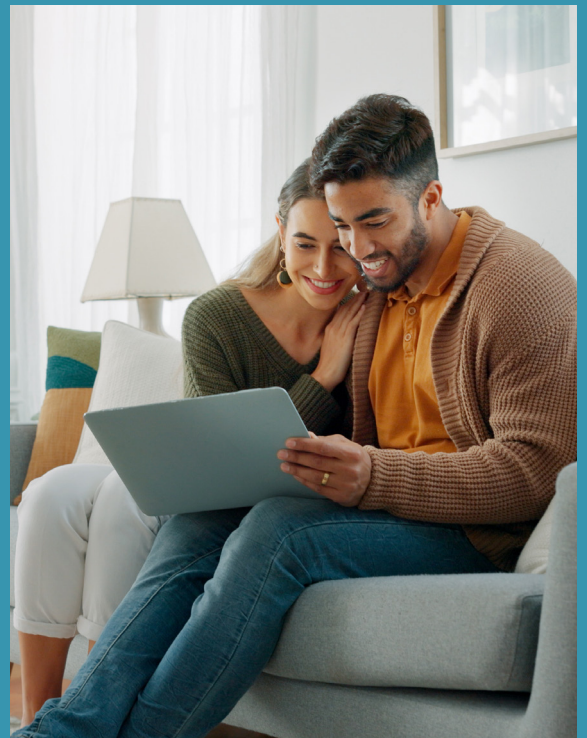


HINDERNISSE UND WEGE ZUR NACHHALTIGEN GELDANLAGE

aus Privatanleger:innenperspektive



Autor:innen: Hanne Roggemann, Kerstin Nolte, Jana Lenze,
Hauke Kruse, Lars Focko Littelmann, David Liman

Dr. Hanne Roggemann ist seit 2020 als wissenschaftliche Referentin am iff tätig. Sie ist Ökonomin und Evaluatorin.

Kontakt: hanne.roggemann@iff-hamburg.de

Prof. Dr. Kerstin Nolte ist Wissenschaftlerin am Thünen-Institut für Innovation und Wertschöpfung in Ländlichen Räumen und außerplanmäßige Professorin an der Leibniz Universität Hannover (LUH) im Institut für Wirtschafts- und Kulturgeographie. Sie ist Ökonomin und Wirtschaftsgeographin.

Kontakt: kerstin.nolte@thuenen.de

Dr. Jana Lenze ist Ökonomin und seit 2024 als wissenschaftliche Referentin am iff tätig.

Kontakt: jana.lenze@iff-hamburg.de

Hauke Kruse ist seit 2022 Doktorand an der Leibniz Universität Hannover (LUH) im Institut für Wirtschafts- und Kulturgeographie. Er ist Wirtschaftsgeograph und forscht zu nachhaltigem Konsum.

Kontakt: kruse@wigeo.uni-hannover.de

David Lieman und Lars Focko Littellmann haben als studentische Hilfskräfte im Forschungsprojekt mitgearbeitet.



Gefördert durch:



Das iff bedankt sich herzlich bei den Beiratsmitgliedern für die Begleitung des Forschungsprojektes:

Roland Kölsch (F.I.R.S.T. e.V.), Silke Stremlau (Sustainable Finance Beirat), Anke Behn (Verbraucherzentrale Bremen), Marcus Brenken (ökofinanz 21), Dennis Grünert (HASPA)

Inhaltsverzeichnis

1. Zusammenfassung	1
2. Einleitung	6
3. Methodisches Design.....	8
4. Nachhaltigkeitsverständnis	9
4.1. Perspektive der Privatenleger:innen: Verständnis von Nachhaltigkeit und Nachhaltige Geldanlage.....	9
4.2. Nachhaltige Geldanlage – Bedeutung der Nachhaltigkeit	16
4.2.1. Zweck der Geldanlage und Ziele mit nachhaltigen Investitionen	16
4.2.2. Nachhaltige Geldanlage – Anlagestrategien	20
4.3. Nachhaltigkeitspräferenzen der Privatenleger:innen im Kontext der aktuellen Regulatorik	22
5. Informationsproblem beim Thema Nachhaltigkeit und Bewertung regulatorischer Maßnahmen	24
5.1. Komplexe Informationslage und EU-Taxonomie	24
5.2. MiFID II zur Förderung von Nachhaltigen Geldanlagen.....	27
5.3. Ableitung von Verbraucher:innentypen gemäß ihres Informationsbedarfs	30
5.4. Wie informieren sich Verbraucher:innen?	32
6. Fazit: Nachhaltige Geldanlagen- Entscheidungsfindung und Strategien von Verbraucher:innen	35
6.1. Informationsbedarf und Anlagestrategie: Verbrauchertypen	35
6.2. Implikationen für das Beratungsgespräch	40
6.3. Förderung der Glaubwürdigkeit von Informationsquellen.....	43
7. Anhang	44
8. Literaturverzeichnis	45

1. Zusammenfassung

Um die Ziele für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals, SDGs) und die EU-Klimaziele im Rahmen des europäischen Green Deals zu erreichen, muss die Wirtschaft eine Transformation hin zu nachhaltigen Geschäftsmodellen vollziehen. Umfragen deuten auf ein steigendes Interesse von Verbraucher:innen an nachhaltigen Anlageprodukten hin, die sich jedoch nicht in ein entsprechendes Handeln übersetzen. Die europäische Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II) berücksichtigt das zunehmende Interesse der Verbraucher:innen an nachhaltigen Anlageprodukten, indem mehr Transparenz geschaffen werden soll. Damit diese Verordnung jedoch dazu beitragen kann, dass mehr privates Kapital in nachhaltige Anlagen umgeschichtet wird, müssen aus Sicht der Autor:innen drei große Herausforderungen bewältigt werden:

1. Die Nachhaltigkeitspräferenzen und das Nachhaltigkeitshandeln der Privatanleger:innen müssen besser verstanden werden,
2. nachhaltige Finanzprodukte müssen nach ihrem Nachhaltigkeitsansatz differenziert und gekennzeichnet werden und
3. Anlageberater:innen müssen entsprechend geschult werden.

Während die Punkte 2) und 3) im Abschlussbericht des Beirats für Nachhaltige Finanzwirtschaft der Bundesregierung (Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung, 2021, S. 92–93; 100–102) und in der Strategie der Bundesregierung für Nachhaltige Finanzwirtschaft (Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung, 2021, S. 21ff.; 36) adressiert werden, wird die Verbraucher:innenperspektive auf nachhaltige Finanzwirtschaft weitgehend außer Acht gelassen.

Um diese Perspektive aufzunehmen, widmet sich der vorliegende Bericht zwei Forschungsfragen:

1. Mit welcher Realität sind Privatanleger:innen konfrontiert, wenn sie versuchen, nachhaltige Anlageentscheidungen zu treffen?
2. Welche Art von Informationen sind für Privatanleger:innen wichtig, um nachhaltige Anlageentscheidungen zu treffen, die ihre Präferenzen widerspiegeln?

Die Erkenntnisse des vorliegenden Berichts sollen Privatanleger:innen dabei unterstützen, ihre Nachhaltigkeitspräferenzen in die Anlageentscheidung einfließen zu lassen.

Zentral ist dabei, wie die Bedeutung von Nachhaltigkeit durch hinreichende Informationen erfasst und bewertet werden kann, damit eine Entscheidung zur nachhaltigen Geldanlage ermöglicht wird.

Methode

Zunächst wurde der Frage nachgegangen mit welcher Realität Privatenleger:innen konfrontiert sind, wenn sie versuchen, Nachhaltigkeit in ihre Anlageentscheidungen einzubeziehen. Neben Literaturanalyse und Expert:inneninterviews wurde eine Kommunikationsanalyse durchgeführt, welche darstellt, wie das Thema Nachhaltige Geldanlage in ihrem öffentlich Auftritt adressiert wird. Auch die Angebotsseite der Analyseprodukte wurde anhand einer Portfolioanalyse bei einzelnen beispielhaften Fonds untersucht.

In unserer zweiten Fragestellung stehen die Privatenleger:innen, ihre Präferenzen und ihr Informationsbedarf hinsichtlich nachhaltiger Geldanlagen im Vordergrund. An acht Fokusgruppendifkussionen (FGD) nahmen 48 Diskussionsteilnehmer:innen teil, mit einem Durchschnittsalter von 42 Jahren. Eine mögliche Verzerrung kann etwa darin bestehen, dass die Diskussionen digital durchgeführt wurden und somit ggf. Menschen mit schlechter digitaler Ausstattung ausschließen.

Nachhaltigkeitsverständnis

Die Diskussionsteilnehmer:innen weisen ein diverses Nachhaltigkeitsverständnis auf, welches sie unter anderem mit dem Fehlen einer einheitlichen Definition begründen. Auch die Literatur bestätigt, dass es keine universell akzeptierte Definition von Nachhaltigkeit gibt und der Begriff ein breites, mehrdeutiges und allumfassendes Konzept abbildet. Im Rahmen der FGD werden verschiedene Konzepte der Nachhaltigkeit thematisiert, die für einige der Teilnehmenden eine Orientierungshilfe für das eigene Verständnis von Nachhaltigkeit bieten. Der in der Literatur dargestellte Zusammenhang zwischen persönlichen Ideologien und Vorstellungen vom Nachhaltigkeitsverständnis wird durch die FGD insofern bestätigt, als dass sozioökonomische Merkmale für das Nachhaltigkeitsverständnis weniger ausschlaggebend sind.

Die von den Teilnehmenden angeführten Beispiele für ihr Verständnis von Nachhaltigkeit beziehen sich häufig auf das individuelle Konsumverhalten. Das Verständnis von Nachhaltigkeit bei Verbraucher:innen ist überwiegend auf ökologische Aspekte konzentriert. Neben ökologischen Beispielen nennen die Teilnehmer:innen auch verschiedene soziale Aspekte die in ihren Augen Nachhaltigkeit verkörpern. Über die ökologische und soziale Fokussierung hinaus, wird die Ganzheitlichkeit des Konzeptes Nachhaltigkeit in den FGD thematisiert. Hierbei kommen auch die Zielkonflikte zwischen den verschiedenen Nachhaltigkeitsdimensionen in den Fokus. Um mit diesen Zielkonflikten umzugehen, bilden einige Diskussionsteilnehmer:innen Rangfolgen. Tatsächlich klaffen die Meinungen über die Priorisierung der Nachhaltigkeitsdimensionen auch im akademischen und politischen Diskurs auseinander, sodass nicht alle Modelle und Konzepte auf ein Gleichgewicht zwischen den Dimensionen abzielen.

Präferenzen bezüglich der Nachhaltigen Geldanlage

Die Auswertungen zeigen, dass für den Großteil der befragten Anleger:innen die ökonomische Rendite die Hauptmotivation für eine Geldanlage darstellt. Die Nachhaltigkeitspräferenzen, die mit den ökonomischen Zielen in Einklang gebracht werden sollen, beziehen sich einerseits auf das Thema der ESG-Risiken, andererseits erwarten die Diskussionsteilnehmenden von einer nachhaltigen Geldanlage nachhaltigkeitsbezogene Wirkungen. Der Ausschluss von Branchen und Unternehmen wird unter den Teilnehmenden am häufigsten mit einer nachhaltigen Geldanlage assoziiert. Durch die Anwendung von Ausschlusskriterien können Privatenleger:innen sicherstellen, keine negativen Auswirkungen zu unterstützen und entsprechend Nachhaltigkeitsrisiken zu berücksichtigen.

Wie sich die individuellen Nachhaltigkeitspräferenzen zu den ökonomischen Zielen verhalten wird anhand der Diskussion zum magischen Dreieck konkretisiert. Viele Diskussionsteilnehmer:innen vermuten bei nachhaltigen Geldanlagen eine geringere Rendite im Vergleich zu konventionellen Geldanlagen. Studienergebnisse widersprechen dem von Privatenleger:innen erwarteten negativen Zusammenhang zwischen der Rendite und der Nachhaltigkeit von Anlageprodukten.

Eine Differenzierung der oben erwähnten beiden Nachhaltigkeitspräferenzen in Bezug auf ESG-Risiken und nachhaltige Wirkungen erklären die großen Unterschiede in der Einschätzung. Eine differenzierte Betrachtung von Nachhaltigkeitsambitionen in Bezug auf Risiko, Rendite und Liquidität sind notwendig, um die Entscheidungsfindung für Privatanleger:innen zu erleichtern. In Bezug auf Wirkungsorientierung bedarf es in der Diskussion einer Differenzierung darüber, auf welcher Ebene diese Wirkung generiert wird.

Die Bundesregierung und die Europäische Kommission versuchen mit unterschiedlichen Maßnahmen auch für Privatanleger:innen Orientierung bei der nachhaltigen Geldanlage zu geben. Ein Abgleich der Nachhaltigkeitspräferenzen der Teilnehmenden mit der aktuellen Regulatorik zeigt, dass die systemische Betrachtung von Nachhaltigkeit unter Berücksichtigung von Spannungsfeldern nur unzureichend berücksichtigt wird. Zudem sehen Expert:innen und Fokusgruppenteilnehmer:innen in der Diskussion zur Einordnung von Gas, Atom und Rüstungsindustrie in die Taxonomie die Gefahr der Verunsicherung von Privatanleger:innen. Als weitere Orientierungshilfe wurde am 10.03.2021 die Offenlegungs-VO¹ in Kraft gesetzt, die teilweise jedoch auch zu mehr Verunsicherung auf Seiten der Verbraucher:innen geführt hat, indem sie als Label kommuniziert wurde und so unberechtigte Erwartungen bei Verbraucher:innen hinsichtlich des Nachhaltigkeitsniveau von Anlageprodukten hervorgerufen hat. Auch die MiFID II Verordnung soll die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitspräferenzen in der Anlageentscheidung fördern. Diese derzeitige Abfrage der Nachhaltigkeitspräferenzen nach den drei Kategorien EU-Taxonomie, Offenlegungs-VO und PAIs ist für die Privatanleger:innen sehr komplex, auch, weil inhaltlich keine Verknüpfungspunkte zwischen den einzelnen Kategorien bestehen.

Informationsproblem beim Thema Nachhaltigkeit

Eine zentrale Herausforderung für Privatanleger:innen besteht in der Informationslage zu nachhaltigen Geldanlagen. In der Theorie hindert eine schlechte Informationslage und die damit einhergehende Schwierigkeit der Bewertung von Nachhaltigkeitsaspekten Privatanleger:innen daran, Nachhaltigkeit in die Anlageentscheidung mit einzubeziehen und verdrängt so ambitioniert-nachhaltige Produkte vom Markt. Empirische Literatur bestätigt, dass Intransparenz und Unsicherheiten über die Qualität nachhaltiger Finanzprodukte das Risiko bergen, dass Interessenten dem Markt fernbleiben und eine Kaufentscheidung zugunsten konventioneller Anlageprodukte treffen. Durch die EU-Taxonomie soll die „Market for Lemons“-Problematik im Bereich Sustainable Finance adressiert werden, dies gelingt jedoch nur bedingt. Produkthanbieter nutzen derzeit ein starres, eindimensionales Bewertungssystem, das von Nachhaltigkeitsklassifizierungen der Regulatorik geprägt ist. Es ist kaum möglich, eigene Bewertungsverfahren mit Bezug auf die eigenen Nachhaltigkeitspräferenzen anzudocken.

Das Gefühl des Nicht-Wissens und der Verunsicherung bei Privatanleger:innen wird verstärkt durch die Uneinheitlichkeit der Ansätze zur Abgrenzung von Nachhaltigkeit in der Regulatorik. Die Uneinheitlichkeit und die damit einhergehenden unterschiedlichen Meinungen und Definitionen von Nachhaltigkeitsaspekten werden oftmals als Informationsüberfluss bewertet und erschweren somit den Bewertungsprozess. Das Nicht-Wissen der Verbraucher:innen wird auch verstärkt durch die Schwierigkeit, den von einer nachhaltigen Geldanlage erwarteten Transformationsgedanken und die erwartete Wirkung der nachhaltigen Geldanlage abzubilden. In der aktuellen Regulatorik wird der Transformationsgedanke bisher kaum berücksichtigt. Aufbauend auf der EU-Regulatorik soll die Einführung einer „ESG-Skala²“ Privatanleger:innen mehr Transparenz und eine verbesserte Informationslage zu den Nachhaltigkeitsmerkmalen der Finanzprodukte bieten und dadurch die Entscheidungsfindung erleichtern.

Ein zweites Instrument ist die obligatorische Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen bei der Anlageberatung durch MiFID II. Bevor individuelle Nachhaltigkeitspräferenzen abgefragt wer-

¹ EU-Offenlegungsverordnung (Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR, Verordnung (EU) 2019/2088), eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088

² ESG_Skala_Abschlussempfehlung.pdf (sustainable-finance-beirat.de)

den, müssen Berater:innen andere Anlageziele, den zeitlichen Horizont und die individuellen Umstände von Kund:innen klären. Die Erhebung der Nachhaltigkeitspräferenzen erfolgt durch eine binäre (0/1) Abfrage, bei der ermittelt wird, ob „Nachhaltigkeit bei der Anlage oder in anderen Finanzthemen berücksichtigt werden sollte“. Wenn diese binäre Abfrage bejaht wird, werden die Nachhaltigkeitspräferenzen über den Bezug zur Taxonomie-VO oder der Offenlegungs-VO konkretisiert. Unter den Expert:innen herrscht Einigkeit darüber, dass die Umsetzung dieser Maßnahmen nicht zielführend ist. Die Komplexität der Regulierung wird als Grund für den Misserfolg gesehen. Bestätigt wird die mangelnde Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen durch eine Testkäufer-Kampagne der 2° Investing Initiative. Insgesamt zeigen Studien, dass weniger Kund:innen in der Anlageberatung an Nachhaltigkeit interessiert sind, auch wenn dies nicht allein auf die Einführung von MiFID II zurückzuführen ist. Die derzeitige Regulierung des Beratungsgesprächs hat keinen Beitrag zur Reduzierung der Überforderung und Komplexität gebracht und es besteht die Gefahr, dass Anleger:innen das Interesse an nachhaltigen Investments verlieren könnten.

Verbrauchertypen hinsichtlich des Informationsbedarfs

Um das beschriebene Informationsproblem anzugehen, bedarf es eines tiefergehenden und differenzierten Verständnisses in Bezug auf den Informationsbedarf von Privatenleger:innen. Es existieren unterschiedliche Bedürfnisse an die Informationsverfügbarkeit und Transparenz der Nachhaltigkeitsaspekte nachhaltiger Geldanlagen, die verstanden und bei der Bereitstellung von Informationen berücksichtigt werden sollten.

