zur Verfügung gestellt werden, und auditierte (geprüfte) Dokumente die am häufigsten verwendeten Informationsquellen. Als Grund wird angeführt, dass die darin enthaltenen Indikatoren eine unmittelbare und starke Wertrelevanz auf die langfristige Rentabilität des Unternehmens haben. Es besteht allerdings eine Diskrepanz zwischen dem Angebot an Informationen und der Nachfrage. So werden z. B. Information über die CSR eines Unternehmens von unabhän-

³⁴¹ Vgl. Nilsson et al. (2010).

³⁴² Vgl. Berry & Junkus (2013). Sie befragten über 5000 private Anleger aus Amerika.

³⁴³ Vgl. Berry & Junkus (2013).

³⁴⁴ Vgl. Nagy & Obenberger (1994). Sie führten eine Befragung mit erfahrenen Aktionären, die eine wesentliche Beteiligung im Fortune 500 besaßen, durch. Sie untersuchten die relative Wichtigkeit von 34 verschiedenen Entscheidungsvariablen in Bezug auf die Kaufentscheidung von Aktien.

³⁴⁵ Cohen et al. (2011) stellt in seiner Befragung sechs Informationskanäle zur Verfügung: Unternehmenswebseite (nicht-geprüft); Geschäftsbericht (geprüft); Öffentliche Medien (Zeitungen, Fernsehen); Unabhängige Dritte, aber keine Medien (z. B. NGOs, Ranking); Regierung; Finanzexperte/Finanzberater und „Andere“ als offene Kategorie.

gigen Dritten bevorzugt. Die CSR-Informationen werden aber vorrangig von den Unternehmen selbst auf ihrer Webseite präsentiert.³⁴⁶

Familienmitglieder und Kollegen spielen als Informationsquelle für die Anlageentscheidung keine Rolle. Auch die Empfehlungen von Brokergesellschaften und individuellen Finanzberatern werden häufig nicht beachtet.³⁴⁷ Auch hier kommen Nilsson et al. (2010) zu einem entgegengesetzten Ergebnis. Die Finanzberater sind in ihrer Studie eine sehr wichtige Informationsquelle für die SRI-Anleger.³⁴⁸ Obwohl ihre Untersuchungen im Kontext der Anlage in SRI-Fonds gemacht wurden, sind die Ergebnisse für die vorliegende Arbeit von Interesse.

Die Informationssuche zu Finanzthemen als auch zu sozialen, ethischen und ökologischen Fragen wird beeinflusst durch die eigene Auseinandersetzung mit der Anlageentscheidung und das wahrgenommene Wissen. Diejenigen mit einem guten Wissen zu Nachhaltigkeits- oder Finanzthemen fragen insgesamt mehr Informationen nach. Allerdings nutzen diejenigen mit dem Wissen zu Nachhaltigkeit sowohl mehr Informationen zu finanziellen und nicht-finanziellen Informationen, wohingegen das finanzielle Wissen keine Auswirkung auf die Nachfrage nach nicht-finanziellen Informationen hat.³⁴⁹

Verschiedene demografische Faktoren beeinflussen die Informationsverwendung von nicht-finanziellen Informationen. Jüngere Anleger haben ein größeres Informationsbedürfnis und Wohlhabendere verwenden mehr Informationen. Bildung und das Informationsbedürfnis stehen in einem negativen Zusammenhang. So zeigt sich, dass Anleger mit weniger Bildung nicht-finanzielle Informationen eher nutzen als Anleger mit einem höheren Bildungsgrad.³⁵⁰ Dies ist konsistent mit den Ergebnissen von Owen und Qian (2008).³⁵¹ Ein weiterer Faktor, der die Informationsnachfrage positiv beeinflusst, ist die durchschnittliche Größe des Handelsvolumens.³⁵² Weitere Einflussgrößen sind der Anlagehorizont und die Anlageerfahrung der Anleger.³⁵³

³⁴⁶ Vgl. Cohen et al. (2011).

³⁴⁷ Vgl. Nagy & Obenberger (1994).

³⁴⁸ Vgl. Nilsson et al. (2010).

³⁴⁹ Vgl. Nilsson et al. (2010).

³⁵⁰ Vgl. Cohen et al. (2011).

³⁵¹ Owen & Qian (2008). Als Erklärungsansatz nennen Berry & Junkus (2013) einen Information Overload, der bei besser gebildeten Menschen zu einer verbesserten Informationssuche und einer geübten kritischen Urteilsfähigkeit führen könnte. Weniger gut ausgebildete Menschen könnten die finanziellen Informationen für zu komplex und technisch halten und fragen deswegen eher nicht-finanzielle Informationen nach.

³⁵² Vgl. Cohen et al. (2011).

³⁵³ Vgl. Holm & Rikhardsson (2008).

2.4 Hypothesenherleitung

Nach der Einführung der zentralen Konzepte sowie der dieser Arbeit zugrunde liegenden theoretischen Fundierung und der Betrachtung der empirischen Literatur werden diese hier zusammengebracht. Daraus werden dann die zu untersuchenden Hypothesen für die vorliegende Arbeit abgeleitet:

Validierung der ESG-Kriterien

Bei der Betrachtung der zentralen Konzepte CSR, Nachhaltigkeit, ESG und nachhaltige Investments in Kapitel 2.1 wird die Dreiteilung für Nachhaltigkeit in die Kategorien - Ökonomie, Umwelt und Soziales - deutlich. Diese Kategorisierung hat sich auch als Grundlage für die Bereitstellung der Nachhaltigkeitsinformationen, wie z. B. in der Nachhaltigkeitsberichterstattung, durchgesetzt.³⁵⁴ Daraus erschließt sich die Frage, ob nicht-professionelle Anleger bei der Betrachtung der verschiedenen Unternehmensinformationen in diesen drei Informationskategorien denken und sich in dieser Weise informieren.

Da es starke Anzeichen für diese Kategorisierung gibt, lautet die Hypothese 1:

Hypothese 1: Anleger unterscheiden in ihrer Anlageentscheidung zwischen ökologischen, sozialen und governance Informationen des Unternehmens.

Einflussfaktoren auf die Verwendung von Nachhaltigkeitsinformationen

Kapitel 2.3.4.4 zeigt, dass die Anleger, wenn Nachhaltigkeitsinformationen zur Verfügung stehen, diese in der Anlageentscheidung berücksichtigt werden unabhängig, ob sie eine positive Einstellung zu Nachhaltigkeit besitzen.³⁵⁵ Hinzu kommt, dass Anleger gemäß ihren moralischen Vorstellungen Geld anlegen möchten,³⁵⁶ wie in Kapitel 2.3.4.2 deutlich wurde. Dazu werden zusätzliche Nachhaltigkeitsinformationen berücksichtigt. Die verschiedenen Informationen werden nicht nur durch die Unternehmen, sondern auch von Dritten, z. B. NGOs oder der Presse, veröffentlicht. Somit wird die Anlageentscheidung komplexer. Kapitel 2.2 zeigt bereits, dass der Mensch nicht alle ihm zur Verfügung stehenden Informationen verarbeiten und diese in die Entscheidungsfindung einbeziehen kann.³⁵⁷ Trotz der zusätzlichen Komplexität bei der Berücksichtigung von nicht-finanziellen Informationen werden diese in die Anlageentscheidung von Anlegern einbezogen.³⁵⁸

³⁵⁴ Vgl. Kapitel 2.1.3.

³⁵⁵ Dazu insbesondere Barreda-Tarrazona et al. (2011).

³⁵⁶ Vgl. Kapitel 2.3.4.2.

³⁵⁷ Dies zeigt sich sowohl in der Definition und Betrachtung der gebundenen Rationalität nach Simon (1955); Simon (1956) als auch in den Betrachtungen zum Information Overload z. B. bei Malhotra (1982) oder Jacoby et al. (1974a).

³⁵⁸ Dies wird in Kapitel 2.3 und durch das Wachstum der SR-Investments deutlich. (Eurosif (2015a)).

Aufgrund dessen stellt sich die zweite Frage, die im Kontext der Arbeit zur Bedeutung von Nachhaltigkeitsinformationen in der Anlageentscheidung beantwortet werden soll: **Welche Einflussfaktoren führen zur Verwendung von Nachhaltigkeitsinformationen und zur nachhaltigen Anlageentscheidung?**

Aktuell gibt es im Feld der SRI noch ein Theoriedefizit.³⁵⁹ So werden zur Erklärung der verschiedenen Aspekte Theorien anderer Forschungsfelder genutzt.³⁶⁰ Da Informationen und die Komplexität der Entscheidung in der vorliegenden Arbeit zentral sind, werden die Erkenntnisse aus dem Feld der Behavioral Finance auf SRI übertragen. Die verschiedenen Einflussfaktoren, die die Verwendung von Nachhaltigkeitsinformationen und die nachhaltige Anlageentscheidung begünstigen, werden mit Hilfe abgeleiteter Hypothesen aus dem Zusammenspiel der Behavioral Finance, des Information Overload sowie den Erkenntnissen zur nachhaltigen Geldanlagen und der Informationsverwendung betrachtet. Da sowohl die Einflussfaktoren auf die Verwendung der Nachhaltigkeitsinformationen als auch die für die nachhaltige Anlageentscheidung für die Forschungsfrage wichtig sind, werden sowohl Hypothesen zu den Nachhaltigkeitsinformationen als auch der nachhaltigen Geldanlage³⁶¹ abgeleitet.