Basierend auf den FGD lassen sich drei schematisierte Verbrauchertypen identifizieren, die sich hinsichtlich ihrer Informationsbedarfe, Ansprüche an die Qualitätsbewertung und Suchkosten unterscheiden. In der ersten Kategorie der Privatenleger:innen besteht kein Informationsbedarf zu nachhaltigen Geldanlagen. In der zweiten Kategorie der Privatenleger:innen besteht ein starker Wunsch nach Komplexitätsreduzierung, da vorhandene Informationen als zu umfangreich und intransparent wahrgenommen werden. Insofern verlassen sich Verbraucher:innen dieser Kategorie gerne auf die Bewertung Dritter. Für sie sind Empfehlungen von Berater:innen aber auch Siegel, Label und Vergleichsplattform als Informationsquelle hilfreich. Entsprechend ist die Glaubwürdigkeit der Quelle für diese Verbraucher:innengruppe wesentlich und ihre einzige Strategie dagegen, durch Greenwashing-Praktiken enttäuscht zu werden. In der dritten Kategorie von Privatenleger:innen besteht ein hoher Informationsbedarf und ein ausgeprägter Wunsch nach differenzierten und umfangreichen Informationen, um eine eigene fundierte Qualitätsbewertung einer nachhaltigen Geldanlage durchführen zu können. Diese Gruppe ist bereit, hohe Suchkosten in Kauf zu nehmen, um eine eigene, individuelle und umfassende Bewertung vorzunehmen.

Informationsverfügbarkeit und Informationsquelle

Aus den bestehenden Informationsbedarfen der Privatenleger:innen ergibt sich die Frage, welche Informationsverfügbarkeit hinsichtlich Nachhaltigkeitsaspekten besteht und welche Informationsquellen genutzt werden.

An Geldanlage interessierte Verbraucher:innen nutzen neben dem persönlichen Umfeld vor allem das Internet als Informationsquelle. Sie informieren sich beispielsweise auf Onlineplattformen von Labels oder Vergleichsplattformen, bei unabhängigen Institutionen oder auf der Website von Banken.

Die Kommunikationsanalyse der Anlageproduktanbieter zeigt, dass mittlerweile Nachhaltigkeit auf jeder Bank-Homepage angesprochen wird, es liegt jedoch keine einheitliche Verwendung des Begriffs Nachhaltigkeit vor. Sowohl „konventionelle“ Banken als auch nachhaltige Banken stellen ihren Nachhaltigkeitsanspruch mittels der Nennung vieler verschiedener Mitgliedschaften bei Nachhaltigkeitsinitiativen dar und folgen unterschiedlichen internationalen Richtlinien und Rahmenwerken. Der inflationär verwendete Begriff Nachhaltigkeit sowie die sehr unterschiedliche Informationsdichte zu der Definition und den Inhalten der jeweiligen Nachhaltig-

keitsstrategien auf den Webseiten der Produktanbieter stellen Verbraucher:innen vor Herausforderungen hinsichtlich Vergleichbarkeit und Transparenz der Qualität nachhaltiger Produkte.

Unabhängig von den genutzten Informationsquellen steht die Vertrauenswürdigkeit der Information im Vordergrund. Kommunikation über Nachhaltigkeit, die ungerechtfertigterweise nachhaltige Wirkung und Transformation verspricht, führt bei den Verbraucher:innen zu Enttäuschung und Verunsicherung und dazu, dass Nachhaltigkeitsaspekte bei der eigenen Anlageentscheidung nicht berücksichtigt werden. Beim Schutz vor Greenwashing kommt den Verbraucher:innen das Verbot unlauterer geschäftlicher Handlungen und irreführender Werbung zugute. Darstellungen, die etwaige ökologische Wirkungen durch die Anlageentscheidung suggerieren, ohne diese nachzuweisen, können entsprechend als irreführende geschäftliche Handlungen gem. § 5 Abs. 1 UWG betitelt werden. Mittlerweile wurden einige Finanzakteure wegen irreführender Handlungen (Greenwashing) verurteilt. In beiden Urteilsbegründungen wird das besondere Aufklärungsbedürfnis von Verbraucher:innen in Bezug auf Werbung mit nachhaltigen Themen hervorgehoben. Entsprechend hat die Europäische Kommission 2023 strengere Vorgaben für umwelt- und nachhaltigkeitsbezogene Werbung vorgeschlagen. Um Verbraucher:innen vor irreführenden Nachhaltigkeitsansprüchen zu schützen, hat die ESMA am 14.05.2024 finale Leitlinien³ veröffentlicht, die EU-einheitliche Vorgaben zu nachhaltigen Fondsamen beinhalten.

Entscheidungsfindung Nachhaltige Geldanlagen

Um die individuellen Bedarfe von Privatanleger:innen zu Informationen und Produkt-Angebot in der Beratung zu konkretisieren, nehmen wir eine vereinfachte Darstellung verschiedener Verbrauchertypen vor. In Bezug auf die Nachhaltigkeitspräferenzen beschränken wir uns bei der Darstellung der Typen auf drei Wirkungsambitionen der Privatanleger:innen und folgen dabei der Eurosif-Methode (Busch, Pruessner, Palinska & Garrault, 2024). Die Privatanleger:innen mit nur geringen Wirkungsambitionen hinsichtlich ihrer Geldanlage werden als wirkungsindifferent bezeichnet und konzentrieren sich vor allem auf ESG-Risiken. Die Gruppe der Wirkungsinteressierten äußert den Wunsch nach einer ökologischen oder sozialen Wirkung des Investments. Die Gruppe der wirkungsambitionierten Privatanleger:innen hat Impact-Generierung als Investment-Ziel und zielt entsprechend auf einen Investor-Impact ab, also auf den Teil des Unternehmens-Impact, der auf die Aktivitäten der Investoren zurückzuführen ist. Gemeinsam mit den unterschiedlichen Informationsbedarfen der Komplexitätsreduzierenden und der Detailinteressierten können so sechs verschiedene Verbrauchertypen unterschieden werden.

Implikationen für das Beratungsgespräch

In der derzeitigen Regulatorik zum Beratungsgespräch ist es nicht möglich auf diese unterschiedlichen Verbrauchertypen einzugehen. Eine Anpassung müsste sein, dass Berater:innen die Abfrage zu Nachhaltigkeitspräferenzen zukünftig individuell gestalten dürfen, auch um die Nachhaltigkeitspräferenzen der Verbraucher:innen adäquat zu identifizieren. Um den Informationsbedürfnissen und Nachhaltigkeitsambitionen der unterschiedlichen Verbrauchertypen in

der Anlageberatung gerecht zu werden, bedarf es einer individuellen Informationsbereitstellung, um eine Qualitätsbewertung bzgl. der Nachhaltigkeitsaspekte einer Anlage zu erleichtern.

Die Unvollständigkeit der Regulatorik in Bezug auf die Wirkung der Geldanlagen ermöglicht teilweise Fonds-Bezeichnungen, die einen starken Impact und eine nachhaltige Wirkung suggerieren. Um dieser Problematik zu begegnen und ein erfolgreiches Beratungsgespräch zu ermöglichen, sollte insgesamt eine höhere Transparenz hinsichtlich der Nachhaltigkeitsaspekte sichergestellt werden. Dies kann durch eine verbesserte Regulierung zur Vermeidung irreführender Darstellungen erreicht werden, wodurch die Transparenz erhöht und die Aufklärung der Verbraucher:innen gefördert wird. Darüber hinaus können Produktanbieter durch eine detailliertere Informationsbereitstellung beim Vertrieb zur Steigerung der Transparenz beitragen.

³ ESMA34-472-440 Final Report on the Guidelines on funds names (europa.eu)

Auch gezielte Schulungen der Berater oder die Einsetzung von auf Nachhaltigkeit spezialisierten Berater:innen innerhalb einer Bank können zur Aufklärung beitragen.

Durch die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsaspekten sind die traditionellen Entscheidungsdimensionen des magischen Dreiecks (Rendite/Risiko/Liquidität) einer Anlageentscheidung nicht mehr hinreichend und sollten um den Nachhaltigkeitsaspekt erweitert werden. Nachhaltigkeit sollte weniger als 0/1 Abfrage in der Beratung eingeführt werden, sondern als kontinuierliche Dimension, die je nach Ambitionsniveau auch im Spannungsverhältnis zu Rendite, Risiko und Liquidität stehen kann, dann nämlich, wenn die Nachhaltigkeitsambition mit risikoreicheren Assetklassen einhergeht.

Implikation für die Ansprache

Die Glaubwürdigkeit von Informationen und Informationsquellen, stellt eine weitere Hürde für die erfolgreiche Qualitätsbewertung dar. Die verzerrten Erwartungen von Verbraucher:innen hinsichtlich Wirkungseffekten durch nachhaltige Geldanlageentscheidungen sind unter anderem ein Resultat der Ansprache. Um die Erwartungen von Verbraucher:innen der Realität anzupassen, sollte die Ansprache reguliert werden. Zusätzlich sollte die Art und Weise, wie die Anbieter von Anlageprodukten kommunizieren, in die Nachhaltigkeitsbewertung von Dritten einbezogen werden. Schließlich kann eine terminologische Differenzierung zwischen Impact-Generating und Impact-Alignment in den gesellschaftlichen Diskurs Eingang finden, um hier Erwartungsmanagement zu betreiben.

2. Einleitung

Um die Ziele für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals, SDGs) und die EU-Klimaziele im Rahmen des europäischen Green Deals zu erreichen, muss die Wirtschaft eine Transformation hin zu nachhaltigen Geschäftsmodellen vollziehen. Ein zentraler Anreiz hierfür kann an Nachhaltigkeitskriterien gekoppeltes privates Kapital sein. Dann können auch nachhaltige Anlageentscheidungen von Privatenleger:innen einen Beitrag zu einer Nachhaltigkeitstransformation leisten. Dieser Situation sind sich auch viele Verbraucher:innen bewusst. Die globalen Umweltveränderungen, insbesondere die Bedrohung durch den Klimawandel vor dem Hintergrund endlicher Ressourcen, veranlassen viele Menschen dazu, ihre Konsum- und Investitionsentscheidungen zu überdenken (Jackson, 2014).

Umfragen deuten auf ein steigendes Interesse von Verbraucher:innen an nachhaltigen Anlageprodukten hin, die sich jedoch nicht in ein entsprechendes Handeln übersetzen. In einer Umfrage der Verbraucherzentrale (VZ) Bremen aus dem Januar/Februar 2022 gaben 50 % der Befragten an, ein sehr großes (11%) oder eher großes (39%) Interesse daran zu haben, selbst Geld in nachhaltige Geldanlagen zu investieren (Verbraucherzentrale Bremen, 2022). Anders sieht es dagegen bei den *tatsächlichen* Anlageentscheidungen aus, denn nur 22% der Befragten hatten tatsächlich zu diesem Zeitpunkt nachhaltig investiert. Bei einer aktuellen Online-Umfrage im Auftrag des Bundesverbandes deutscher Banken (2023) gaben nur 10% der Befragten an, nachhaltig zu investieren. Dieser Wert liegt sogar einen Prozentpunkt unter den Ergebnissen des Vorjahrs. Das Potenzial ist jedoch weiterhin hoch: über die Hälfte derjenigen, die aufgrund von geringem Wissen noch nicht nachhaltig investieren, können sich vorstellen, dies zukünftig zu tun. Diese Zahlen zeigen auf, dass zwar Interesse besteht, das eigene Geld so zu investieren, dass ein Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung geleistet wird, sich dieses Interesse aber nicht in Nachhaltigkeitshandeln niederschlägt. Dies wird in der Literatur als „attitude behaviour gap“ bezeichnet (Bray, Johns & Kilburn, 2011; Carrington, Neville & Whitwell, 2010).

Die europäische Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID II) berücksichtigt das zunehmende Interesse der Verbraucher:innen an nachhaltigen Anlageprodukten. In Umsetzung der MiFID II-Anforderungen erging die DelVO, welche seit August 2022 Anlageberater:innen verpflichtet, neben den Präferenzen der Verbraucher:innen in Bezug auf die Rentabilität, Sicherheit und Liquidität ihrer Anlage auch die entsprechenden Präferenzen in Bezug auf Nachhaltigkeit im Beratungsgespräch zu thematisieren (Cengiz, Braun & von Nitzsch, 2010).

Damit diese Verordnung jedoch dazu beitragen kann, dass mehr privates Kapital in nachhaltige Anlagen umgeschichtet wird, müssen aus Sicht der Autor:innen drei große Herausforderungen bewältigt werden:

1. Die Nachhaltigkeitspräferenzen und das Nachhaltigkeitshandeln der Privatanleger:innen müssen besser verstanden werden,
2. Nachhaltige Finanzprodukte müssen nach ihrem Nachhaltigkeitsansatz differenziert und gekennzeichnet werden und
3. Anlageberater:innen müssen entsprechend geschult werden.

Während die Punkte 2) und 3) im Abschlussbericht des Beirats für Nachhaltige Finanzwirtschaft der Bundesregierung (Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung, 2021, S. 92–93; 100–102) und in der Strategie der Bundesregierung für Nachhaltige Finanzwirtschaft (Die Bundesregierung, 2021, S. 21ff.; 36) adressiert werden, wird die Verbraucher:innenperspektive auf nachhaltige Finanzwirtschaft weitgehend außer Acht gelassen.

Um diese Perspektive aufzunehmen, widmet sich der vorliegende Bericht zwei Forschungsfragen:

1. Mit welcher Realität sind Privatanleger:innen konfrontiert, wenn sie versuchen, nachhaltige Anlageentscheidungen zu treffen?
2. Welche Art von Informationen sind für Privatanleger:innen wichtig, um nachhaltige Anlageentscheidungen zu treffen, die ihre Präferenzen widerspiegeln?

Die Erkenntnisse des vorliegenden Berichts sollen Privatanleger:innen dabei unterstützen, ihre Nachhaltigkeitspräferenzen in die Anlageentscheidung einfließen zu lassen. Zu diesem Zweck werden im ersten Schritt das Nachhaltigkeitsverständnis, die Bedeutung von Nachhaltigkeit in der Anlagestrategie und die entsprechenden Entscheidungskriterien der Privatanleger:innen erhoben. In einem zweiten Schritt werden diese zur vorliegenden Realität von Privatanleger:innen auf dem Weg zu einer nachhaltigen Investitionsentscheidung in Bezug gesetzt.

Die Realität der Privatanleger:innen wird geprägt durch öffentliche Informationen zum Thema nachhaltige Geldanlage von Banken, Beratungen und Anbietern von Anlageprodukten, wo sie mit dem Problem der Informationsasymmetrie konfrontiert sind. Die Bandbreite an nachhaltigen Produkten führt zu einem hohen Informationsbedarf, um Produkte nach den eigenen Präferenzen zu identifizieren. Auch die Regulierungen bezüglich des Anlagegesprächs und genutzte Klassifizierungssysteme gehören zu dieser Realität.

Zentral ist dabei, wie die Bedeutung von Nachhaltigkeit durch hinreichende Informationen erfasst und bewertet werden kann, damit eine Entscheidung zur nachhaltigen Geldanlage ermöglicht wird. Privatanleger:innen ist es nicht ohne weiteres möglich, die Nachhaltigkeit einer Anlage zu beurteilen, da ihnen hierzu nur ungenügende Informationen vorliegen. Eine schlechte Informationslage kann durch Informationsmangel, unpassende Informationen oder auch durch einen Informationsüberfluss hervorgerufen werden. Entsprechend sollen durch die Erkenntnisse des vorliegenden Projekts auch konkrete Handlungsempfehlungen für die Anlage-

beratung geschaffen werden, um durch die Schaffung von Transparenz die Entscheidungsfindung von Verbraucher:innen bezüglich Nachhaltigkeitsprodukten zu erleichtern.

Der Bericht stellt zunächst das methodische Design, die Informationsquellen und den Analyseansatz vor (Kapitel 3). Kapitel 4 stellt die Erkenntnisse zum Nachhaltigkeitsverständnis der Verbraucher:innen dar. Anschließend wird in Kapitel 5 auf die Informationslage und den Informationsbedarf eingegangen. In Kapitel 6 wird diskutiert, was diese Erkenntnisse für die Entscheidungsfindung einer nachhaltigen Geldanlage bedeuten und Kapitel 7 erläutert konkrete Handlungsempfehlungen.

3. Methodisches Design

Das Forschungsprojekt generiert Erkenntnisse dazu, wie Nachhaltigkeitsinformationen bei Anlageprodukten aus Sicht der Privatenleger:innen zur Verfügung gestellt werden müssen, damit Privatenleger:innen ihre Nachhaltigkeitspräferenz in ihre Anlageentscheidung einbeziehen können. Zwei zentrale Forschungsfragen strukturieren unsere Datenerhebung und Datenanalyse. Unsere Analyse stützt sich auf bestehende Literatur und Informationen und selbst erhobene qualitative Daten. Alle Datenquellen werden mit Hilfe der Software MaxQDA inhaltsanalytisch ausgewertet und synthetisiert. Über induktive Kodierungen gelingt es uns, zentrale Themen aus dem Material zu identifizieren.

Zunächst wurde der Frage nachgegangen mit welcher Realität Privatenleger:innen konfrontiert sind, wenn sie versuchen, Nachhaltigkeit in ihre Anlageentscheidungen einzubeziehen. Um ein kohärentes Bild über das Informationsangebot zu erhalten, wurden 11 Expert:inneninterviews mit Akteur:innen aus den Bereichen Wissenschaft, Beratung, Vermögensverwaltung und Siegel/Ratings (siehe Anhang) sowie eine Literaturanalyse durchgeführt.

Neben den Expert:inneninterviews wurde eine Kommunikationsanalyse durchgeführt, welche darstellt, wie das Thema der nachhaltigen Geldanlage in ihrem öffentlichen Auftritt adressiert wird. Analysiert wurde, wie Vermögensverwaltungen, Banken und Finanzberatungen mögliche Kund:innen, die an nachhaltigen Produkten interessiert sind, ansprechen und welche Informationen sie zur Verfügung stellen. Hierfür haben wir öffentlich verfügbare Informationen von unterschiedlichen „konventionellen“ Banken, nachhaltigen Banken, Finanzberatungen, „klassischen“ und nachhaltigen Vermögensverwaltungen und Neo-Brokern analysiert. Um möglichst viele Privatkund:innen in der Analyse abzudecken, wurden Banken mit den höchsten Marktanteilen ausgewählt (Leichsenring, 2022). Zudem haben wir bei der Auswahl der anderen Akteur:innen darauf geachtet, dass diese eine zentrale Position im Markt einnehmen oder speziell auf Nachhaltigkeit ausgelegt sind (siehe Liste der analysierten Akteur:innen im Anhang).

Auch die Angebotsseite der Analyseprodukte wurde anhand einer Portfolioanalyse bei einzelnen beispielhaften Fonds untersucht. Hierfür wurden Fonds analysiert, die von den zuvor ausgewählten Akteur:innen emittiert wurden oder angeboten werden. Die Fonds wurden auf bestimmte Nachhaltigkeitsdimensionen, wie Nachhaltigkeitsansatz, Nachhaltigkeitsresearch und Ausschlusskriterien untersucht (siehe Tabelle im Anhang).

In unserer zweiten Fragestellung stehen die Privatenleger:innen, ihre Präferenzen und ihr Informationsbedarf hinsichtlich nachhaltiger Geldanlagen im Vordergrund. Um Einblicke in die Privatenleger:innenpräferenzen zu gewinnen, wurden digitale Fokusgruppensitzungen (FGD) mit Privatenleger:innen durchgeführt. Die Teilnehmer:innen der FGD wurden über 1) Newsletter, LinkedIn und persönliche Ansprache und 2) über einen externen Dienstleister akquiriert. In den Fokusgruppensitzungen wurde zu Beginn mit den Teilnehmer:innen über das Verständnis von Nachhaltigkeit sowie nachhaltigen Investitionen diskutiert. Welche Dimension von Nachhaltigkeit für Privatenleger:innen im Vordergrund steht, kann für verschiedene Privatenleger:innen unterschiedlich sein und damit auch einen entscheidenden Einfluss

auf die für die Anlageentscheidung benötigten Informationen haben. Die Kernfrage der FGD ist entsprechend, welche Art von Informationen Privatanleger:innen wichtig sind, um nachhaltige Anlageentscheidungen zu treffen, die ihre Präferenzen und ihre Verbraucher:innenidentität widerspiegeln.

An acht Fokusgruppendifkussionen nahmen 48 Diskussionsteilnehmer:innen teil. Das Durchschnittsalter betrug 42 Jahre. Von den Diskussionsteilnehmer:innen waren 14 im Alter von 20-29 Jahren, 17 im Alter von 30-49 Jahren und 16 im Alter von 50 bis 70 Jahren. 22 (48%) Teilnehmer:innen waren weiblich. Das eigene Finanzwissen wurde auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 5 (hoch) von 16 Teilnehmer:innen als eher niedrig (1 oder 2), von 13 als durchschnittlich (3) und von 19 als eher hoch (4 und 5) eingeschätzt. Die Fokusgruppen wurden so zusammengestellt, dass Personen, die eine ähnliche Einschätzung zu ihrem Finanzwissen haben, miteinander in die Diskussion gekommen sind. Es ist somit gelungen, Teilnehmer:innen verschiedener Altersgruppen, Frauen und Männer, sowie Teilnehmer:innen mit unterschiedlichem Finanzwissen zu befragen. Unsere qualitativen Daten sind aber (wie es bei qualitativen Daten üblich ist) nicht repräsentativ. Eine mögliche Verzerrung besteht etwa darin, dass die Diskussionen digital durchgeführt wurden und somit ggf. Menschen mit schlechter digitaler Ausstattung ausgeschlossen wurden. Dies könnte etwa dazu führen, dass Menschen, die sich eher traditionell über lokale Bankberater:innen informieren, unterrepräsentiert sind. Dies muss bei unseren Ergebnissen berücksichtigt werden.

4. Nachhaltigkeitsverständnis

Um sicherzustellen, dass Nachhaltigkeitspräferenzen von Privatanleger:innen sich zukünftig in ihren Investitionen wiederfinden, ist es essenziell zu ermitteln, wie Privatanleger:innen Nachhaltigkeit definieren und welche spezifischen Nachhaltigkeitsaspekte Privatanleger:innen bei der Geldanlage besonders wichtig sind. Das nachfolgende Kapitel behandelt diese Aspekte und beantwortet sie anhand der Auswertungsergebnisse der FGD sowie der Ergebnisse aus unserer Literaturanalyse. Kapitel 4.1 fokussiert auf das Konzept der Nachhaltigkeit und das Nachhaltigkeitsverständnis der Studienteilnehmer:innen. Das anschließende Unterkapitel rückt Nachhaltigkeit in Geldanlagen in den Mittelpunkt. Der dritte und abschließende Teil des Kapitels setzt die Ergebnisse der ersten beiden Unterkapitel in Beziehung zur aktuellen Regulatorik nachhaltiger Geldanlagen und identifiziert Diskrepanzen zwischen den Nachhaltigkeitspräferenzen der Anleger:innen und den regulatorischen Vorgaben.

4.1. Perspektive der Privatanleger:innen: Verständnis von Nachhaltigkeit und Nachhaltige Geldanlage

Die Diskussionsteilnehmer:innen weisen ein diverses Nachhaltigkeitsverständnis auf, welches sie mit dem Fehlen einer einheitlichen Definition begründen. Die Teilnehmer:innen empfinden Nachhaltigkeit als komplexes, vielschichtiges Konzept (FGDs 1, 4) und bemängeln das Fehlen einer einheitlichen Definition (FGD 1, 3, 4, 7). In diesem Zusammenhang beschreibt ein Privatanleger, dass „man ja ganz vieles unter Nachhaltigkeit verstehen [kann]“ (FGD1, Sprecher:in: B5). Dieses Zitat einer Teilnehmerin deutet außerdem an, dass Nachhaltigkeit zwar ein weit verbreiteter Begriff in der heutigen Gesellschaft ist, dem Konzept jedoch ein klarer Rahmen fehlt und es oft als überfrachtet wahrgenommen wird.

Auch die Literatur bestätigt, dass es keine universell akzeptierte Definition von Nachhaltigkeit gibt und der Begriff ein breites, mehrdeutiges und allumfassendes Konzept abbildet (Farley & Smith, 2020). Die heterogene Verwendung des Begriffs sowie die Vielzahl an teilweise widersprüchlichen Definitionen führen zu erheblichen Unklarheiten und Verwirrungen (Balaceanu & Apostol, 2014; Salas Zapata & Ortiz Muñoz, 2019). Für eine Übersicht unterschiedlicher Nachhaltigkeitskonzepte und Rahmenwerke siehe Box 1. Eine Herausforderung ist, dass der

Begriff je nach Sektor und Forschungsrichtung unterschiedlich interpretiert und verwendet wird (Bolis, Morioka & Sznclwar, 2014). Diese Mehrdeutigkeit des Begriffes führt dazu, dass Nachhaltigkeit unterschiedlich verstanden werden kann, sodass sich in der Literatur mittlerweile Hunderte von Definitionen finden (Owens & Legere, 2015). Obwohl die Vieldeutigkeit und die unpräzise Definition der Konzeption von einigen als positiv angesehen werden, da sie eine breite Anwendung des Begriffs ermöglichen und die Teilnahme vieler Akteure am Diskurs fördern, bringen die mangelnden Übereinstimmungen das Konzept insbesondere über einen langen Zeitraum hinweg an die Grenzen und zu Schwierigkeiten in der Operationalisierung (Farley & Smith, 2020; Owens & Legere, 2015).

Box 1: Konzepte und Rahmenwerke von Nachhaltigkeit

Brundtland-Bericht /Our common future (WCED 1987):

Der Bericht ist ein Ergebnis der 1983 durch die Vereinten Nationen gegründeten Weltkommission für Umwelt und Entwicklung (WCED). Der Bericht definierte den Begriff „sustainable development“, welcher anschließend zum Leitbild und Schlüsselbegriff im politischen Nachhaltigkeitsdiskurs avancierte. Das Konzept leitete einen Bedeutungswechsel im Kontext der Nachhaltigkeit ein, da erstmals die Dimensionen Ökonomie, Ökologie und Soziales vereint betrachtet wurden. In diesem Zuge wird die intra- und intergenerationelle Gerechtigkeit für nachhaltige Entwicklung unterstrichen.

Agenda 2030 - Sustainable Development Goals (SDGs):

Die Agenda 2030 mit ihren 17 Sustainable Development Goals (SDGs) ist ein globaler Aktionsplan zur Erreichung nachhaltiger Entwicklung samt Bewältigung der drängenden ökologischen, wirtschaftlichen und sozialen Herausforderungen. Diesem haben 2015 alle 193 UN-Mitgliedsstaaten zugestimmt. Die SDGs lassen sich logisch in vier Kategorien einordnen: menschliches Wohlbefinden (SDGs 1–5), sozioökonomische Systeme (SDGs 6–12), Umwelt (SDGs 13–15), gesellschaftliche Beziehungen und Kooperationen (SDGs 16–17). Die 17 Nachhaltigkeitsziele werden durch 169 Unterziele und Indikatoren konkretisiert, anhand derer die Beurteilung der Zielerreichung ermöglicht wird.

Drei-Säulen-Modell der Nachhaltigkeit:

Nachdem Nachhaltigkeit auf politischer Ebene bereits seit der Veröffentlichung des Brundtland-Berichts als Konzept verstanden wird, das die Dimensionen Ökonomie, Ökologie und Soziales vereint betrachtet, entwickelte die vom Bundestag eingerichtete Enquete-Kommission „Schutz des Menschen und der Umwelt“ 1995 das „Drei-Säulen-Modell“. In diesem Modell stellen die Dimensionen Ökonomie, Ökologie und Soziales die Säulen für Nachhaltigkeit und drei unabhängige Systeme dar. Nachhaltigkeit wird in diesem Modell als Dach dargestellt und wird von den drei Säulen getragen. Nachhaltigkeit kann nur erreicht werden, wenn die drei Dimensionen gleichberechtigt betrachtet und gleichzeitig umgesetzt werden.

Triple-Bottom-Line Ansatz (TBL):

Der Triple-Bottom-Line-Ansatz wurde 1997 vom Unternehmer John Elkington eingeführt und bietet seit jeher eine Alternative zu den konventionellen Methoden der unternehmerischen Erfolgsmessung, die lediglich finanzielle Aspekte fokussieren. Es stellt ein Rahmenwerk dar, dass von Unternehmen, Regierungen und Bildungseinrichtungen zur Messung der Leistung und des Erfolgs der Organisation anhand der drei Dimensionen: Wirtschaft, Soziales und Ökologie (ursprünglich: „profit, people, and the planet“) genutzt wird. Der Ansatz wird dahingehend kritisiert, dass er es Organisationen ermöglicht nach außen zu kommunizieren, dass die drei Dimensionen der nachhaltigen Ent-

wicklung berücksichtigt werden, ohne jedoch eine Gewichtung der einzelnen Bereiche vorzunehmen oder die interdependenten Beziehungen zwischen ihnen umfassend zu verstehen.

ESG - Environmental, Social and Governance:

Der Begriff ESG (Environmental, Social, and Governance) wurde erstmals im Jahr 2004 im Rahmen eines Berichts des UN Global Compact verwendet, der darauf abzielte, Nachhaltigkeitskriterien in den Kapitalmarkt zu integrieren. ESG stellt heute ein Rahmenwerk dar, das Unternehmen bei der Bewertung ihrer Auswirkungen auf Umweltfragen, soziale Verantwortung und Unternehmensführung unterstützt. Es ist besonders relevant für Investoren, Finanzdienstleister und regulierte Industrien, die nachhaltige Geschäftspraktiken fördern und das Risikomanagement verbessern wollen, indem sie Transparenz und Verantwortung in ihre Operations- und Geschäftsstrategien integrieren.

EU-Taxonomie-Verordnung und Do No Significant Harm (DNSH):

Die EU-Taxonomie-Verordnung beschreibt einen Rahmen, um "grüne" oder "nachhaltige" Wirtschaftstätigkeiten allgemeingültig zu klassifizieren. Dabei stehen sechs Umweltziele im Fokus, diese umfassen: (1) Klimaschutz, (2) Anpassung an den Klimawandel, (3) nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasserressourcen, (4) Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft, (5) Vermeidung und Verringerung von Umweltverschmutzung sowie (6) Schutz und Wiederherstellung von Biodiversität und Ökosystemen. Das Konzept „Do No Significant Harm“ (DNSH) ist ein zentraler Bestandteil der EU-Taxonomie-Verordnung und zielt darauf ab, dass wirtschaftliche Aktivitäten einen positiven ökologischen Beitrag leisten, ohne dabei negative Umweltauswirkungen zu verursachen. Um als taxonomiekonform zu gelten, muss eine wirtschaftliche Tätigkeit das DNSH-Prinzip erfüllen, indem sie einen signifikanten Beitrag zu mindestens einem der insgesamt sechs definierten Umweltziele leistet und gleichzeitig keine erhebliche Schädigung der anderen Ziele verursacht.

Darüber hinaus trägt die Verwendung verschiedener Begrifflichkeiten wie z. B. Corporate Social Responsibility (CSR) oder nachhaltige Entwicklung als Synonyme für Nachhaltigkeit zu weiterer Verwirrung und Inkonsistenz bei. Diese terminologische Unklarheit und die damit verbundenen Komplexitäten stellen nicht nur eine erhebliche Herausforderung für die wissenschaftliche Forschung dar, sondern können auch politische Entscheidungsprozesse beeinträchtigen und abschreckend auf Verbraucher:innen wirken (Catlin, Luchs & Phipps, 2017; Peloza & Shang, 2011; Salas Zapata & Ortiz Muñoz, 2019).

Auch im Rahmen der Fokusgruppendifkussionen werden verschiedene Konzepte der Nachhaltigkeit thematisiert und diese Konzepte bieten für einige Teilnehmende eine Orientierungshilfe für das eigene Verständnis von Nachhaltigkeit (FGD 1, 3). So verweisen die Teilnehmenden z. B. auf den *Tripple-Bottom-Line-Ansatz* und auf das *Drei-Säulen-Modell der Nachhaltigkeit* (FGD 1, 2, 3, 5). Während ein Teilnehmer auch auf die SDG hinweist (FDG 3), richtet sich das Nachhaltigkeitsverständnis einiger Teilnehmer:innen gar nach den Ursprüngen des Begriffes aus der Forstwirtschaft (FGD 2, 4) (Carlowitz, 1713; Grober, 2010).

„Also ich verstehe unter Nachhaltigkeit tatsächlich das, was ein gewisser Herr von Carlowitz mal gesagt hat, ein Forstwirt, der letztendlich sinngemäß gesagt hat, man darf nur so viel aus der Natur rausnehmen, wie auch nachwachsen kann, was letztendlich dann sicherstellt, dass wir auch für die zukünftigen Generationen, ich sage mal, genügend da ist und dass die Grundlage grundsätzlich erhalten bleibt. Ich finde das für mich persönlich den einzig schlüssigen Ansatz.“ (FGD2, Sprecher:in: B5)

Der in der Literatur dargestellte Zusammenhang zwischen persönlichen Ideologien und Vorstellungen vom Nachhaltigkeitsverständnis wird durch die Fokusgruppendifkussionen insofern bestätigt, als dass sozioökonomische Merkmale für das Nachhaltigkeitsverständnis weniger ausschlaggebend sind. Auch innerhalb von Personengruppen, die sich bezüglich gewisser soziodemographischer Merkmale (z. B. Alter, Geschlecht) ähneln, wird Nachhaltigkeit unterschiedlich definiert. Diese Erkenntnis wird durch verschiedene empirische Studien bestätigt, die darauf hinweisen, dass das Verständnis von Nachhaltigkeit stark individuell geprägt ist und von den persönlichen Ideologien und den individuellen Vorstellungen von der Beschaffenheit der Welt beeinflusst wird (Byrch, Milne, Morgan & Kearins, 2015; Söderbaum, 2007). Auch die Präferenz für soziale oder ökologische Nachhaltigkeitsaspekte beim Kauf nachhaltiger Produkte hängt stark von individuellen Faktoren des Konsumierenden ab. Untersuchungen zeigen, dass Konsument:innen, deren Entscheidungsfindung stärker affektiv beeinflusst wird, tendenziell Produkte mit prosozialen Eigenschaften bevorzugen. Demgegenüber wählen Konsument:innen, deren Entscheidungsprozess stärker kognitiv gesteuert ist, also auf logischem Denken basiert, eher Produkte mit ökologischen Merkmalen. Darüber hinaus stellt auch das Abstraktionsniveau einen entscheidenden Faktor dafür dar, ob soziale oder ökologische Nachhaltigkeitsmerkmale bevorzugt werden, wobei ein höheres (niedrigeres) Abstraktionsniveau mit umweltverantwortlichen (sozialverantwortlichen) Produktentscheidungen korreliert (Catlin et al., 2017).

Die von den Teilnehmenden angeführten Beispiele für ihr Verständnis von Nachhaltigkeit beziehen sich häufig auf das individuelle Konsumverhalten. In diesem Kontext wird Nachhaltigkeit im Zuge der Fokusgruppendifkussionen häufig mit individuellem Konsumverhalten assoziiert, wie die folgende Äußerung eines Teilnehmers verdeutlicht.

„ (...) wenn ich an Nachhaltigkeit denke, dann geht es für mich vor allem darum, so was kaufe ich im Supermarkt, wo kommt das her? (...) Ja, wie, welchen Einfluss hat das auf die Umwelt, wenn ich jetzt diese Produkte kaufe und so weiter?“ (FGD6, Sprecher:in: B4)

Die Verbraucher:innen beziehen sich in diesem Zuge häufig auf Konsummuster, die in den alltäglichen Ablauf privater Personen integriert sind. Diesbezüglich wird insbesondere auf den Konsum von Lebensmitteln und die eigene Ernährung Bezug genommen (FGD 1 – 8). Eine repräsentative Umfrage von PWC aus dem Jahr (2022) bestätigt, dass deutsche Verbraucher:innen insbesondere im Lebensmittelbereich großen Wert auf Nachhaltigkeit legen.

Das Verständnis von Nachhaltigkeit bei Verbraucher:innen ist überwiegend auf ökologische Aspekte konzentriert. Obwohl einigen Teilnehmenden die verschiedenen Konzepte der Nachhaltigkeit und die Bedeutung unterschiedlicher Ebenen bekannt waren, wurde Nachhaltigkeit vor allem mit ökologischen Aspekten assoziiert. Diesbezüglich erklärt eine Privatanlegerin, dass die „ökologische Nachhaltigkeit“ die Dimension sei, „mit der man im Alltag momentan am meisten in Berührung kommt“ (FGD6, Sprecher:in: B1). Diese Erkenntnisse stehen im Einklang mit Ergebnissen früherer empirischer Studien, die ebenfalls herausstellen, dass Verbraucher:innen Nachhaltigkeit vor allem mit der Natur und ökologischen Aspekten in Verbindung setzten (Barone, Rodrigues, Nogueira, Guimarães & Behrens, 2020; Hanss & Böhm, 2012; Owens & Legere, 2015).

Die Teilnehmer:innen der Fokusgruppendifkussionen verbinden Nachhaltigkeit allgemein mit dem Schutz von Klima und Umwelt (FGD 1-8). Die Teilnehmenden führten auch konkrete ökologische Beispiele an, die für sie Nachhaltigkeit verkörpern. Die Tabelle 1 listet die am häufigsten genannten ökologischen Aspekte auf und zeigt, wie viele Personen diese jeweils erwähnt haben. Beispielsweise äußert eine Teilnehmerin, dass sie „bei Nachhaltigkeit instinktiv vor allen Dingen an Klimaschutz“ denke (FGD1, Sprecher:in: B5). Eine weitere Teilnehmerin definiert für sich Nachhaltigkeit damit, „einfach ... die Natur [zu] schützen“ (FGD4, Sprecher:in: B5).