Affekt-Heuristik

In der Anlageentscheidung, wie bei vielen anderen Entscheidungen, nehmen nach der Affekt-Heuristik die mit der Entscheidung verbundenen positiven oder negativen Affekte Einfluss auf die Entscheidung.³⁶² Bei der Betrachtung der Motive zur nachhaltigen Geldanlage in Kapitel 2.3.4.2 wurde deutlich, dass zum einen das gute Gefühl der Beteiligung am gesellschaftlichen und sozialen Wandel sowie des verantwortungsvollen Handelns eine Rolle spielen. Zum anderen ist es Anlegern wichtig, bei der Geldanlage im Einklang mit dem eigenen Wertesystem zu handeln. Es wird deutlich, dass es in beiden Fällen um die Verbundenheit bzw. Identifikation mit der Anlage, die erworben wird, geht. Abgeleitet aus den Erkenntnissen der Motive der Anlage in SRI kann die folgende Hypothese formuliert werden:

Hypothese 2 b: Je ausgeprägter die Identifikation mit der Anlage ist, desto eher wird in nachhaltige Geldanlagen investiert.

Um nachhaltige Geldanlagen zu finden, ist es notwendig entsprechende Informationen zu suchen und zu verwenden. Wenn entsprechend der Wertorientierung angelegt bzw. eine Verbundenheit oder ein gutes Gefühl mit der Anlage erreicht werden soll, müssen mehr nichtfinanzielle Informationen nachgefragt werden. Dies verhindert auch das Risiko, im Anschluss

³⁵⁹ Vgl. Kapitel 2.2.1 und Capelle-Blancard & Monjon (2012).

³⁶⁰ Vgl. Hofmann et al. (2008).

³⁶¹ Bei der Hypothesenformulierung werden die verschiedenen ESG-Informationen als Nachhaltigkeitsinformationen zusammengefasst, da davon ausgegangen werden kann, dass die Wirkungsrichtung der verschiedenen Informationskategorien (ökologisch, sozial und governance) die gleiche ist.

³⁶² Dies zeigte auch MacGregor et al. (2000) in seiner Studie zur Börseneinführung. Dazu ausführlich in Kapitel 2.2.3.1

an die Entscheidung ein schlechtes Gefühl, sogenannte kognitive Dissonanzen, zu bekommen. Die Hypothese lautet folglich:

Hypothese 2 a: Je ausgeprägter die Identifikation mit der Anlage, desto eher werden Nachhaltigkeitsinformationen verwendet.

Mental Framing

Der Entscheidungsrahmen wird sowohl durch die Darstellung des Problems als auch durch die verschiedenen persönlichen Eigenschaften und Erwartungen, die Verhaltensweisen und Normen des Entscheidungsträgers geprägt.³⁶³ Der mentale Entscheidungsrahmen („Mental Frame“) bezieht sich auf die Perspektive, die der Entscheidungsträger auf eine bestimmte Fragestellung³⁶⁴ - im vorliegenden Fall die Anlageentscheidung - hat.

Deutlich wird, dass in die Entscheidungsfindung nicht nur die Information selbst, die mit dem bereits vorhandenen Wissen verknüpft wird, einfließt, sondern auch die Einstellung des Entscheidungsträgers zur Information und dessen Haltung zur Entscheidung bestimmend sind.³⁶⁵ Die Entscheidung nachhaltig anzulegen wird folglich auch durch die Einstellung zu Nachhaltigkeitsthemen bestimmt.³⁶⁶

Für diejenigen, die bereits nachhaltig konsumieren, indem sie Bio- und Fair Trade Produkte kaufen, ist anzunehmen, dass sie eine positive Grundeinstellung zu einer nachhaltigen Lebensweise haben. Durch ihren Konsum sind bereits Themen, die mit Nachhaltigkeit zu tun haben, Teil ihres Mental Frames, so dass sie auch schnelleren Zugang zu ihrer Haltung zu Nachhaltigkeitsfragen haben. Dadurch könnten diese auch eine Rolle bei der Anlageentscheidung spielen.³⁶⁷ Diejenigen, die sich bereits aufgrund ihres Konsums mit Nachhaltigkeit auseinandergesetzt haben, könnten schneller und eher den Impuls haben, nachhaltige Geldanlagen nachzufragen und in diese zu investieren. Die daraus resultierende Hypothese kann wie folgt formuliert werden:

Hypothese 3 b: Nachhaltigkeitsorientierte Konsumenten investieren eher in nachhaltige Geldanlagen.