Tabelle 1: Genannte ökologische Aspekte in den Fokusgruppen

Ökologische Aspekte	Personenanzahl
Ressourcenschonung	26
Umwelt- und Klimaschutz	12
Kreislaufwirtschaft & Wiederverwertung	10

Eigene Darstellung

Auch das Thema der Ressourcenschonung gehört nach dem Verständnis der Teilnehmer:innen zum Begriff Nachhaltigkeit. In den Fokusgruppendifkussionen wird neben dem Konsum nachhaltiger Produkte auch der bewusste Verzicht auf gewisse Konsumpraktiken angesprochen.

„... [die] beste Nachhaltigkeitsmethode ist gar nicht unnötig konsumieren, sondern nur das [konsumieren], was notwendig ist.“ (FGD3, Sprecher:in: B5)“

In diesem Kontext thematisieren die Teilnehmer:innen allen voran die Sektoren Mobilität und Tourismus. Im Rahmen der Diskussionen gaben mehrere Teilnehmer:innen an, bewusst auf das Flugzeug als Reisemittel zu verzichten. Diese Erkenntnisse stützen Ergebnisse einer aktuellen Umfrage des Umweltbundesamtes, in der 52 % der Befragten angaben, dass sie aus Klimaschutzaspekten auf Reisen mit dem Flugzeug verzichten (Grothmann et al., 2023). Zudem wurde in diesem Zusammenhang der Verzicht auf den Kauf neu produzierter Kleidung (FGD 5-8), aber auch der Verzicht auf Verpackungen (FGD 3, 4) diskutiert und als nachhaltig interpretiert. Schließlich wird das Thema Ressourcenschonung auch über Energie- und Wassersparsamkeit angesprochen (FGD 1, 3, 4, 6). Auch in der Literatur stellt der bewusste Konsumverzicht auf ökologisch oder sozial bedenkliche Waren und Dienstleistungen ein zentrales Element nachhaltigen Konsums dar und ist von erheblicher Bedeutung für das Erreichen von Nachhaltigkeitszielen (Riefler & Wallnöfer, 2020).

Schließlich verbinden die Teilnehmenden Nachhaltigkeit auch mit einer Kreislaufwirtschaft samt der Wiederverwertung von Materialien (FGD 1, 2, 4, 6, 8). Diesbezüglich erklärt ein Teilnehmer: *„es muss zu mindestens eine Kreislaufwirtschaft sein, sodass ich das Überleben der nächsten Generation nicht gefährde.“* (FGD4, Sprecher:in: B6). Im Rahmen der Diskussionen zur Kreislaufwirtschaft wurden unterschiedliche Praktiken thematisiert, darunter die Mülltrennung (FGD 7, 8) und die Wiederverwertung von Plastik (FGD 3, 8). Außerdem wurden die Bereiche Energie samt der Nutzung regenerativer Ressourcen thematisiert (FGD 1-8).

„Also Nachhaltigkeit heißt für mich, wie ist die Ist-Situation und wo soll es im Idealfall hingehen. So wie wir wissen, wir brauchen erneuerbare Energien und sagen, wir brauchen Windkraftträder.“ (FGD8, Sprecher:in: B4)“

Neben ökologischen Beispielen nennen die Teilnehmer:innen auch verschiedene soziale Aspekte, die in ihren Augen Nachhaltigkeit verkörpern. Die Tabelle 2 zeigt, dass Nachhaltigkeit neben ökologischen Themen auch mit verschiedenen Aspekten der sozialen Ebene in Verbindung gebracht wird. In diesem Zuge beziehen sich die Teilnehmenden z. B. auf die Förderung der Einhaltung von Menschenrechten und gleichberechtigten Lebensverhältnissen (FGD 1, 2, 3, 6, 7). Neben der Gleichberechtigung innerhalb heutiger Gesellschaften ist den Teilnehmer:innen auch die Gerechtigkeit zwischen heute und zukünftig lebenden Generationen ein Anliegen (FGD 1, 2, 4, 5). In diesem Zusammenhang wird auch der Aspekt Frieden & Freiheit erwähnt (FGD 3, 5, 7),

*„Also für mich hat Nachhaltigkeit auf jeden Fall auch soziale Aspekte, also die Frage ist ja nachhaltige Gesellschaften, wie schaffen wir es, dass zum Beispiel [...] kein Konfliktpotenzial in den Gesellschaften entsteht oder sich verschärft, wie kann man Diskriminierung, Ungleichheit abbauen, wie sorgt man dafür, dass, ja, eben soziale Sprengkraft sozusagen nicht entsteht.“
(FGD3, Sprecher:in: B3)*

Tabelle 2: Soziale Aspekte der Nachhaltigkeit

Soziale Aspekte	Personenanzahl
Menschenrechte & keine Ausbeutung	8
Leben zukünftiger Generationen	8
Gleichberechtigung	6
Arbeitsbedingungen & keine Kinderarbeit	6
Tierwohl	5
Frieden & Freiheit	4

Sowohl die intra- als auch intergenerationelle Gerechtigkeit spielen für die Vereinten Nationen eine zentrale Rolle in Bezug auf Nachhaltigkeit. So wurde bereits im Zuge des Brundtland-Berichts betont, dass eine nachhaltige Entwicklung darauf basiert, die Bedürfnisse heute lebender Generationen zu befriedigen, ohne die Möglichkeiten zukünftiger Generationen einzuschränken, ihre eigenen Bedürfnisse zu befriedigen (Hauff, 1987).

In der Forschung zur Nachhaltigkeit wurde die soziale Dimension lange Zeit gegenüber ökonomischen und ökologischen Aspekten vernachlässigt. Auch wenn heute ein breiter Konsens über die Bedeutung sozialer Faktoren für nachhaltige Entwicklung besteht, wurde die soziale Perspektive erst um die Jahrtausendwende fest in den wissenschaftlichen Diskurs integriert (Zimmermann, 2016). Verschiedene empirische Studien stützen jedoch die Bedeutung sozialer Aspekte im Nachhaltigkeitsdiskurs. So hebt z. B. eine Studie von Catlin et al. (2017) hervor, dass soziale Aspekte im Rahmen nachhaltigen Konsums für Konsumierende nahezu die gleiche Bedeutung wie ökologische Aspekte haben.

Über die ökologische und soziale Fokussierung hinaus wird die Ganzheitlichkeit des Konzeptes Nachhaltigkeit in den FGD thematisiert. Ein Teil der Teilnehmer:innen verstehen unter Nachhaltigkeit, dass die drei angesprochenen Ebenen in Einklang gebracht werden und ein Gleichgewicht entsteht (FGD 1, 3, 5), wie die nachfolgende Aussage hervorhebt:

„Ich, für mich, wäre noch wichtig irgendwie beim Thema Nachhaltigkeit auch zu wissen, okay, gibt es da auch eine gesamtheitliche Betrachtung von Nachhaltigkeit gewissermaßen, weil ich, mir wäre das irgendwie, mir würde das widerstreben, wäre, würde ich in ein Unternehmen zum Beispiel investieren, das supergrüne Energie produzieren möchte, wie auch immer, aber dann eben Menschenrechte verletzt oder so. Also das wäre mir halt dann schon wichtig zu wissen, okay, gibt es da wirklich Nachhaltigkeit halt die, also ist da auch die Betrachtung auf allen Ebenen vorhanden, ja.“ (FGD5, Sprecher:in: B6)

Hierbei kommen auch die Zielkonflikte zwischen den verschiedenen Nachhaltigkeitsdimensionen in den Fokus. In den FGDs sprechen die Teilnehmer:innen auch an, dass im Zuge von Nachhaltigkeit und der Erreichung persönlicher Nachhaltigkeitsziele Konflikte entstehen können (FGD 1, 2, 5). Eine Privatanlegerin erklärt, dass Nachhaltigkeit „kein spannungsfreier Begriff“ sei und sich „einige Zielkonflikte“ ergeben können (FGD1, Sprecher:in: B2). Auch die ökonomische Ebene wird vorrangig in Bezug auf das Zusammenspiel mit der ökologischen und sozialen Ebene der Nachhaltigkeit erwähnt. In den FGDs wurde die ökonomische Ebene auch im Kontext von Nachhaltigkeit thematisiert. So beschreibt ein Privatanleger, dass „*Nachhaltigkeit auch damit zu tun ... [hat], mal den einen oder anderen Euro mehr auszugeben aus finanzieller Sicht*“ (FGD4, Sprecher:in: B1).

Auch in der Nachhaltigkeitsforschung sind Zielkonflikte ein häufig thematisierter und intensiv diskutierter Aspekt. Bei der Verfolgung von Nachhaltigkeitszielen können Konflikte entstehen, da ökonomische, ökologische und soziale Aspekte oft miteinander konkurrieren. Zielkonflikte spielen auch im Kontext der SDGs eine wesentliche Rolle. Forschungsarbeiten, wie beispielsweise ein Sonderbericht des Weltklimarat IPCC (2018), haben Konflikte zwischen Klimaschutzmaßnahmen und den SDGs identifiziert. Beuermann et al. (2020) analysieren diese Zielkonflikte beispielhaft in ihrer Studie. So bietet z. B. die Förderung von Elektrofahrzeugen als Maßnahme für emissionsärmeren Verkehr Potenziale für Zielkonflikte. Die Herstellung eines Elektrofahrzeugs erfordert im Vergleich zu einem Fahrzeug mit Verbrennungsmotor etwa 20 % weniger Arbeitsaufwand, sodass die angesprochenen Fördermaßnahmen strukturelle Effekte in Form von Arbeitsplatzverlusten mit sich bringen könnten und in diesem Falle im Widerspruch zu SDG 8 stehen, welches menschenwürdige Arbeit und wirtschaftliches Wachstum fördert.

Um mit diesen Zielkonflikten umzugehen, bilden einige Diskussionsteilnehmer:innen Rangfolgen. Sie legen keinen gleichwertigen Fokus auf die drei Nachhaltigkeitsdimensionen, sondern ordnen ihnen eine unterschiedliche Bedeutung zu. Beispielsweise ist folgender Sprecher:in der soziale Aspekt am wichtigsten.

„(...) für mich sind die Aspekte Soziales genauso wichtig wie Ökologisches und vielleicht sogar noch mehr, weil, wenn wir im sozialen Bereich es schaffen wirklich eine Vision eines menschenwürdigen Wirtschaftslebens aufzubauen, der auch darin enthalten ist, weil Schutz und Fürsorge eben einfach hohe Werte sind (...)“ (FGD2, Sprecher:in: B1)

Tatsächlich gehen die Meinungen über die Priorisierung der Nachhaltigkeitsdimensionen auch im akademischen und politischen Diskurs auseinander, sodass nicht alle Modelle und Konzepte auf ein Gleichgewicht zwischen den Dimensionen abzielen. Einerseits wird die Auffassung vertreten, dass die wirtschaftliche Dimension dominierend sein sollte, da sie die langfristige Befriedigung menschlicher Bedürfnisse gewährleistet. Andererseits wird die ökologische Dimension als vorrangig erachtet, weil der Schutz der natürlichen Umwelt als grundlegende Voraussetzung für das Überleben des Menschen und damit als essentiell für die Erfüllung aller anderen Nachhaltigkeitsziele angesehen wird (Zimmermann, 2016). Mit dieser Auffassung gehen die Ergebnisse aktueller Studien einher, die sich auf die SDGs und deren Wechselwirkungen untereinander beziehen. Diese Forschungen zeigen, dass insbesondere die auf Umwelt und biologische Vielfalt fokussierten SDGs 14 (Leben unter Wasser) und 15 (Leben an Land) eine zentrale Rolle bei der Erreichung der Nachhaltigkeitsziele allgemein spielen, da Verbesserungen in diesen Bereichen als Multiplikatoren wirken können und dadurch Fortschritte bei anderen SDGs initiieren (Obrecht et al., 2021).

4.2. Nachhaltige Geldanlage – Bedeutung der Nachhaltigkeit

Kapitel 4.2 widmet sich der Nachhaltigkeit im Kontext von Geldanlagen und stellt in diesem Rahmen unter anderem dar, welchen Zweck die befragten Privatenleger:innen mit ihrer nachhaltigen Geldanlage verfolgen, welche nachhaltigen Aspekte ihnen bezüglich der Geldanlage am wichtigsten sind und welche Anlagestrategien sie selbst verfolgen und als nachhaltig identifizieren. Im Anschluss werden die Erkenntnisse aus den FGD mit der Literatur abgeglichen.

4.2.1. Zweck der Geldanlage und Ziele mit nachhaltigen Investitionen

Die Auswertungen zeigen, dass für den Großteil der befragten Anleger:innen die **ökonomische Rendite die Hauptmotivation für eine Geldanlage darstellt**. Hierbei stehen allen voran der Vermögensaufbau und die Altersvorsorge im Fokus (FGD 1-8). Der Vermögensaufbau soll dabei finanzielle Resilienz fördern, beispielsweise um inflationsbedingten Wertminderungen entgegenzuwirken (FGD6, Sprecher:in: B3). Zum anderen sollen durch die Geldanlage persönliche Ziele wie z. B. der Bau einer Immobilie erreicht werden (FGDs 1, 4, 5, 7, 8). Diesbezüglich beschreibt eine Anlegerin, dass die Geldanlage helfen soll „*ein schönes Leben zu ermöglichen*“ und Ziele wie „*den Traum vom Haus, den man sich irgendwann mal vielleicht erfüllen kann*“ (FGD8, Pos. 48, Sprecher:in: B6) zu ermöglichen.

„Ich glaube, dass, für mich persönlich geht es dann natürlich an der Stelle auch immer um den Vermögensaufbau, um die Altersvorsorge, das ist denke ich so auch die, die Hauptmotivation“ (FGD4, Sprecher:in: B4)

Die Nachhaltigkeitspräferenzen, die mit den ökonomischen Zielen in Einklang gebracht werden sollen, beziehen sich einerseits auf das Thema der **ESG-Risiken**. So geht es einigen Diskutanten um den Aspekt der Arbeitsbedingungen und des Arbeitsschutzes, aber auch um das Thema Tierwohl und Massentierhaltung (FGD 6, 7).

„ (...) aber Lithium-Minen, dass die Arbeiter und Arbeiterinnen dort auch fair und mit den nötigen Schutzausrüstungen ausgerüstet werden [...]“ (FGD6, Sprecher:in: B6)

Andererseits erwarten die Diskussionsteilnehmenden von einer nachhaltigen Geldanlage **nachhaltigkeitsbezogene Wirkungen**. Obwohl die Privatenleger:innen Nachhaltigkeit, wie eingangs erläutert, primär mit ökologischen Aspekten assoziieren, messen sie hinsichtlich der Wirkung ihrer Geldanlage auch der sozialen Komponente eine hohe Bedeutung bei (FGDs 1-8). Hierbei streben sie danach, dass ihre Geldanlagen eine positive Wirkung auf das Gemeinwohl entfalten und die gesellschaftliche Situation verbessern (FGD 2 - 5). Diesbezüglich erklärt eine Privatanlegerin, dass sie mit ihrer Geldanlage neben der „*Stabilität des Geldes*“ das Ziel verfolge,

„tatsächlich einen Unterschied zu machen in der gesellschaftlichen Wirkung. Also das heißt, für eine positive Gesellschaftsentwicklung, also im Sozialen, in der sozialen Nachhaltigkeit [...]“ (FGD2, Sprecher:in: B1).

Nicht alle Teilnehmer:innen betrachten Geldanlagen als geeignetes Instrument für eine nachhaltige Transformation und zweifeln an deren Wirkungsmechanismen. Sie bevorzugen Spenden gegenüber nachhaltigen Geldanlagen. Einige Teilnehmer:innen argumentieren, dass es ihnen zwar wichtig sei, einen Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung zu leisten, sie den Finanzsektor jedoch nicht als passendes Instrument sehen und ihre Geldanlagen entsprechend nicht nach ihren nachhaltigen

Werten ausrichten (FGD 1, 2, 6). Anstatt in nachhaltige Anlagen zu investieren, beschreiben die Privatanleger:innen, dass sie z. B. einen Teil ihrer Gewinne aus den konventionellen Geldanlagen in nachhaltige Projekte spenden, da sie an der nachhaltigen Wirkung der Finanzprodukte zweifeln und in Spenden einen höheren Wirkungsgrad sehen.

Wie sich die individuellen Nachhaltigkeitspräferenzen zu den ökonomischen Zielen verhalten, wird anhand der Diskussion zum magischen Dreieck konkretisiert. Für die ökonomische Zielsetzung sind vor allem die im magischen Dreieck angelegten Aspekte Rendite, Risiko und Liquidität wichtig, die im gegenseitigen Spannungsverhältnis zueinander stehen. Eine Investition kann nicht gleichzeitig maximal renditestark, risikolos und hochliquide sein. Privatanleger:innen müssen daher ihre Prioritäten setzen und eine ausgewogene Strategie entwickeln, die ihren individuellen Zielen und ihrer Risikobereitschaft entspricht (Quelle: Grundregeln der Geldanlage). Um Nachhaltigkeitspräferenzen in der Investitionsentscheidung berücksichtigen zu können, müssen sich Nachhaltigkeitspräferenzen zu den drei ökonomischen Dimensionen verhalten.

Anlageexpert:innen weisen eine differenzierte Meinung hinsichtlich der Integration der Nachhaltigkeit in das magische Dreieck auf. So sehen die meisten interviewten Anlageberater Nachhaltigkeitspräferenzen von Privatanleger:innen in keinem Spannungsverhältnis zu Rendite/Risiko Aspekten. Auf der anderen Seite geht ein interviewter Anlageberater genau vom Gegenteil aus, indem er darlegt, dass Nachhaltigkeitspräferenzen von Privatanleger:innen Auswirkungen auf die Produktauswahl von Privatanleger:innen haben können, so dass sie möglicherweise dazu gezwungen sind, ihre Risikoaffinität anzupassen oder ihre Nachhaltigkeitspräferenzen zu überdenken (Interview Anlageberatung).

„Und im Zweifel hat das [die Abfrage der Nachhaltigkeitspräferenzen] ja auch tatsächlich einen Einfluss dann auf das Produktuniversum und steht ggf. irgendwie auch im Spannungsfeld mit den vorher gemachten Angaben und das muss man dann einfach auflösen, weil das ist ja auch eine Krux.“ (Interview Anlageberatung)

Viele Diskussionsteilnehmer:innen nehmen bei nachhaltigen Geldanlagen eine geringere Rendite im Vergleich zu konventionellen Geldanlagen wahr. Auch in der wissenschaftlichen Literatur wird der (erwartete) Renditeverlust als eine Hürde für nachhaltige Anlageentscheidungen bestätigt. Danach entscheiden sich Privatanleger:innen gegen nachhaltige Geldanlagen, weil die erwartete finanzielle Performance nicht ihren Vorstellungen entspricht, sie wird als ungenügend empfunden (Institut für nachhaltige Kapitalanlagen, 2022; Wins & Zwergel, 2016) 2022; Wins & Zwergel, 2016. Verschiedene Faktoren bedingen die vorliegende Wahrnehmung der Privatanleger:innen. Ein Teilnehmer ist der Auffassung, dass Nachhaltigkeit Unternehmen Geld kostet und folglich nicht darauf fokussierte Unternehmen eine bessere Rendite erwirtschaften (FGD6, Sprecher:in B6). An die Privatanleger:innen werden zudem fälschlicherweise die Informationen herangetragen, dass nachhaltige Geldanlagen eine geringere Rendite erzielen (Stocker, 2024). Anstatt die Informationen zu hinterfragen und einzuordnen, werden sie von den Teilnehmenden häufig direkt übernommen. Eine geringere Rendite basiert laut zwei Fokusgruppenteilnehmer:innen auf höheren Ordergebühren für nachhaltige Anlageprodukte (FGD1, Sprecher:in B2, B5; FGD7, Sprecher:in B6; FGD8, Sprecher:in B6).

Diese Perspektive der Privatanleger:innen auf ein Spannungsverhältnis zwischen Nachhaltigkeit und Rendite wird auch durch die Expert:inneninterviews und die Literaturanalyse bestätigt. Aus der Sicht von Anlageberater:innen assoziieren private Anleger:innen Nachhaltigkeit immer noch mit einem Renditeverlust und damit als entscheidende Barriere für nachhaltige Anlageentscheidungen. Inflation und der Ukraine-Krieg führen bei privaten Privatanleger:innen zu einer Verunsicherung, deshalb möchten sie sich „nicht einschränken“ hinsichtlich der Rendite (Expert:inneninterview Anlageanbieter). Laut einer Studie von Paetzold et al. (2015) liegt diese

Wahrnehmung teilweise auch bei den Anlageberater:innen selber vor. Anlageberater:innen, die bei nachhaltigen Geldanlagen eine geringere Rendite und eine höhere Volatilität im Vergleich zu konventionellen Geldanlagen wahrnehmen, neigen eher dazu, privaten Anleger:innen von nachhaltigen Geldanlagen abzuraten.

Quantitative Studien kommen zu unterschiedlichen Ergebnissen hinsichtlich der Renditeerwartungen von Privatenleger:innen bei der nachhaltigen Geldanlage. Bei den Fokusgruppendifkussionen hat keiner der Befragten die Wahrnehmung vertreten, dass nachhaltige Geldanlagen besser performen. Bei einer Umfrage der 2investinginitiative (2022) geben jedoch 66 % der Befragten an, dass nachhaltige Geldanlagen aus ihrer Sicht eine bessere Rendite im Vergleich zu konventionellen Geldanlagen erzielen. Auch Diouf et al. (2016) kommen zu dem Resultat, dass Privatenleger:innen der Überzeugung sind, dass ein nachhaltiges Portfolio die gleiche, wenn nicht sogar eine bessere Performance erwirtschaftet im Vergleich zu einem „traditionellen“ Portfolio. Hingegen stellen Wins und Zwergel (2016) we present the results of an online questionnaire among private German mutual fund investors. In an exploratory nature, we empirically analyze the differences between three groups: sustainable investors, conventional investors that are either generally interested or those that are not interested at all to invest in socially responsible (SR fest, dass alle Investorengruppen annehmen, das nachhaltige Geldanlagen schlechter performen als konventionelle.

Studienergebnisse hingegen zeigen widersprüchliche Ergebnisse zum Zusammenhang zwischen Rendite und ESG-Kriterien von nachhaltigen Anlageprodukten. Die bisher umfangreichsten Metaanalysen zum Zusammenhang zwischen finanzieller Performance und ESG-Kriterien sind von Friede et al. (2015) und Atz et al. (2023) angefertigt worden. Friede et al. (2015) stellen nach der Betrachtung von 60 Review-Studien mit insgesamt 2.200 Einzelstudien einen signifikanten, positiven Zusammenhang zwischen ESG-Kriterien und finanzieller Performance auf Unternehmensebene fest. Die untersuchten Portfoliostudien hingegen, also Studien, die aggregierte Unternehmensdaten in virtuellen Portfolios, Finanzprodukte wie Investmentfonds oder Indizes untersuchen, weisen neutrale und gemischte Ergebnisse auf. Atz et al. (2023) kommen nach der Betrachtung von 27 Review-Studien zu sehr ähnlichen Ergebnissen und formulieren den robusten und positiven Zusammenhang zwischen ESG- und finanzieller Unternehmensperformance als „stilisierten Fakt“. Auch hier sind die Ergebnisse bezüglich ESG-Investments weniger eindeutig. Im Durchschnitt ließ sich kein Unterschied bei der finanziellen Performance zwischen ESG- und konventionellen Investments feststellen. Die Autor:innen beider umfangreichen Meta-Studien schlagen verschiedene Erklärungsansätze für die intuitiv widersprüchlichen unterschiedlichen Ergebnisse auf Unternehmens- und Investmentebe ne vor. So könnten unterschiedliche ESG-Investment- und Poolingstrategien, unterschiedlich eingepreiste Gebühren und Risikoparameter auf Unternehmens- und Investmentebe ne oder auch ein bereits vorhandenes Bewusstsein für eine hohe ESG-Performance am Markt Effekte verschleiern.

Eine Differenzierung der Nachhaltigkeitspräferenzen in Bezug auf ESG-Risiken und nachhaltige Wirkungen erklären die großen Unterschiede in der Einschätzung. Die Studienergebnisse beziehen sich vor allem auf ESG-Investments, bei denen keine Wirkungsambitionen bestehen. Privatenleger:innen erwarten aber zum Teil von nachhaltigen Anlageprodukten auch nachhaltige Wirkungen. Hier stehen Einzelaktien und thematische Investitionen im Vordergrund, bei denen generell das Risiko und ggf. auch die Kosten erhöht sind. Insofern braucht es eine differenziertere Analyse für eine ehrliche Debatte in Bezug auf Rendite und Nachhaltigkeit.

Die wenigen Studien, die sich bisher mit Performanceunterschieden zwischen verschiedenen ESG-Anlagestrategien beschäftigt haben, weisen gemischte Ergebnisse auf. Ergebnisse der Meta-Studien von Whelan et al. (2021) und Atz et al. (2023) weisen darauf hin, dass ESG-Integration⁴ eine bessere finanzielle Performance als Negativ-Screening und Pooling-Strategien

4 ESG-Integration bedeutet die Einbeziehung von Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien (Environmental, Social, and Governance) in den Investitionsprozess.

ermöglicht. Scheitza und Busch (2024) haben bei ihrer Untersuchung der unterschiedlichen Performance von Impact-bezogenen Fonds und ESG-bezogenen Fonds herausgefunden, dass erstere zwar höhere Managementgebühren aufweisen, die beiden Ansätze sich in Bezug auf Rendite jedoch nicht signifikant unterscheiden. Impact-bezogene Fonds weisen den Autoren nach jedoch eine geringere Marktsensibilität auf. Bezüglich der mit unterschiedlichen Investmentstrategien im Zusammenhang stehenden Assetklassen existieren zwar Studien, die jeweils eine Assetklasse behandeln, jedoch kaum Studien, die diese miteinander vergleichen. Die Ergebnisse der Meta-Studie von Friede et al. (2015) weisen auf einen unterschiedlichen Zusammenhang zwischen ESG-Berücksichtigung und finanzieller Performance je nach Assetklasse hin: Während bei Aktien in etwa der Hälfte der Fälle ein positiver Zusammenhang festgestellt wird, fällt dieser bei Anleihen mit etwa 64 % und bei Immobilien mit etwa 71 % höher aus.

Privatanleger:innen verbinden mit der nachhaltigen Geldanlage auch ein erhöhtes Risiko. Dieses wird zum einen mit eingeschränkten Diversifizierungsmöglichkeiten (FGD1, Sprecher:in: B5) und zum anderen mit der Schwierigkeit einer langfristigen Prognose von nachhaltigen Technologien und Trends begründet. Als Beispiel wird von einem Privatanleger die Entwicklung alternativer Antriebstechnologien im Automobilsektor angeführt. Die Möglichkeit, dass technologische Veränderungen die Marktlage drastisch beeinflussen können, stellt für Privatanleger:innen ein erhöhtes Risiko bei nachhaltigen Geldanlagen dar (FGD7, Sprecher:in B3). Zudem stellen für Privatanleger:innen politische Entscheidungen ein Risiko für nachhaltige Geldanlagen dar. Privatanleger:innen weisen darauf hin, dass sich staatliche Rahmenbedingungen schnell ändern können, was die Rentabilität solcher Investitionen stark beeinträchtigen kann. Diese Unsicherheit und das Fehlen langfristiger Planungssicherheit mindern die Attraktivität nachhaltiger Anlagen für einige Investoren. Die Wahrnehmung des erhöhten Risikos von Privatanleger:innen bei der nachhaltigen Geldanlage wird durch eine Studie des Instituts für nachhaltige Kapitalanlage (2022) bestätigt.

„Also ich finde, ein Negativbeispiel aus jüngster Vergangenheit sind all die Leute gewesen, die sich Solarstromanlagen auf die Dächer gepackt haben. ... Die haben dann Subventionen in dem Moment in geringem Maße gekriegt, wenn sie schnell genug waren, bevor es wieder eingestampft wurde.“ (FGD8, Sprecher:in B4)

Anlageberater:innen sehen in der nachhaltigen Geldanlage eine Möglichkeit des Risiko-Managements. Die Neigung zu weniger risikoreichen Geldanlagen spiegelt sich in der allgemeinen Präferenz von deutschen Privatanleger:innen für risikoaverse Anlagestrategien wider (Interview Anlageberatung). Faccini et al. (2023) kommen bei der Betrachtung von klimawandelbezogenen Nachrichten zu dem Ergebnis, dass nicht die physischen Folgen des Klimawandels eingepreist werden, sondern die in dem Zusammenhang stehenden Interventionen von Regierungen, es sich dabei also eher um ein eingepreistes Transitionsrisiko als um ein Klimawandelrisiko handelt. Der Übergang zu einer kohlenstoffarmen Wirtschaft birgt für Investor:innen die Gefahr von „stranded assets“, also Investitionen, die nicht mehr rentabel sind, da sie in der neuen Form des Wirtschaftens ihre Notwendigkeit verloren haben. Gegen diesbezügliche Risiken können sich Investor:innen durch die Berücksichtigung von grünen Vermögenswerten in ihren Portfolios absichern, was mit einer negativen Risikoprämie, der „Greenium“ einhergeht (Alessi, Ossola & Panzica, 2020; Huynh & Xia, 2021)

Zudem können laut Studien ESG-Portfolios insbesondere auf lange Sicht Hedging⁵- und Diversifizierungsvorteile bieten. So weisen eine Reihe von Autor:innen auf die Diversifizierungsvorteile hin, die durch die Einbeziehung nachhaltiger Anlagen entstehen. Naqvi et al. (2022) und Ben Ameer et al. (2024) gehen in ihren Studien insbesondere auf die Potenziale von sauberer

⁵ Das sogenannte Hedging beschreibt das Absichern von Portfoliopositionen zur langfristigen Reduzierung von Verlusten.

Energie und grünen Anleihen ein. Andersson et al. (2022) weisen darauf hin, dass ESG-Portfolios zwar nicht als gesonderte Assetklassen betrachtet werden können, da sowohl ein kausaler Zusammenhang zwischen der Performance von ESG-Aktienportfolios und konventionellen sowie ethischen Portfolios als auch zwischen ESG-Portfolios und Währungs- und Rohstoffkursen besteht. Dieser Zusammenhang verringert sich jedoch bei der Betrachtung eines längeren Zeitraums, weswegen in der langen Frist das Investment in ESG-Portfolios als Teil einer Hedging- und Diversifizierungsstrategie sinnvoll sein kann.

Eine differenzierte Betrachtung von Nachhaltigkeitsambitionen in Bezug auf Risiko, Rendite und Liquidität sind notwendig, um die Entscheidungsfindung für Privatenleger:innen zu erleichtern. Hierfür ist es wichtig, zwischen wirkungsorientierten und ESG-orientierten Ansätzen zu unterscheiden. Eine bessere Aufklärung über die Effekte der Berücksichtigung der jeweiligen Nachhaltigkeitsambitionen in der Anlageentscheidung auf Rendite, Risiko und Liquidität könnte den Informationsstand von Privatenleger:innen erhöhen und die Entscheidungsfindung erleichtern. Die differenzierte Integration von Nachhaltigkeit ins magische Dreieck der Anlageberatung erscheint vor dem Hintergrund der vorgestellten Effekte und der verpflichtenden Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen unentbehrlich.

4.2.2. Nachhaltige Geldanlage – Anlagestrategien

Im vorherigen Kapitel wurde dargestellt, dass es für die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitspräferenzen in der Anlageentscheidung einer Differenzierung hinsichtlich der Nachhaltigkeitsambitionen bedarf. Entsprechend werden in diesem Kapitel, basierend auf den Fokusgruppendifkussionen und der Literaturanalyse, verschiedene nachhaltige Anlagestrategien vorgestellt.

Der Ausschluss von Branchen und Unternehmen wird unter den Teilnehmenden am häufigsten mit einer nachhaltigen Geldanlage assoziiert. Die Analyseergebnisse verdeutlichen, dass die Mehrheit der befragten Privatenleger:innen vorrangig den Ausschluss bestimmter Branchen und Unternehmen bevorzugt, um ihre Nachhaltigkeitspräferenzen in die Anlageentscheidung einfließen zu lassen (FGD 1, 2, 3, 5, 6, 7, 8). In diesem Zusammenhang wurden insbesondere Branchen und Unternehmen erwähnt, die in der wissenschaftlichen Literatur als „sin-stocks“ bekannt sind. Hierbei handelt es sich um Firmen und Sektoren, deren Geschäftsmodelle als moralisch fragwürdig gelten (Blitz & Swinkels, 2023). Neben dem Ausschluss der Waffenindustrie (FGD 3, 6, 7, 8) wurden in diesem Zusammenhang allen voran Unternehmen, die mit Menschenrechtsverletzungen in Verbindung stehen (FGD 1, 5, 6, 7, 8) und der Ausschluss von fossilen Brennstoffen und Atomenergie aufgezählt (FGD 1, 5, 6). Darüber hinaus wurden vereinzelt auch Aspekte wie z. B. Pornographie, Glücksspiel oder Alkohol erwähnt (FGD 3, 5). In diesem Zusammenhang beschreibt ein Privatanleger, dass er seine Ausschlusskriterien neben „Menschenrechtsverletzungen generell [...]“ noch weiten würde und „so Dinge wie Suchtmittel, also Tabak, Alkohol, irgendwie sowas [...] auch noch mit aufnehmen [würde]“ (FGD5, Sprecher:in: B4). Auch die wissenschaftliche Literatur und die interviewten Expert:innen bestätigen, dass Ausschlüsse die gängigsten Anlagestrategie im Kontext nachhaltiger Geldanlagen sind (Signori, 2020).

*„Ja, den hat man ja, wenn man das klassisch, selbst wenn man das klassisch macht, ja, dann erzeugt man zumindest erstmal keinen Schaden, wenn man da keine Atomkraftwerke oder keinen Kohlestrom oder keinen, keine Unternehmen mit sozialen oder Menschenrechtsproblemen in der Lieferkette drin hat, ja, das ist ja auch schon mal gut und dann auch belegt.“
(FGD1, Sprecher:in: B4)*

Durch die Anwendung von Ausschlusskriterien können Privatanleger:innen sicherstellen, keine negativen Auswirkungen zu unterstützen und entsprechend Nachhaltigkeitsrisiken zu berücksichtigen. Ausschlüsse zielen nicht darauf ab, den Übergang zu einer nachhaltigeren Wirtschaft

aktiv zu unterstützen. Vielmehr steht hier im Fokus, persönliche Werte und Normen in der Geldanlage zu berücksichtigen (Blitz & Swinkels, 2023; Busch, Hoorn, Stapelfeldt & Pruessner, 2022).

„ .. und da habe ich, weil ich eben auch mich dazu belesen hatte wie viel Impact hat denn ein Ausschluss-Fonds, und dass viele sagen: „ja, hat überhaupt keinen Impact“. Dann fühle ich mich aber trotzdem besser, deswegen habe ich den lieber, aber will dann trotzdem nicht so viel an Rendite verlieren, weil ich eben den Impact nur wenig oder gar nicht sehe, aber zumindest keinen negativen Impact.“ (FGD3, Sprecher:in: B2)

Die Anlagestrategie über Ausschlüsse zu definieren, ist vor allem bei Diskussionsteilnehmer:innen mit geringem Finanzwissen zu beobachten (siehe Tabelle 2). Obwohl Ausschlusskriterien für beide Gruppen relevant sind, erweisen sie sich für Privatanleger:innen mit geringerem Finanzwissen als besonders wichtig. Eine Erklärung eines interviewten Anlageberaters hierzu ist, dass es Privatanleger:innen eher gelingt, Ausschlüsse zu definieren, als explizit zu benennen, in welche spezifischen Finanzprodukte sie investieren möchten:

„Also die, die Erfahrung ist letzten Endes die, dass die wenigsten Menschen sagen können was sie sich wünschen in Bezug auch auf das Thema Nachhaltigkeit, aber die meisten können sagen was sie sich nicht wünschen. Also ich kann, die Mandanten sind ganz klar, in dem Sie sagen, also ich will nicht, dass mein Geld in den Bereich A, B oder C investiert wird, aber es ist wesentlich schwieriger quasi im Gespräch sozusagen zu eruieren, was ist euch dann besonders wichtig. Also es kommt erst immer auch, auch das Thema der Ausschlusskriterien.“ (Interview Anlageberater)

Tabelle 2: Finanzwissen und Anlagestrategie in der FGD

Wissen/ Anlagestrategie	Geringes bis mittleres Finanzwissen	Höheres Finanzwissen
Ausschlusskriterien	41 %	26 %
ESG-Integration	17 %	21 %
Wirkungsorientierte Anlagestrategie	24 %	58 %
Anzahl der Privatanleger:innen	29	19

Eigene Darstellung

Die Analyse ergab, dass der Wunsch nach Wirkung deutlich häufiger von Teilnehmer:innen aus der Gruppe mit hohem Finanzwissen thematisiert wurde, wohingegen es aus der Gruppe mit geringem bis mittlerem Finanzwissen lediglich sehr selten angesprochen wurde. Diese Erkenntnisse werden durch die Forschungsergebnisse von de Amicis et al. (2020) gestützt, die zeigen, dass insbesondere Anleger:innen mit Expertenwissen eher in Impact-Produkte investieren.