Auch für diesen Zusammenhang spielen Nachhaltigkeitsinformationen eine wichtige Rolle. Derjenige, der sich mit Nachhaltigkeit im Konsum auseinandersetzt, verwendet dafür Nach-

³⁶³ Vgl. Kapitel 2.2.3.2 sowie Tversky & Kahneman (1981), S. 453; Tversky & Kahneman (1986), S. 257.

³⁶⁴ Vgl. Bondt (2002), S. 609. Glac nennt den Entscheidungsrahmen, der die Werte und Prinzipien des Anlegers berücksichtigt, den „integrierten Rahmen“. (Glac (2012), S. 185).

³⁶⁵ Vgl. Kapitel 2.2.3.2 sowie Bondt (2002); Pitz & Sachs (1984); Tversky & Kahneman (1981).

³⁶⁶ Williams (2007) betrachtete das nachhaltige Konsumverhalten und dessen Folge auf die Anlage in nachhaltigen Investments. Er verwendet dabei allerdings nicht den Konsum selbst, sondern fragt danach, ob in den vergangenen Jahren der Anleger schon einmal ein Unternehmen für nicht verantwortungsvolles Handeln dadurch bestraft hat, dass er dessen Produkte nicht kaufte bzw. kritisch über das Unternehmen redete. (Williams (2007), S. 48 f.).

³⁶⁷ Erste Untersuchungen dazu bei Williams (2007).

haltigkeitsinformationen. Dies hat zur Folge, dass der nachhaltigkeitsorientierte Konsument die Nachhaltigkeitsinformationen besser versteht und im Kontext seiner Anlageentscheidung auch verwenden wird. Somit kann die Hypothese aufgestellt werden:

Hypothese 3 a: Nachhaltigkeitsorientierte Konsumenten verwenden eher nicht-finanzielle Informationen.

Information Overload

Das Kapitel 2.2.4 macht deutlich, dass es bei Entscheidungen, seien es Konsum- oder Anlageentscheidungen, zu einem Information Overload kommen kann. Dieser resultiert u. a. aus zu vielen Entscheidungsoptionen,³⁶⁸ zu vielen zur Verfügung stehenden Informationen³⁶⁹ oder zu wenig Vorkenntnissen und Erfahrungen in der Nutzung der Informationen.³⁷⁰ Dies hat Auswirkungen auf die Anlageentscheidung, insbesondere, wenn es um nachhaltige Geldanlagen geht. Denn dabei werden nicht nur die finanziellen Informationen betrachtet, sondern es findet zusätzlich noch eine Auseinandersetzung mit den nicht-finanziellen Informationen statt. Das Potential für einen empfundenen Information Overload steigt demzufolge an. Es stellt sich die Frage, ob Anleger, die mit der Anlageentscheidung und den damit verbundenen Informationen schon überfordert sind, überhaupt noch Nachhaltigkeitsinformationen in die Anlageentscheidung einbeziehen. Diese müssten für eine informierte Anlageentscheidung zusätzlich zu den finanziellen Informationen betrachtet werden. Die Erkenntnisse von Choi et al. (2002) sowie Agnew und Szykman (2005, 2010) in Kapitel 2.2.4 zeigen, dass eher diejenige Anlagemöglichkeit gewählt wird, die weniger Nachdenken und inhaltlicher Auseinandersetzung bedarf.³⁷¹ Wenn schon die typischen Anlageinformationen zu einem Information Overload führen, so erscheint die Auseinandersetzung mit zusätzlichen Nachhaltigkeitsinformationen als recht unwahrscheinlich. Die Hypothese lautet folglich:

Hypothese 4 a: Diejenigen, die einen Information Overload empfinden, fragen eher keine Nachhaltigkeitsinformationen nach.