In Bezug auf Wirkungsorientierung bedarf es in der Diskussion einer Differenzierung dazu, auf welcher Ebene diese Wirkung generiert wird. Diese Unterscheidung ist in der Nachhaltigkeitsdebatte noch relativ jung und noch nicht mit einheitlichen Begrifflichkeiten hinterlegt, was den fehlenden Bezug der Privatenleger:innen erklären könnte. Im Rahmen dieses Berichts greifen wir die Begrifflichkeiten von Busch et al. (2023) auf die zwischen Impact-Alignment und impact-Generating unterscheiden. Beim Impact-Alignment geht es um Wirkungen, die auf Unternehmensebene generiert werden, also insofern um nachhaltigkeitsbezogene Veränderungen, die die Aktivitäten eines Unternehmens bewirken. Im Bereich impact-Generating geht es um den Investor's Impact, also um realweltliche Veränderungen, die auf die Aktivität eines Investors zurückzuführen ist.

Die Marktanalyse des FNG zu nachhaltigen Geldanlagen zeigt, dass sich nachhaltige Anlageprodukte vor allem im Bereich ESG/Ausschlusskriterien (60 %) und im Bereich Impact Alignment (36 %) verorten.

4.3. Nachhaltigkeitspräferenzen der Privatenleger:innen im Kontext der aktuellen Regulatorik

Nachdem die Nachhaltigkeitspräferenzen im Hinblick auf Anlagestrategien dargestellt wurden, zielt das nachfolgende Kapitel nun darauf ab, die Nachhaltigkeitspräferenzen der befragten Privatenleger:innen und die daraus resultierenden Anlagestrategien mit der geltenden Regulatorik abzugleichen.

Die Bundesregierung und die Europäische Kommission versuchen mit unterschiedlichen Maßnahmen, auch für Privatenleger:innen Orientierung bei der nachhaltigen Geldanlage zu geben. Hierfür sind beispielhaft die europäische Taxonomie⁶- und Offenlegungsverordnung sowie MiFID⁷ II, aber auch die empfohlene Einführung einer ESG-Skala zu nennen. Im Folgenden werden diese Maßnahmen vor dem Hintergrund der gewonnen Erkenntnisse in Bezug auf Nachhaltigkeitspräferenzen kritisch betrachtet.

Ein Abgleich der Nachhaltigkeitspräferenzen der Teilnehmenden mit der aktuellen Regulatorik zeigt, dass die systemische Betrachtung von Nachhaltigkeit unter Berücksichtigung von Spannungsfeldern nur unzureichend berücksichtigt wird. Die Auswertungen zeigen, dass Privatenleger:innen großen Wert darauf legen, dass ihre nachhaltigen Geldanlagen sowohl ökologische als auch soziale Aspekte berücksichtigen und integrieren. Die EU-Taxonomieverordnung stellt ein Klassifizierungssystem dar, das bis dato primär darauf abzielt, ob eine wirtschaftliche Tätigkeit als ökologisch nachhaltig betrachtet werden kann. Maßgeblich für die Klassifizierung von Wirtschaftsaktivitäten sind festgelegte Umweltziele (Europäische Kommission, 2020). Die EU-Taxonomie berücksichtigt zwar Aspekte wie Menschenrechtsverletzungen und Korruption, konzentriert sich dabei jedoch primär auf wirtschaftliche Aktivitäten. Problematiken und Menschenrechtsverletzungen treten jedoch häufig in wirtschaftlichen Einheiten wie Unternehmen und deren Tochtergesellschaften auf. Darüber hinaus vernachlässigt die Taxonomie Menschenrechtsverletzungen, die innerhalb der Lieferketten auftreten, was eine bedeutende Lücke in der umfassenden Betrachtung von Nachhaltigkeit darstellt (Schneeweiß, 2020). Folglich werden die sozialen Aspekte bisher nicht ausreichend thematisiert.

In der Diskussion zur Einordnung von Gas-, Atom- und Rüstungsindustrie in die Taxonomie sehen Expert:innen und Fokusgruppenteilnehmer:innen die Gefahr der Verunsicherung von Privatenleger:innen. Das Konzept der EU-Taxonomie, das nicht den Nachhaltigkeitspräferenzen von Privatenleger:innen entspricht, führt dazu, dass Verbraucher:innen eine eigene Haltung entwickeln müssen. Das Zusammenbringen des eigenen Nachhaltigkeitsverständnisses mit dem

6 Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088.

7 Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (Neufassung).

Wissen bezüglich unterschiedlicher Technologien mit der jeweiligen Nachhaltigkeitsdefinition des Anlageproduktes wird als sehr komplex empfunden, auch, da sich die Grenzen in Bezug auf das, was als nachhaltig bewertet wird, verschieben können (FDGs 1;4;7).

„Bei Politik, wenn es um Nachhaltigkeit geht [...] wird, das ist ja auch komplex. Also wenn man jetzt [...] das Beispiel nimmt mit Atomkraft, ist das jetzt gut oder schlecht, also das war ja auch [...] bei der Taxonomie eine Diskussion war [...] Und sehr wahrscheinlich komme ich da [...] als Privatanleger dann auch nicht drum herum mich auch mit diesen Fragen zu beschäftigen, welche Haltung ich dazu habe, aber auch da wird es dann ja wieder kompliziert. Ich weiß nicht ob es gute Wege gibt, diese Komplexität zu reduzieren.“ (FGD1, B2)

Als weitere Orientierungshilfe wurde am 10.03.2021 die Offenlegungs-VO⁸ in Kraft gesetzt, die teilweise jedoch auch zu mehr Verunsicherung auf Seiten der Verbraucher:innen geführt hat.

Die Offenlegungs-VO sollte in ihrer Funktion als Offenlegungsinstrument neutral hinsichtlich des Produktdesigns sein. Sie stellt insofern lediglich Transparenzpflichten dar und beinhaltet keinerlei Bewertung eines Anlageproduktes. In der Praxis wird von Anbietern die Offenlegungs-VO jedoch als Label-Rahmenwerk verwendet, indem die Anlageprodukte als „Artikel 8“ und „Artikel 9“-Produkte beworben werden. Auch einige Fokusgruppenteilnehmer:innen erwähnen die Offenlegungs-VO in Bezug auf das Thema Label und Siegel (FGD 1; Sprecher B4; B3). Scheitza und Busch (2024) haben sich in einer Studie eingehender mit der Offenlegungs-VO beschäftigt und kommen zu dem Ergebnis, dass die Produkte innerhalb der zugeordneten Artikel sehr heterogen sind. Insofern hat die Verwendung der Offenlegungs-VO bei den Verbraucher:innen Verunsicherung gestiftet (Expert:inneninterview).

Auch die MiFID II Verordnung⁹ soll die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitspräferenzen in der Anlageentscheidung fördern. Nach MiFID II werden Privatanleger:innen in der Anlageberatung drei Kategorien der nachhaltigen Geldanlage aufgezeigt:

1. Nachhaltigkeit im Sinne der EU-Taxonomie (Abfrage einer Mindestquote). Die EU-Taxonomie definiert ökologisch-nachhaltige Wirtschaftsaktivitäten.
2. Nachhaltigkeit im Sinne der nachhaltigen Investitionen von Artikel 2 (17) der Offenlegungs-VO (Abfrage einer Mindestquote). Die Definition einer nachhaltigen Investition setzt bei einem positiven Beitrag zu einem Umwelt- oder Sozialziel an, bei gleichzeitiger Vermeidung erheblicher Beeinträchtigungen dieser Ziele. Zudem muss das Kapital in Unternehmen investiert werden, die Verfahrensweisen einer guten Unternehmensführung anwenden.
3. Nachhaltigkeit im Sinne der Berücksichtigung von „Principal Adverse Impacts (PAI)“ Indikatoren in Anlehnung an Annex I Tabelle 1 der Offenlegungs-VO. Mit den PAIs werden die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Umwelt und Gesellschaft definiert.

8 EU-Offenlegungsverordnung Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor, eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088

9 Delegierte Verordnung (EU) 2017/565 der Kommission vom 25. April 2016 zur Ergänzung der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit

Diese derzeitige Abfrage der Nachhaltigkeitspräferenzen nach den drei Kategorien EU-Taxonomie, Offenlegungs-VO und PAIs ist für die Privatenleger:innen sehr komplex, da inhaltlich keine Verknüpfungspunkte zwischen den einzelnen Kategorien bestehen. Es erfordert viel Einarbeitungszeit, die verschiedenen Kategorien nachzuvollziehen und zu begreifen, wie sie mit dem eigenen Verständnis von Nachhaltigkeit zusammenhängen. Auch für die Berater:innen stellt diese Abfrage eine Herausforderung aufgrund der wahrgenommen Komplexität dar (Klein, Zwergel, Eckert & Dumrose, 2021). Auch die europäischen Finanzaufsichtsbehörden weisen darauf hin, dass es diverse EU-Regulierungen mit Bezug zu Sustainable Finance gibt, die in Teilen nicht aufeinander abgestimmt sind: die Taxonomie-Verordnung, die Offenlegungs-VO, die Verordnung über Indizes, die Nachhaltigkeitsberichterstattungs-Richtlinie CSRD, die Finanzinstrumente-Richtlinie Mifid II, die Regulierung zu ESG-Ratings. In durchgeführten Tests mit Konsument:innen wurde gezeigt, dass sie die Unterscheidung zwischen nachhaltigen Investitionen gemäß Offenlegungs-VO und taxonomiekonformen Investitionen herausfordernd, „künstlich und schwer zu begreifen“ finden (ESMA, 2024). Diese Erkenntnisse decken sich auch mit den Aussagen aus den Expert:inneninterviews.

„Und aus vielerlei Hinsicht ist das natürlich deshalb mit so viel Bauchschmerzen verbunden, weil die drei regulatorischen Stränge machen in sich, finde ich, großen Sinn, aber wir wissen ja, die harmonisieren nicht, wo ist da der Link.“ (Expert:inneninterview).

5. Informationsproblem beim Thema Nachhaltigkeit und Bewertung regulatorischer Maßnahmen

Wie im vorigen Kapitel dargestellt, ist die Informationslage zu nachhaltigen Geldanlagen ein zentrales Problem für Privatenleger:innen. Da die Informationslage die entscheidende Barriere für eine nachhaltige Anlageentscheidung darstellt, widmet sich dieses Kapitel dem Informationsproblem beim Thema Nachhaltigkeit, indem zunächst auf theoretische Grundlagen und empirische Evidenz des Informationsproblems eingegangen wird (Kapitel 5.1.). Anschließend wird mit MiFID II die zentrale Regulierung für die Beratungspraxis betrachtet (Kapitel 5.2) sowie der Informationsbedarf (5.3.) und die Informationsverfügbarkeit (5.4.) vor dem Hintergrund der aktuellen Regulatorik bewertet.

5.1. Komplexe Informationslage und EU-Taxonomie

In der Theorie hindert eine schlechte Informationslage und die damit einhergehende Schwierigkeit der Bewertung Privatenleger:innen daran, Nachhaltigkeit in die Anlageentscheidung mit einzubeziehen und verdrängt so ambitioniert-nachhaltige Produkte vom Markt. Dies lässt sich anhand des Modells „The Markets for Lemons“ (Problematik der Negativauslese) von Akerlof verdeutlichen (Akerlof, 1970; Scheitza & Busch, 2024). Demnach sind Verbraucher:innen mit dem Problem der „verdeckten Eigenschaften“ konfrontiert, d. h. sie müssen trotz weniger Informationen einen Erwartungswert für die Qualität nachhaltiger Geldanlagen bilden. Das Problem verdeckter Eigenschaften ist besonders präsent beim Thema Nachhaltigkeit: Die Bandbreite an nachhaltigen Produkten, die unterschiedlichen Nachhaltigkeitsdefinitionen und die individuellen Nachhaltigkeitspräferenzen bieten Anleger:innen derzeit wenig Vergleichbarkeit und hohe Suchkosten, um Produkte nach ihren Präferenzen zu identifizieren (Wendland, 2023). Diese Herausforderungen führen dazu, dass die Qualitätsbewertung nachhaltiger Produkte für Verbraucher:innen erschwert wird und die Unsicherheit über die Qualität kann dazu führen, dass die Entscheidung zugunsten von konventionellen Produkten oder nur minimal nachhaltigen Anlagen fällt (Lemons). Langfristig könnten somit ambitionierte Nachhaltigkeitsprodukte vom Markt verdrängt werden, da es sich für die Anbieter aufgrund der stark gesunkenen Nachfrage nicht mehr lohnt, diese Produkte am Markt anzubieten.

Empirische Literatur bestätigt, dass Intransparenz und Unsicherheiten über die Qualität nachhaltiger Finanzprodukte das Risiko bergen, dass Interessenten dem Markt fernbleiben und keine Kaufentscheidung treffen (Lopatta, Buchholz & Kaspereit, 2016). Fast die Hälfte der Befragten (46 %) einer Studie vom Bankenverband geben an, nachhaltige Geldanlagen bisher nicht zu nutzen, da sie über zu wenig Wissen und zu wenig Informationen verfügen (Bundesverband deutscher Banken, 2023). Auch eine Befragung von Gutsche und Zwergel (2020, S. 128) but still limited participation of individual (i.e. small, retail zeigt auf, dass ca. 60 % der Privatanleger:innen, welche in konventionelle Anlageprodukte investieren, angeben, zu wenig Wissen über die Anlagestrategie nachhaltiger Geldanlagen zu haben.

Durch die EU-Taxonomie soll die „Market for Lemons“-Problematik, insbesondere die Informationslage und Qualitätsunterschiede im Bereich Sustainable Finance adressiert werden, dies gelingt jedoch nur bedingt. Mittels der Taxonomie werden Aktivitäten als „ökologisch nachhaltig“ klassifiziert. Insofern werden Verbraucher:innen Informationen zu unterschiedlicher Qualität sichtbar gemacht. Wie in Kapitel 4.3 dargestellt, besteht jedoch weiterhin große Unsicherheit darin, abzugrenzen, was genau der Begriff Nachhaltigkeit beinhaltet und was nicht.

Ein Grund liegt darin, dass die Taxonomie nicht mit den Nachhaltigkeitspräferenzen von Privatanleger:innen konform ist. Es fehlt den meisten Privatanleger:innen eine einheitliche Definition des Begriffes Nachhaltigkeit (FDG 1;4;7). Eine gefühlte Komplexität führt zur Verunsicherung, welche Komponenten eine nachhaltige Geldanlage beinhaltet, allgemein und im Bankensektor im Speziellen.

Produktanbieter nutzen derzeit ein starres, eindimensionales Bewertungssystem, das von Nachhaltigkeitsklassifizierungen der Regulatorik geprägt ist. Es ist unmöglich, eigene Bewertungsverfahren anzudocken. Ein starkes Defizit der aktuellen Regulatorik besteht zufolge einer Expertin aus dem Bereich Produkthanbieter in den starren Kategorien und der Eindimensionalität bei der Entscheidung, ob Produkte als nachhaltig eingestuft werden oder nicht. Dadurch gäbe es keinen Diskussionsspielraum bezüglich der Priorisierung nachhaltiger Maßnahmen: *„ist das jetzt ein Unternehmen, ein Staat, der viel tut im Sinne von, dass er einen Impact hat, wo er einen großen Impact haben kann? Priorisieren die richtig? Das kommt mir einfach in der Regulatorik sehr kurz.“* (Expert:inneninterview). Auch besteht eine Abhängigkeit von externen ESG-Datenanbietern, die für die Bewertung der Nachhaltigkeitsklassifizierung der Finanzprodukte herangezogen werden. Die Expert:innen geben zu bedenken, ob diese Daten tatsächlich dazu beitragen, nachhaltiges Investieren und Handeln zu fördern (Interviews Anlageberatung, Anbieter, Label).

Das Nicht-Wissen der Privatanleger:innen wird verstärkt durch Uneinheitlichkeit der Ansätze zur Abgrenzung von Nachhaltigkeit in der Regulatorik. Die Uneinheitlichkeit der Darstellung von Nachhaltigkeit erschwert die Nachhaltigkeitsbewertung für Privatanleger:innen, was sich negativ auf den Bewertungs- und Entscheidungsprozess auswirkt. Die unterschiedlichen Nachhaltigkeitskonzepte erschweren nach Ansicht der Privatanleger:innen *„die ganzen Informationen zusammenzufassen und auf Basis dessen eine Entscheidung zu treffen“*. (FGD 2).

Die Uneinheitlichkeit und die damit einhergehenden unterschiedlichen Meinungen und Definitionen von Nachhaltigkeitsaspekten werden oftmals als Informationsüberfluss bewertet und erschweren somit den Bewertungsprozess. Auch Anderson und Robinson zeigen, dass Informationsüberfluss Komplexität fördert (Anderson & Robinson, 2022). Eine solche Informationsüberlastung kann gemäß Hafenstein und Bassen (2016) social and governance (ESG einen erheblich negativen Einfluss auf die Investitionsentscheidung haben.

*„Und ich persönlich, mich hat das bisher eher **überfordert**, muss ich sagen, weil auch viele **unterschiedliche Meinungen** dann irgendwie aneinander herangetragen werden. Mir fällt es dann irgendwie schwer, da den Überblick zu behalten und dann auch zu überlegen, was jetzt wirklich sinnvoll ist oder*

was vielleicht jetzt nur irgendein, keine Ahnung, Mindset-Typ bei Instagram einem aufpassen möchte oder so.“ (FGD6, Sprecher:in B4)

Das Nicht-Wissen der Verbraucher:innen wird verstärkt durch die Schwierigkeit, den Transformationsgedanken und die Wirkung der nachhaltigen Geldanlage abzubilden. Dieser Schwierigkeit stehen die Erwartungen von Verbraucher:innen, mittels nachhaltiger Geldanlage zur nachhaltigen Transformation beizutragen, gegenüber, was u. a. die Umfrage der VZ Bremen (Verbraucherzentrale Bremen, 2022) zeigt. 44 Prozent der Befragten Verbraucher:innen wünschen sich, dass ihre nachhaltige Geldanlage auch eine eindeutig messbare und zuordenbare nachhaltige Wirkung erzeugt. Entsprechend erwarten die Befragten eine Investorenwirkung, d. h. dass die eigene Investment-Aktivität eine signifikante zusätzliche positive Wirkung in der Realwirtschaft für Stakeholder oder die Umwelt hat. Diese positive Wirkung muss empirisch beobachtbar sein und somit durch ein Impact-Messung und -Management-System belegt werden.

Es ist für mich wichtig, für mich geht es um den Impact, also welcher Einfluss wird tatsächlich dann ausgeübt, kann ich das messbar machen, ist das auch wirklich ein messbarer Impact (...).“ (FGD4, Sprecher:in B6)

In der aktuellen Regulatorik wird der Transformationsgedanke bisher jedoch kaum berücksichtigt. Den Expert:inneninterviews zufolge ist der wichtige Aspekt des Impactinvestierens in der bisherigen Verordnung der Offenlegungs-VO nur teilweise berücksichtigt, beispielsweise „fehlt der ganze Gedanke zur Transition der Realwirtschaft in Artikel 9“. Insbesondere die Bezeichnung der Artikel 9-Fonds als „Impact-Fonds“ sei „zu schwammig“ und treffe nur bedingt zu. Demnach stiftet die Regulatorik keinen Mehrwert in Bezug auf den Impactgedanken, sondern „nur mehr Verwirrung“ (Interview Wissenschaft).

Aufbauend auf der EU-Regulatorik soll die Einführung einer „ESG-Skala“¹⁰ Privatenleger:innen mehr Transparenz und eine verbesserte Informationslage zu den Nachhaltigkeitsmerkmalen der Finanzprodukte bieten und dadurch die Entscheidungsfindung erleichtern. Der Sustainable Finance-Beirat hat im Februar 2024 die Einführung einer „ESG-Skala“ für Finanzprodukte, die primär an Privatenleger:innen gerichtet ist, empfohlen. Die Skala umfasst die Stufen A bis F, wobei die Stufe A Finanzprodukte mit ausgeprägten Nachhaltigkeitsmerkmalen repräsentiert (ausgeprägte Berücksichtigung von ESG-Aspekten), während Stufe F Finanzprodukte beinhaltet, die keine oder nur sehr geringe Nachhaltigkeitsmerkmale aufweisen (geringe oder keine signifikante Berücksichtigung von ESG-Aspekten). Diese Klassifizierung soll Privatenleger:innen eine Orientierungshilfe zu den Nachhaltigkeitsmerkmalen eines Finanzproduktes bieten und auch einen verbesserten Überblick (Schürmann, 2024). Die Skala stellt somit einen wichtigen Versuch dar, die erschwerte Informationslage der Verbraucher:innen zu adressieren, indem die Transparenz zu den Nachhaltigkeitsmerkmalen erhöht wird und somit die Qualitätsbewertung für eine Entscheidungsfindung erleichtert werden kann.

Auch im Rahmen der Expert:inneninterviews wurde die Einführung einer ESG-Skala diskutiert, wobei die Expert:innen einen deutlichen Mehrwert dieser Skala für Privatenleger:innen hervorhoben. Auch die Expert:innen sprechen die Einführung einer ESG-Skala im Rahmen der Interviews an. Sie bewerten die Skala positiv und erkennen deren Mehrwert für Privatenleger:innen an. Dennoch betonen sie, dass eine solche Skala nicht als universelle Lösung für nachhaltige Geldanlagen betrachtet werden sollte und weisen darauf hin, dass auch diese Klassifizierung Schwächen aufweist. In diesem Zusammenhang wird erklärt, dass die Skala zwar *dabei helfe, dass „ein Kunde (...) ein Produkt mit einer hohen Nachhaltigkeitsausprägung oder mit vielen Merkmalen“ finde*, aber immer noch die Möglichkeit bestehe, dass diese Investition „gar nicht

¹⁰ ESG_Skala_Abschlussempfehlung.pdf (sustainable-finance-beirat.de)

mit seinem Nachhaltigkeitsverständnis matcht.“ In seinen Augen könnte die ESG-Skala jedoch sehr gut als ein ergänzendes Instrument zur Abfrage der Nachhaltigkeitspräferenzen die komplexen Inhalte vereinfacht vermitteln, wie das nachfolgende Zitat verdeutlicht:

„Und dann finde ich das gut, mit einer vereinfachten Grafik oder wie auch immer zu arbeiten, dass man genau wie beim Nutriscore oder wie am Kühlschrank oder wie auch immer sagen kann: okay, ich möchte mich in dem Bereich aufhalten.“

Ein Experte weist darauf hin, dass der aktuelle Entwurf eine weitere wesentliche Schwachstelle aufweist, da er Überlegungen zur realwirtschaftlichen Transformation und zu Impact-Investing nicht berücksichtigt:

„Weil die ESG-Skala den Anspruch hat, rein auf den regulatorischen Vorgaben der derzeitigen Sustainable-Finance-Regulierung aus Brüssel aufzusetzen. Und genau dort ist dieser ganze Gedanke Transition der Realwirtschaft eben auch noch nicht verankert, wenn man in die Paragraphen der Offenlegungsverordnung reingeht, insbesondere Artikel 9, da ist eben dieser Gedanke dieses, ich würde jetzt mal sagen, dunkelgrün Impact-Investments nicht verortet und folglich kann auch eine ESG-Skala diesen Aspekt nicht mitberücksichtigen. Das ist aus meiner Sicht ein klares Defizit der derzeitigen Überlegungen in dem Bereich.“

5.2. MiFID II zur Förderung von Nachhaltigen Geldanlagen

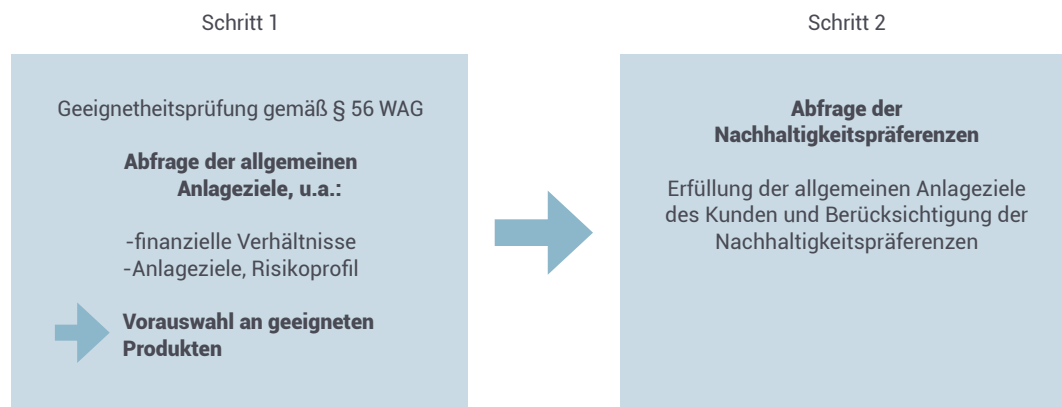
Nachdem das Informationsproblem bei der nachhaltigen Geldanlage konkretisiert wurde, wird nun mit MiFID II ein Instrumentarium zur Förderung von Nachhaltiger Geldanlage bei Privatanleger:innen vorgestellt. Der Gesetzgeber sieht mit der Einführung der MiFID II-Richtlinie und § 64 Wertpapierhandelsgesetz (Beratungspflicht) einen geeigneten Hebel, um Nachhaltigkeit bei der Anlageentscheidung zu stärken. Die DelVO 2021/1253 legt die grundsätzlichen Anforderungen der Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen in der Anlageberatung fest.

Bevor individuelle Nachhaltigkeitspräferenzen abgefragt werden, müssen Berater:innen andere Anlageziele, den zeitlichen Horizont und die individuellen Umstände von Kund:innen klären. Nach den regulatorischen Vorgaben wird in der Anlageberatung in zwei Stufen vorgegangen. Anlageberater:innen müssen im ersten Schritt die Kriterien Kenntnisse und Erfahrungen, finanzielle Situation und sonstige Anlageziele gemäß § 56 WAG erheben. Im zweiten Schritt werden im Hinblick auf die Portfolioverwaltung zusätzlich noch die individuellen Nachhaltigkeitspräferenzen ihrer vorhandenen und potenziell neuen Kunden abgefragt.¹¹

Die Erhebung der Nachhaltigkeitspräferenzen erfolgt durch eine binäre (0/1) Abfrage, bei der ermittelt wird, ob „Nachhaltigkeit bei der Anlage oder in anderen Finanzthemen berücksichtigt werden sollte“. Diese Reihenfolge soll verhindern, dass die Darstellung der Nachhaltigkeit von Finanzprodukten sich an etwaigen Nachhaltigkeitspräferenzen orientiert und ungeeignete Produkte als geeignet dargestellt werden.

¹¹ Delegierte Verordnung (EU) 2021/1253 vom 21. April 2021 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 im Hinblick auf die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsfaktoren, -risiken und -präferenzen in bestimmte organisatorische Anforderungen und Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit von Wertpapierfirmen.

Abbildung: Eignungsbeurteilung – 2-Stufen-Modell



Quelle: Leitfaden Nachhaltigkeitspräferenzen bei der Anlageberatung (wko.at)

Den Kund:innen soll dann erklärt werden, wie sich nachhaltige Finanzprodukte von solchen, die dieses Merkmal nicht aufweisen, unterscheiden. Bei der Erklärung von Nachhaltigkeitskonzepten bei Finanzprodukten werden Finanzinstrumente in drei Kategorien eingeteilt. Erstens solche, die einen Mindestanteil an ökologisch nachhaltigen Investitionen im Sinne der Taxonomie-Verordnung beinhalten, zweitens Finanzinstrumente, die ein Mindestanteil an nachhaltigen Investitionen im Sinne der Offenlegungs-Verordnung beinhalten und drittens solche, die die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren berücksichtigen.

Im Falle des Vorhandenseins von Nachhaltigkeitspräferenzen soll die Kategorie des gewünschten Finanzinstruments geklärt werden, um dann im Falle der ersten beiden den Mindestanteil an entsprechenden Anlagen sowie im Falle der dritten spezifische Aspekte abzufragen, welche beim Anlegen vermieden werden sollen (ESMA, 2023). Finanzprodukte, die nicht den individuellen Nachhaltigkeitspräferenzen entsprechen, dürfen weiterhin empfohlen werden, solange deutlich gemacht wird, dass sie nicht mit den Präferenzen übereinstimmen. Kund:innen haben die Möglichkeit, ihre Präferenzen anzupassen, um weitere Empfehlungen zu erhalten. Berater:innen werden aufgefordert, einen neutralen Ansatz zu verfolgen und den Entscheidungsprozess zu dokumentieren.

Unter den Expert:innen herrscht Einigkeit darüber, dass die Umsetzung dieser Maßnahmen nicht zielführend ist (Interviews Anlageberatung). Die Expert:innen äußern, dass sie zunächst sehr erfreut darüber waren, dass das Thema Nachhaltigkeit in Beratungsgesprächen angegangen und verpflichtend gemacht wurde. Es wird als wichtiger Schritt angesehen, dass regulatorische Maßnahmen ergriffen werden, um nachhaltiges Investieren zu fördern. Dass die Maßnahme jedoch nicht zielführend ist, wird durch die Ausführung einer Anlageberaterin klar, indem sie erklärt, „dass die Investitionen in nachhaltige Wirtschaftstätigkeiten abnehmen“. Auch ein Experte erläutert, dass ihm die aktuelle Regulatorik in seinen Beratungstätigkeiten eher „Steine in den Weg“ wirft.

Die Komplexität der Regulierung wird als Grund für den Misserfolg gesehen. Die regulatorischen Vorgaben werden als sehr kompliziert angesehen, sodass selbst Fachleute Schwierigkeiten haben, den kompletten Sachverhalt nachzuvollziehen (Expert:inneninterviews). Eine Folge dieser Komplexität ist, dass viele Anlageberater:innen der Thematik aus dem Weg gehen und versuchen, die verpflichtende Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen im Beratungsgespräch zu umgehen oder zu minimieren. Sie argumentieren, dass die positive Beantwortung der Abfrage Nachteile mit sich bringt, da der weitere Verlauf sehr komplex sei, einen erheblichen Aufwand darstelle und die Investitionsmöglichkeiten stark eingeschränkt werden. Dementsprechend wird den Anlegenden oft dazu geraten, die Abfrage mit „Nein“ zu beantworten (Expert:inneninterviews).

Bestätigt wird die mangelnde Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen durch eine Testkäufer-Kampagne der 2° Investing Initiative. Die Studie zeigt, dass die für Berater:innen obligatorische Abfrage von Nachhaltigkeitspräferenzen in vielen Fällen nicht oder nur unzureichend stattfindet. Die Autoren führen dies auch auf den geringen Wissensstand der Berater:innen zurück. Oft wenden Berater:innen dann einen Vertriebsansatz an, bei dem sie auf spezifische Fragen allgemeine Antworten geben und Produkte empfehlen, mit denen sie selbst vertraut sind, die jedoch nicht zu den Nachhaltigkeitspräferenzen der Kund:innen passen. Durch ihren professionellen Eindruck fällt es Kund:innen allerdings schwer, Unkenntnisse zu identifizieren (Cooke, Santacruz, Rivera & Mangot, 2023).

Ein weiterer problematischer Faktor, der zu Verunsicherungen bei Berater:innen führen kann, sind haftungsbezogene Aspekte und mangelnde Klarheit darüber, welche Finanzprodukte überhaupt als nachhaltig eingestuft werden und welche nicht (Expert:inneninterviews).

„Also ich finde diese Übersetzung zwischen Monsterregulierung, null Finanzwissen und der Berater, der Angst hat irgendwie mal was falsch zu machen, aus haftungstechnischen Gründen ist halt eine Mischung, die völlig unproduktiv ist.“ (Interview Anlageberatung)

Neben den Berater:innen sind aber vor allem die Privatanleger:innen mit den Kriterien der Nachhaltigkeit in der Anlageberatung überfordert. Die aktuellen regulatorischen Anforderungen zur Ermittlung der Nachhaltigkeitspräferenzen sind äußerst komplex formuliert und setzen ein gewisses Vorwissen bei den Anlegenden voraus (Expert:inneninterviews). Die Fragestellungen sind so formuliert, dass das Verständnis gewisser Fachbegriffe wie z. B. Taxonomiequote, Offenlegungspflichten oder Principal Adverse Impact (PAI)-Produkt vorausgesetzt wird. Dies überfordert viele Privatanleger:innen. Nach den aktuellen regulatorischen Vorgaben müssen in begrenzter Zeit äußerst komplexe Themen vermittelt werden, die laut Experte viele Anlegende „selbst nach drei Stunden [...] nicht verstehen“. Darüber hinaus wird verlangt, dass genaue Angaben dazu gemacht werden, in welchem prozentuellen Umfang Investments z. B. in bestimmten Bereichen oder taxonomiekonform getätigt werden sollen.

„Und das ist das Herausfordernde aktuell [...], ich bin dazu verpflichtet zu fragen, zu wieviel Prozent wollen sie in diesen Bereich investiert werden, also wer kann denn das beantworten, also eine Privatanlegerin, ein Privatanleger kann das eigentlich nicht.“ (Interview Anlageberatung)

Insgesamt kann gezeigt werden, dass weniger Kund:innen in der Anlageberatung an Nachhaltigkeit interessiert sind, auch wenn dies nicht allein auf MiFID II zurückzuführen ist. Zu diesem Ergebnis kommt das Vermittlungsbarometer, dass der Bundesverband für Finanzdienstleistungen (AfW) im Jahr 2024 veröffentlichte. Gemäß den Ergebnissen des Vermittlerbarometers zeigt sich, dass lediglich 22 % der Kund:innen Interesse daran haben, über ihre Nachhaltigkeitspräferenzen zu sprechen. Im Gegensatz dazu ist für 62 % der Kund:innen das Thema Nachhaltigkeit unerheblich (Der Bundesverband Finanzdienstleistungen e.V., 2024). Diese Zahlen stellen im Vergleich zu 2022 einen deutlichen Rückgang dar, als 53 % der Kund:innen bereit waren, über ihre Nachhaltigkeitspräferenzen zu diskutieren. Es stellt sich die Frage, inwieweit die bisherigen Krisen und Greenwashing-Vorfälle und die gesellschaftlichen Diskussionen hierzu einen Einfluss auf das Meinungsbild der Kund:innen haben. Eine mögliche Erklärung geht aus den FGD hervor: Einige Privatanleger:innen haben aufgrund der medialen Berichterstattung und der Greenwashing-Skandale ein geringeres Vertrauen in nachhaltige Geldanlagen (FDG 6).

5.3. Ableitung von Verbraucher:innentypen gemäß ihres Informationsbedarfs

Um das Informationsproblem auch über die Anlageberatung zu lösen, bedarf es eines tiefergehenden und differenzierten Verständnisses in Bezug auf den Informationsbedarf von Privatenleger:innen. Die Privatenleger:innen unterscheiden sich hinsichtlich ihres Informationsbedarfs und der Bereitschaft, Suchkosten in Kauf zu nehmen, um eine Qualitätsbewertung einer nachhaltigen Geldanlage vorzunehmen. Die Qualitätsbewertung beinhaltet den Vergleich zwischen den individuellen Nachhaltigkeitspräferenzen der Anleger:innen und den verfügbaren Informationen über das jeweilige Anlageprodukt.

Es bestehen unterschiedliche Bedürfnisse an die Informationsverfügbarkeit und Transparenz der Nachhaltigkeitsaspekte nachhaltiger Geldanlagen. In den FGD zeigt sich, dass dem Bedürfnis nach detaillierten und differenzierten Informationen der Wunsch nach einer Komplexitätsreduzierung und weniger Informationen gegenübersteht. Auch zeigen sich unterschiedliche Bedürfnisse darin, ob die Qualitätsbewertung selbst oder von Dritten vorgenommen werden soll. Der Aspekt der Glaubwürdigkeit bezüglich der Institutionen, die die Bewertung vornehmen, spielt dabei eine wichtige Rolle.

Bei der Informationsbeschaffung ist die Glaubwürdigkeit der Informationsquelle entscheidend. Dabei spielt die Unabhängigkeit der Informationsquelle für Privatenleger:innen eine entscheidende Rolle, um Glaubwürdigkeit und Transparenz zu gewährleisten. In den FGD genannte unabhängige Stellen sind u. a. die Verbraucherzentrale, Finanztip und Stiftung Warentest. Diese werden als vertrauenswürdig eingestuft. Entsprechend gilt die Unabhängigkeitsvermutung für die Honorarberatung, die keine Verkaufsanreize durch Provision vermuten lässt. Angemerkt wird schließlich zudem, dass auch Kompetenz im Bereich Nachhaltigkeit wichtig ist, um Glaubwürdigkeit herzustellen.

„Also ich weiß, ich persönlich würde jetzt nie zu meiner Bank gehen und mich da über die Geldanlage beraten lassen, sondern ich würde immer irgendwie versuchen auch von unabhängigeren oder vermeintlich unabhängigeren Quellen Informationen zu bekommen und darauf basierend eine Entscheidung zu treffen. Und das gilt jetzt bei nachhaltigen Geldanlagen noch viel mehr.“ (FGD 1, Sprecher:in B2)

Akteur:innen handeln bei der Informationsaufnahme tendenziell nach dem Prinzip der Komplexitätsreduzierung (García, 2013, S. 300). Eine Folge des Informationsüberflusses ist, dass suboptimale Entscheidungen bei der Suche im Markt getroffen werden, da es nicht möglich ist, alle relevanten Angebote vergleichen zu können (Johnson et al., 2012, S. 487). Im Zuge der Komplexitätsreduzierung wird die bewusst schlechtere Option in Kauf genommen, um zu viel Komplexität zu reduzieren. Dies führt im Modell von Akerlof (siehe Kapitel 5.1) dazu, dass langfristig nachhaltige Anlageprodukte von weniger guten oder konventionellen und weniger komplexen Anlageprodukten verdrängt werden.