Die Erkenntnisse von Agnew und Szykman (2005, 2010) führen ebenso zur Überlegung, dass bei der Anlageentscheidung die Anlageoption gewählt wird, die weniger komplex ist. Das Argument, dass der „Weg des geringsten Widerstandes“³⁷² gewählt wird, lässt aber auch den Schluss zu, dass bei einem empfundenen Information Overload eher die weniger komplizierte Anlageoption gewählt wird und damit eher eine Standardlösung³⁷³ bevorzugt wird. Nachhaltige Geldanlagen bedürfen einer zusätzlichen Auseinandersetzung mit den nicht-finanziellen Informationen des Unternehmens und einer Auswahl der Kriterien, die der nachhaltigen

³⁶⁸ Vgl. Iyengar & Lepper (2000).

³⁶⁹ Vgl. Miller (1956); Malhotra (1982); Keller & Staelin (1987).

³⁷⁰ Vgl. Bettman & Park (1980).

³⁷¹ Vgl. Agnew & Szykman (2005); Agnew & Szykman (2010).

³⁷² Choi et al. (2002) sprechen vom „Path of least resistance“.

³⁷³ Vgl. Choi et al. (2002); Agnew & Szykman (2005); Agnew & Szykman (2010).

Geldanlage zugrunde gelegt werden sollen. Aufgrund dessen ist dies die potentiell kompliziertere Anlage. Somit lautet die zu überprüfende Hypothese:

Hypothese 4 b: Diejenigen, die einen Information Overload empfinden, legen ihr Geld eher nicht nachhaltig an.

Risikoeinstellung

Risiko und Rendite kommen in der klassischen Finanzliteratur eine zentrale Bedeutung zu, wie u. a. die Portfoliotheorie von Markowitz³⁷⁴ oder das Capital-Asset-Pricing-Model von Sharpe³⁷⁵ zeigen. Auch wenn die Risikominimierung eher der klassischen Finanzmarkttheorie zuzuordnen ist, so kann dies auch ein zentrales Motiv für die Verwendung von Nachhaltigkeitsinformationen sein. Allerdings wurde bisher die Risikoeinstellung auf das Anlageverhalten nur wenig untersucht.³⁷⁶ So weist Williams (2007) darauf hin, dass die Risikoeinstellung und deren Einfluss auf das nachhaltige Anlageverhalten näher erforscht werden sollen.³⁷⁷

Wie Kapitel 2.3.1 bereits deutlich macht, besteht ein positiver Zusammenhang zwischen den Nachhaltigkeitsaktivitäten eines Unternehmens und der CFP. Es werden Informationsasymmetrien abgebaut und die Anspruchsgruppen mit Informationen versorgt.³⁷⁸ Dies führt zu einer verbesserten Beziehung zu den relevanten Stakeholdern. Wenn diese Beziehung zwischen Unternehmen und Stakeholdern tragfähig und von Vertrauen geprägt ist, können dadurch die Transaktionskosten gesenkt und das Risiko gemindert oder eliminiert werden.³⁷⁹ So können beispielsweise durch ein Nachhaltigkeitsmanagement und die Einführung von CSR-Maßnahmen Konflikte zwischen Unternehmen und der Gesellschaft antizipiert und minimiert werden. Das dahinter liegende Ziel ist, mit Hilfe von CSR-Maßnahmen das Risiko zu senken, um kein Opfer von aggressiven NGOs in Form von Skandalisierung zu werden.³⁸⁰ Denn Skandale ziehen nicht nur einen Reputationsverlust, sondern auch sinkende Umsätze und einen sinkenden Aktienpreis nach sich und ermöglichen den Wettbewerbern ihre Marktanteile zu erhöhen.³⁸¹ Zudem können CSR-Maßnahmen im Unternehmen als Schutz vor weiteren Regulierungen dienen.³⁸² Zum einen werden Gesetzgebungsprozesse durchaus dadurch beeinflusst, dass Entscheidungen zu Gunsten eines sozial verantwortungsvollen Unternehmens als wesentlich positiver wahrgenommen werden als für ein als unsozial geltendes Unternehmen.³⁸³ Zum anderen kann mit Hilfe der aktuell noch relativ freiwilligen Verantwor-

³⁷⁴ Markowitz (1952a).

³⁷⁵ Sharpe (1964).

³⁷⁶ Vgl. Lewis & Mackenzie (2000); Nilsson (2008); Dorfleitner & Utz (2014).

³⁷⁷ Vgl. Williams (2007).

³⁷⁸ Vgl. Kapitel 2.1.3.

³⁷⁹ Vgl. Barnett (2007), S. 798 oder auch Kurucz et al. (2008) und Carroll & Shabana (2010).

³⁸⁰ Vgl. Haufler (2001), S. 23, 42; Heal (2005), S. 394.

³⁸¹ Vgl. Heal (2005), S. 395.

³⁸² Vgl. Carroll & Shabana (2010), S. 89; Heal (2005), S. 395.

³⁸³ Vgl. Heal (2005), S. 395.

tungsübernahme in Form von CSR-Maßnahmen das Risiko von verbindlichen Vorschriften von Sozial- und Umweltstandards gesenkt werden. Dadurch ist es möglich, dass die Unternehmen sich bessere gesellschaftliche und institutionelle Rahmenbedingungen sichern und dem Risiko einer erweiterten Regulierung vorbeugen oder diese für sich günstig beeinflussen.³⁸⁴ Ergänzend dazu bauen Unternehmen, die CSR-Maßnahmen integrieren, ein gutes Image auf und können einen Ruf als guter Arbeitgeber erlangen.³⁸⁵ Es wird deutlich, dass CSR-Maßnahmen nicht nur helfen, Risiken zu minimieren, sondern auch weitere positive Folgen für das Unternehmen haben. Insbesondere der Risikoaspekt könnte für den Anleger der Ansatzpunkt für die Nachfrage nach Nachhaltigkeitsinformationen sein. Denn mit Hilfe dieser Informationen können sich Anleger über die CSR-Aktivitäten des Unternehmens informieren. Da ein risikoaverser Anleger bestrebt sein wird, sein Risiko möglichst klein zu halten, ist es wahrscheinlich, dass dieser auch nicht-finanzielle Informationen in Form der Nachhaltigkeitsinformationen nutzen wird. Aufgrund dessen lautet die Hypothese:

Hypothese 5 a: Je stärker die Risikoaversion, desto eher werden Nachhaltigkeitsinformationen nachgefragt.

Für die Investition in nachhaltige Anlagen gibt es verschiedene Überlegungen. Nachhaltige Geldanlagen sind ein Nischenprodukt.³⁸⁶ Dadurch könnten sie attraktiv für Anleger sein, die nach hohen Ertragschancen suchen. Auf Basis der hier angeführten Argumente und der ausführlichen Betrachtung der Literatur in den Kapiteln 2.1.3 und 2.3.2 kann allerdings vermutet werden, dass ein risikoaverser Anleger eher geneigt sein wird in nachhaltige Unternehmen anzulegen, da diese weniger anfällig für die oben genannten Risiken sind. In den ersten empirischen Studien zu der Beziehung zwischen Risiko und Anlage in SRI zeigt sich, dass die Risikowahrnehmung keinen signifikanten Einfluss auf die Anlage in SRI hat.³⁸⁷ Wird der Argumentation der Literatur gefolgt, so lautet die Hypothese:

Hypothese 5 b: Je stärker die Risikoaversion, desto eher legt der Anleger sein Geld nachhaltig an.

Nachhaltigkeitsinformationen und nachhaltige Geldanlage

Nachhaltigkeitsinformationen werden von Unternehmen herausgegeben mit dem Ziel die Informationsasymmetrien zu senken und die Anspruchsgruppen mit Informationen zu versorgen.³⁸⁸ Ein weiteres Motiv ist die Anziehung von Kapitalgebern.³⁸⁹ Nachhaltigkeitsinformationen nehmen damit Einfluss auf die Anlageentscheidung in nachhaltige Investments. Dies wurde auch in Kapitel 2.3.2 deutlich. Für die nicht-professionellen Anleger wurde dies in Ka-

³⁸⁴ Vgl. Curbach (2009), S. 165; Haufler (2001), S.42.

³⁸⁵ Vgl. Heal (2005).

³⁸⁶ Vgl. Baumast (2015), S. 954.

³⁸⁷ Vgl. Lewis & Mackenzie (2000); Nilsson (2008).

³⁸⁸ Vgl. Kapitel 2.1.3.

³⁸⁹ Vgl. Deegan (2002), S. 291.

pitel 2.3.4.4 betrachtet. Beispielsweise zeigen Barreda-Tarrazona et al. (2011), dass Anleger unabhängig von ihrer Einstellung in SRI investieren, wenn Nachhaltigkeitsinformationen zur Verfügung stehen und damit die Nachhaltigkeitsaktivitäten sichtbar sind.³⁹⁰ Selbst wenn Nachhaltigkeitsinformationen als weniger relevant durch die Anleger bewertet werden, fließen sie in die Entscheidung der Anleger ein, wie Holm und Rikhardsson (2008) zeigen.³⁹¹ Für die professionellen Anleger sind die Nachhaltigkeitsinformationen relevant.³⁹² Es zeigen beispielsweise Dhaliwal et al. (2011), dass sich die freiwillige Nachhaltigkeitsberichterstattung positiv auf die Eigenkapitalkosten auswirkt und diese senkt.³⁹³ Arnold et al. (2012) weisen nach, dass Nachhaltigkeitsinformationen von professionellen Anlegern in die Bewertung mit einbezogen werden.³⁹⁴ Für die nicht-professionellen Anleger müsste es eine ähnliche Beziehung zwischen den Nachhaltigkeitsinformationen und der anschließenden Anlageentscheidung geben. Die Hypothese dazu lautet wie folgt:

Hypothese 6: Je mehr Nachhaltigkeitsinformationen verwendet werden, desto eher wird nachhaltig angelegt.

Paradox Renditeverzicht - Prospect Theory

Im Rahmen der SRI-Literatur hat sich ein Paradox entwickelt, welches in Kapitel 2.3.4.3 ausführlich betrachtet wurde. Auf der einen Seite weisen die verschiedensten Studien einen positiven Zusammenhang zwischen CSP und CFP³⁹⁵ bzw. eine ähnlich gute Performanz von SRI-Anlagen gegenüber konventionellen Anlagen nach.³⁹⁶ Dennoch wird immer wieder die Frage untersucht, ob SRI-Anleger bereit sind, auf Rendite zu verzichten.³⁹⁷ Die Ergebnisse der Studien zeigen, dass die Bereitschaft, auf Rendite zu verzichten, heterogen ist. Einige Anleger sind bereit in der nachhaltigen Anlage auf Rendite zu verzichten.³⁹⁸ Aufgrund der Heterogenität der Ergebnisse wird die Frage in die vorliegende Untersuchung aufgenommen und im Licht der Erkenntnisse des Behavioral Finance untersucht.

Ein Ansatzpunkt für die Erklärung des Renditeverzichts ist die Prospect Theory. Die Betrachtung von Gewinnen und Verlusten erfolgt in der Prospect Theory aus einem Status quo heraus oder relativ, indem die Gewinne und Verluste im Hinblick auf ein Anspruchsniveau formuliert werden. Der formulierte Referenzpunkt ist dann das Vermögen, das im Sinne einer Zielvorstellung angestrebt wird.³⁹⁹ Es ist möglich, dass Anleger bei ihrer Anlage in nachhalti-

³⁹⁰ Vgl. Barreda-Tarrazona et al. (2011).

³⁹¹ Vgl. Holm & Rikhardsson (2008).

³⁹² Vgl. Kapitel 2.3.1 und 2.3.2.

³⁹³ Vgl. Dhaliwal et al. (2011).

³⁹⁴ Vgl. Arnold et al. (2012).

³⁹⁵ Vgl. Orlitzky et al. (2003); Margolis et al. (2009).

³⁹⁶ Vgl. Revelli & Viviani (2015).

³⁹⁷ Vgl. Lewis & Mackenzie (2000); Webley et al. (2001); Dorfleitner & Utz (2014).

³⁹⁸ Ausführlich dazu in Kapitel 2.3.4.1.

³⁹⁹ Vgl. Kahneman & Tversky (1979), S. 286.

ge Investments ihren Referenzpunkt niedriger wählen. Die Ursache dafür kann in dem zusätzlichen Nutzen, den nachhaltige Anlagen generieren, liegen, wie die Diskussion der Motive in Kapitel 2.3.4.2 zeigt. Hinzu kommt der mit der Prospect Theory verbundene Endowment-Effekt. Dabei werden die Opportunitätskosten als geringer bewertet als tatsächlich anfallende Kosten.⁴⁰⁰ Die potentiellen höheren Opportunitätskosten, die mit der geringeren Rendite verbunden sind, scheinen für die nachhaltigen Anleger hinnehmbar zu sein. Ursache dafür könnte in dem Zusatznutzen liegen, der mit dieser Anlage generiert wird. Die Hypothese lautet:

Hypothese 7: Je eher ein Anleger bereit ist, eine geringere Rendite in Kauf zu nehmen, desto eher wird er nachhaltig anlegen.

Kontrollvariablen

In Kapitel 2.3.4.1 wurden die bisherigen sozio-demografischen Erkenntnisse zu nicht-professionellen Anlegern in SRI diskutiert. Es wurde deutlich, dass das Geschlecht, das Alter, der Bildungsgrad, das Haushaltseinkommen und das Anlagevolumen Einflussfaktoren für die Anlage in nachhaltige Investments sein können. In Studien zum Information Overload zeigt sich, dass die finanziellen Kenntnisse und Erfahrungen einen wichtigen Einfluss auf den wahrgenommenen Information Overload haben.⁴⁰¹ Aufgrund dessen wird die *Anlageerfahrung* als Kontrollvariable mit aufgenommen. Zu den Kenntnissen können zudem eine wirtschaftswissenschaftliche Ausbildung und damit existierende *Vorbildung* zählen, die mit in die Kontrollvariablen aufgenommen werden sollten.

Sowohl Nachhaltigkeit als auch die Nachhaltigkeitsberichterstattung sind auf Langfristigkeit ausgerichtete Konzepte.⁴⁰² Diese finden sich auch in der Entscheidung für nachhaltige Anlagen wieder. So haben nachhaltige Anleger einen langfristigen Anlagehorizont. Die Entscheidung, in nachhaltige Geldanlagen zu investieren, ist sowohl bei institutionellen⁴⁰³ als auch bei nicht-professionellen⁴⁰⁴ Anlegern abhängig von deren Zeithorizont. Aufgrund dessen wird auch der *Anlagehorizont* kontrolliert. Basierend auf dem positiven Zusammenhang zwischen dem Anlagehorizont und der Anlage in nachhaltige Investments ist zu vermuten, dass auch zwischen dem Anlagehorizont und der Verwendung von Nachhaltigkeitsinformationen ein positiver Zusammenhang besteht.

Eine zusammengefasste Übersicht der verschiedenen Hypothesen und Kontrollvariablen ist in Tabelle 1 zu sehen.

⁴⁰⁰ Vgl. Thaler (1980), S. 44.

⁴⁰¹ Vgl. Kapitel 2.2.4.

⁴⁰² Vgl. Burritt & Schaltegger (2010), S. 834.

⁴⁰³ Vgl. Dhaliwal et al. (2011).

⁴⁰⁴ Vgl. Dorfleitner & Utz (2014).

Tabelle 1: Hypothesenübersicht und Kontrollvariablen

Theoretische Grundlage	Hypothese	Anleger unterscheiden in ihrer Anlageentscheidung zwischen finanziellen, ökologischen, sozialen und governance Informationen des Unternehmens.			
Kategorisierung	Hypothese 1	Information (a)	Wirkungsrichtung	Anlage (b)	Wirkungsrichtung
Affekt-Heuristik	Hypothese 2	Je ausgeprägter die Identifikation mit der Anlage, desto eher werden Nachhaltigkeitsinformationen verwendet.	positiv	Je ausgeprägter die Identifikation mit der Anlage, desto eher wird in nachhaltige Geldanlagen investiert.	positiv
Mental Framing	Hypothese 3	Nachhaltigkeitsorientierte Konsumenten verwenden eher nicht-finanzielle Informationen.	positiv	Nachhaltigkeitsorientierte Konsumenten investieren eher in nachhaltige Geldanlagen.	positiv
Information Overload	Hypothese 4	Diejenigen, die einen Information Overload empfinden, fragen eher keine Nachhaltigkeitsinformationen nach.	negativ	Diejenigen, die einen Information Overload empfinden, legen ihr Geld eher nicht nachhaltig an.	negativ
Risikoeinstellung	Hypothese 5	Je stärker die Risikoaversion, desto eher werden Nachhaltigkeitsinformationen nachgefragt.	positiv	Je stärker die Risikoaversion, desto eher legt der Anleger sein Geld nachhaltig an.	positiv
Nachhaltigkeitsinformationen und nachhaltige Geldanlage	Hypothese 6			Je mehr Nachhaltigkeitsinformationen verwendet werden, desto eher wird nachhaltig angelegt.	positiv
Problemfeld Renditeverzichts - Prospect Theory	Hypothese 7			Je eher ein Anleger bereit ist, eine geringere Rendite in Kauf zu nehmen, desto eher wird er nachhaltig anlegen.	positiv
Kontrollvariablen:					
Geschlecht, Alter, Bildungsgrad, Haushaltseinkommen, Anlagevolumen, Anlageerfahrung, Erbschaft, Vorbildung, Anlagehorizont					

Nachhaltigkeitsinformationen in der
Anlageentscheidung

Eine Analyse der nicht-professionellen Anleger

Hafenstein, A.

2016, XVI, 197 S. 20 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-14304-6