Die Komplexität bei nachhaltigen Anlageprodukten führt zu höherem Zeitaufwand bei der Anlageentscheidung. Eine wesentliche Barriere, in nachhaltige Geldanlagen zu investieren, besteht durch hohe Such- und Informationskosten (Gutsche & Zwergel, 2020). Die Aussagen der FDG verdeutlichen, dass diese für einige Privatenleger:innen mit geringem Informationsbedarf zu hoch sind. Viele Privatenleger:innen verfügen nicht über die Zeit und die Bereitschaft, sich mit nachhaltigen Geldanlagen auseinanderzusetzen. Die Beurteilung der Informationen, die die Entscheidungsgrundlage bilden, wird als aufwendig empfunden (FDGs 1;3;6).

„Aber halt ich will mir da nicht 20 Seiten Prospekt durchlesen, um das irgendwo rauszufinden, sondern das muss halt auch verdaulich sein für einen Privatanleger, ja, also das muss transparent sein, aber trotzdem auch verständlich und und schnell ersichtlich und verdaulich, ja.“ (FGD1, Sprecher:in B5)

Auf der anderen Seite möchten einige Privatanleger:innen die Qualitätsbewertung von Nachhaltigkeit in der Geldanlage selbstständig durchführen und stoßen auch hier an ihre Grenzen. Es geht dabei darum, sich der eigenen Konsumententscheidung sicher zu sein und das eigene nachhaltige Konsumverhalten auf die Investitionsentscheidung zu übertragen.

„Also für meinen Teil, ich finde es wichtig, das Produkt muss genau beschrieben werden. Also ich brauche unheimlich viel Produktinformation. (...) Über die Firma brauche ich enorm viele Informationen. (...) Und über eine Nachverfolgung von der Produktion bis zur Auslieferung des Produkts. Also und wer arbeitet in der Firma, was bekommen die für Löhne. Also alles Mögliche. Ich brauche sehr viele detaillierte Informationen, um die Nachhaltigkeit des Produktes zu festigen, damit ich da investieren würde. Es gibt ja viele, die geben verdeckte Informationen oder die geben nur halbe Informationen raus und erwähnen dann Sachen nicht, die denen unangenehm sind.“ (FGD8).

Basierend auf den FGD lassen sich drei unterschiedliche schematisierte Typen hinsichtlich ihrer Informationsbedarfe, Ansprüche an die Qualitätsbewertung und Suchkosten einteilen. Auf diese Typen abgestimmte und in den Diskussionen angesprochene Informationsangebote könnten dazu beitragen, Privatanleger:innen die Kaufentscheidung zu erleichtern, um letztendlich eine Kaufentscheidung zu treffen, die ihre Nachhaltigkeitspräferenzen berücksichtigt. *Für die unterschiedlichen Typen bestehen unterschiedliche Ansprüche an die Qualitätsbewertung der nachhaltigen Anlageprodukte.*

In der ersten Kategorie der Privatanleger:innen besteht **kein Informationsbedarf** zu nachhaltigen Geldanlagen (FGD 2; 7). Dies betrifft nur einige wenige Teilnehmer:innen der FGD, die Geldanlage nicht als Möglichkeit sehen, einen nachhaltigen Einfluss zu haben und mit einer Geldanlage etwas zu bewirken. Andere zeigen kein Interesse an Nachhaltigkeit und stellen die Entscheidung zum Kauf einer Geldanlage alleinig auf die Rendite des jeweiligen Anlageproduktes ab (FGD 4; 7). Daher ist für diese Gruppe auch keine Qualitätsbewertung nötig.

In der zweiten Kategorie der Privatanleger:innen besteht ein **starker Wunsch nach Komplexitätsreduzierung**, da vorhandene Informationen als zu umfangreich und intransparent wahrgenommen werden. Es besteht gleichzeitig wenig Bereitschaft, Suchkosten in Kauf zu nehmen, die unterschiedlichen Informationen über Nachhaltigkeitsaspekte einzuordnen und zu priorisieren. Greenwashing stellt eine Herausforderung dar, Informationen zu bewerten und verstärkt die Wahrnehmung der Komplexität und der Unmöglichkeit einer eigenen Bewertung. (FGD 1;3;6)

In dieser Gruppe von Privatanleger:innen stellt eine Qualitätsbewertung durch Dritte in Form von Labels, Siegeln oder Ampeln eine potenzielle Unterstützung dar, um die Bewertung der Nachhaltigkeit einer Geldanlage zu vereinfachen. Da die Bewertung an externe Parteien übergeben wird, spielt die Vertrauenswürdigkeit in diesem Kontext eine besonders wichtige Rolle.

In der dritten Kategorie von Privatanleger:innen besteht **ein hoher Informationsbedarf** und ein ausgeprägter Wunsch nach differenzierten und umfangreichen Informationen, um eine **eigene fundierte Qualitätsbewertung** einer nachhaltigen Geldanlage durchführen zu können. Diese Gruppe ist bereit, **hohe Suchkosten in Kauf zu nehmen**, um eine eigene, individuelle und umfas-

sende Bewertung vorzunehmen. Eine bedeutende Herausforderung besteht jedoch in der Wahrnehmung, dass oft nicht ausreichend Informationen verfügbar sind, um eine solche Bewertung durchzuführen. Individuelle Beratung und die Unterstützung durch auf Nachhaltigkeit spezialisierte Berater:innen könnten potenziell geeignete Strategien sein, um die Qualitätsbewertung für diese Gruppe zu erleichtern (FGD 7; 2).

Tabelle 3:

	0	1 (niedrige Suchkosten)	2 (hohe Suchkosten)
Informationsbedarf	Keine Information zu Nachhaltigkeit	Komplexitätsreduzierung	Differenzierte, umfangreiche Informationen
Qualitätsbewertung	Keine Qualitätsbewertung	Qualitätsbewertung durch Dritte (Label, Siegel, Ampel)	Eigene, individuelle qualitative Qualitätsbewertung
Hindernis		Greenwashing, Bewertung der Objektivität, Vertrauen	Zu wenig Informationen vorhanden

Eigene Darstellung

5.4. Wie informieren sich Verbraucher:innen?

Im Folgenden wird schließlich den Informationsbedarfen die Informationsverfügbarkeit entgegengestellt. Diese wird vor allem aus den Darstellungen aus den Fokusgruppendifkussionen und aus der Kommunikationsanalyse gewonnen.

An Geldanlage interessierte Verbraucher:innen nutzen unterschiedliche Informationsquellen, um sich über Nachhaltigkeit zu informieren. Den FGD zufolge nutzen Personen mit viel Finanzwissen vorwiegend Onlineplattformen von Labels oder Vergleichsplattformen als erste Informationsquelle. Personen mit weniger Finanzwissen erkundigen sich im ersten Schritt bei unabhängigen Institutionen, im persönlichen Umfeld oder auf Onlineplattformen. Nur vier der Probanden, die eher ein geringes Finanzwissen aufweisen, nennen die Banken als erste Anlaufstelle, um Informationen einzuholen. Allerdings fällt dieser Anteil in der Realität potenziell größer aus, da sich das Sample dieser Studie überwiegend aus Online-affinen Personen zusammensetzt. Fast alle Personen aus den FGD mit (sehr) geringem Finanzwissen informieren sich im Internet über nachhaltige Geldanlagen. Entscheidend ist entsprechend, wie die Ansprache auf der Website bei den einzelnen Finanzdienstleistern und -akteuren gestaltet ist.

„Ja, aber auf jeden Fall eine geringere, bis man den Schritt zu einer Beratung geht. Also ich glaube, das ist echt vorher Familie, Freunde, soziale Medien, Internet, da sind so viele Faktoren, glaube ich, die ich vor einem Beratungsgespräch wählen würde, schon da und dementsprechend würde es eher in den Hintergrund rücken.“ (FGD6, Sprecher:in: B2)

Die Kommunikationsanalyse der Anlageproduktanbieter (siehe Methodenkapitel) zeigt zwar, dass mittlerweile Nachhaltigkeit auf jeder Bank-Homepage angesprochen wird, es liegt jedoch keine einheitliche Verwendung des Begriffs vor. Der Begriff der Nachhaltigkeit wird unterschiedlich interpretiert, es wird sich z. B. an eigens aufgestellten Prinzipien, den 17 SDGs oder an bestimmten Werten orientiert. Mittlerweile beziehen alle untersuchten Banken die SDGs mit in ihr Handeln ein, zudem unterstützen sie das Pariser Klimaabkommen und sind Mitglieder in der Net Zero Banking Alliance Group. Externe Nachhaltigkeitsratings werden als Beleg angebracht, eine Vergleichbarkeit ist hierdurch aber nicht gegeben, da die Banken von unterschiedlichsten Agenturen mit unterschiedlicher Methodik beraten werden (Gutsche & Zwergel, 2020; The Sustainability Institute by ERM, 2023) but still limited participation of individual (i.e. small, retail). Zudem veröffentlichen die Banken nur gut ausfallende externe Nachhaltigkeitsratings, um das öffentliche Image zu verbessern. Alle Banken versuchen, die Eigenemissionen zu reduzieren, meistens werden die restlichen anfallenden Emissionen mit Zertifikaten kompensiert, um sich als „klimaneutral“ bezeichnen zu können. Fast jede Bank berücksichtigt nachteilige Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (Umwelt-, Sozial- und Arbeitnehmerbelange, Achtung von Menschenrechten und die Bekämpfung von Korruption).

Nachhaltige Banken nehmen im Vergleich zu den „konventionellen“ Banken eine strikte Definition der Nachhaltigkeit vor. Ausschluss- und Positivkriterien sind fester Bestandteil des Anlageprozesses und Projektfinanzierungen müssen im Einklang mit den SDGs erfolgen. Die Websites der nachhaltigen Banken sind vollständig auf Nachhaltigkeit ausgelegt, die Thematik wird in jedem Bereich angesprochen, seien es News, Angebote oder Produkte. Zudem verfügen nachhaltige Banken über eigene Umwelträte, welche die Einhaltung der eigenen Kriterien überprüfen. Auch das Produktangebot ist auf Nachhaltigkeit ausgelegt, es wird von den Banken sogar ein nachhaltiges Festgeld angeboten. Wichtigster Unterschied zu den „konventionellen“ Banken ist aber die Transparenz bei den Eigenanlagen. Die Umweltbank AG, Triodos Bank und GLS Bank sind äußerst transparent bei den Eigenanlagen, die GLS Bank veröffentlicht sogar die genauen Investitions- und Beteiligungssummen auf ihrer Website.

Sowohl „konventionelle“ Banken als auch nachhaltige Banken haben viele verschiedene Mitgliedschaften mit Nachhaltigkeits-Bezug und folgen unterschiedlichen internationalen Richtlinien und Rahmenwerken. Die untersuchten Akteure weisen zusammen 25 verschiedene Mitgliedschaften (z. B. Equator Principles, Climate Initiative Bonds, PACTA, Paris Pledge for Action) auf und folgen mehr als 15 internationalen Richtlinien (z. B. Global Reporting Initiative, UN Global Compact, UN Sustainable Development Goals, Principles for Responsible Investments). Zwar listen die Banken die Mitgliedschaften bzw. Richtlinien in ihren Nachhaltigkeitsberichten auf, aber es wird selten erklärt, welche Ziele damit verfolgt werden. Den Kund:innen wird somit nicht ersichtlich, welche Mitgliedschaften bzw. Richtlinien wirklich von Relevanz sind.

Der inflationär verwendete Begriff Nachhaltigkeit sowie die sehr unterschiedliche Informationsdichte zu der Definition und den Inhalten der jeweiligen nachhaltigen Anlagestrategien auf den Webseiten der Produkthanbieter stellen Verbraucher:innen vor Herausforderungen hinsichtlich Vergleichbarkeit und Transparenz der Qualität nachhaltiger Produkte. Daraus können irreführende Eindrücke erfolgen, da nicht immer klar ist, wie stark die tatsächlichen Nachhaltigkeitsbestrebungen in den Geschäftsprozessen verankert sind. Verbraucher:innen könnten durch solche Praktiken dazu verleitet werden, Banken aufgrund ihrer angeblichen Nachhaltigkeitsinitiativen zu wählen, ohne die tatsächliche Tiefe und Ernsthaftigkeit dieser Initiativen vollständig zu verstehen. Gleichzeitig werden durch die Verwendung der zahlreichen Nachhaltigkeits-Begrifflichkeiten Erwartungen bezüglich der Wirkung von Geldanlagen bei den Verbraucher:innen geweckt.

Unabhängig von den genutzten Informationsquellen befürchten Privatanleger:innen, dass Vermögensverwaltungen oder Unternehmen, die in den Anlageprodukten der Banken und Finanzdienstleister enthalten sind, Greenwashing betreiben. (FGDs 1; 3; 6; 8) Es besteht Zweifel an der Nachhaltigkeit bestimmter Finanzprodukte, u. a. über die Betitelung. Viele Fonds tragen ESG, Sus-

tainability oder ähnliche Bezeichnungen im Namen, aber in vielen Fällen beinhalten große Teile des Produktes Aktien von Firmen, die von den Privatenleger:innen als nicht nachhaltig oder teilweise als das Gegenteil (umwelt- und sozialschädlich) eingestuft werden. Den Privatenleger:innen fehlt zudem eine transparente Darlegung, warum gewisse nachhaltige Geldanlagen als solche eingestuft werden.

*„Und das zweite ist tatsächlich, was mir wirklich fehlt ist die **Transparenz**, also dass jetzt inzwischen ja eine Firma wie Nestle, die in meinen Augen noch lange nicht an dem Punkt ist wo sie wirklich nachhaltig operiert. Und da ist auch wieder der soziale Aspekt dabei, also auch nicht ausbeuterisch operiert, wie, wie kann ich sicher sein, **dass die Fonds oder die Anlagen die ich tätige wirklich meinem Begriff von Nachhaltigkeit entsprechend**, und nicht **Greenwashing** viel, also Firmen die quasi nur Greenwashing betreiben mit in diesem Anlage Portfolio drin sind, ja.“ FGDs 1; 3)*

Dem Schutz von Verbraucher:innen vor Greenwashing kommt das Verbot unlauterer geschäftlicher Handlungen und irreführender Werbung zugute (§§ 3, 5 UWG). Laut Gesetzestext werden geschäftliche Handlungen, die sich an Verbraucher:innen richten oder diese erreichen, als unlautere Handlungen bezeichnet, wenn sie dazu geeignet sind, das wirtschaftliche Verhalten der Verbraucher:innen wesentlich zu beeinflussen. (§ 3 Abs. 2 UWG). § 5 UWG führt aus, dass dies auch „eine irreführende geschäftliche Handlung“ umfasst, „die geeignet ist, den Verbraucher oder sonstigen Marktteilnehmer zu einer geschäftlichen Entscheidung zu veranlassen, die er andernfalls nicht getroffen hätte“ (§ 5 Abs. 1 UWG).

Darstellungen, die etwaige ökologische Wirkungen durch die Anlageentscheidung suggerieren, ohne diese nachzuweisen, können entsprechend als irreführende geschäftliche Handlungen gem. § 5 Abs. 1 UWG betitelt werden. Da laut Umfragen die Mehrheit der an nachhaltiger Geldanlage interessierten Verbraucher:innen einen sogenannten Investor's Impact durch ihre Anlage erwartet (Verbraucherzentrale Bremen, 2022), kann eine solche irreführende Darstellung der Grund sein, warum Verbraucher:innen sich für eben dieses Anlageprodukt entscheiden.

Mittlerweile wurden einige Finanzakteure wegen irreführender Handlungen (Greenwashing) verurteilt. So hat das Landgericht Stuttgart beispielsweise entschieden, dass es unzulässig ist, für einen Fonds mit dem Hinweis auf eine „messbare“ ökologische Wirkung zu werben, wenn nicht weiter erläutert wird, welche Messungen welche Ergebnisse belegen (LG Stuttgart, Urt. v. 6.2.2023 – 35 O 97/22 KfH).¹² In einem weiteren Verfahren wurde ein Vermögensverwalter unter Inbezugnahme des § 5 Abs. 1 UWG dazu verurteilt, es zu unterlassen, für Finanzprodukte mit einer „besonderen Nachhaltigkeitsstrategie“ zu werben, wenn im Abfrageprozess zur persönlichen Anlagestrategie dem Verbraucher dann ein Produkt empfohlen wird, das nicht der Nachhaltigkeitsstrategie unterfällt (LG Berlin, Urt. v. 12.7.2023 – 101 O 68/22).¹³

In beiden Urteilsbegründungen wird das besondere Aufklärungsbedürfnis von Verbraucher:innen in Bezug auf Werbung mit nachhaltigen Themen hervorgehoben. So wird zum einen auf die hohe Anziehungskraft von Werbung mit Nachhaltigkeit verwiesen, die ein gesteigertes Aufklärungsbedürfnis der Verbraucher:innen begründet. Verbraucher:innen müssen über die näheren Umstände aufgeklärt werden, die eine solche Werbung rechtfertigt. Zum anderen wird mit Verweis auf die Rechtsprechung des BGH (Urt. v. 20.10.1988 – I ZR 238/87, NJW 1989, 712 „Aus Altpapier“ und Urt. v. 5.12.1996 – I ZR 140/94, NJW-RR 1997, 1192 „Umweltfreundliche Reinigungsmittel“) dargestellt, dass Werbung mit Umweltschutzbegriffen und -zeichen grundsätzlich nach strengen Maßstäben zu beurteilen ist, und zwar wegen weiterhin bestehender Unklarheiten insbesondere über Bedeutung und Inhalt von Begriffen wie etwa „umweltfreundlich“, „umweltverträglich“, „umweltschonend“ und „bio“. Aufgrund dieser begrifflichen Unklarheit

¹² Vgl. lg_stuttgart_6.2.2023_az_35_o_97-22_kfh.pdf (verbraucherzentrale-bawue.de). Letzter Aufruf: 15.05.2024

¹³ Vgl. liqid_lg_berlin_az_101_o_68-22_12.07.2023.pdf (verbraucherzentrale-bawue.de). letzter Aufruf: 15.05.2024

ist eine Irreführungsgefahr im Bereich umweltbezogener Werbung besonders groß. An die zur Vermeidung einer Irreführung erforderlichen aufklärenden Hinweise sind daher grundsätzlich strenge Anforderungen zu stellen.

Entsprechend dieser dargestellten besonderen Schutzbedürftigkeit von Verbraucher:innen in Bezug auf Greenwashing hat die Europäische Kommission 2023 strengere Vorgaben für umwelt- und nachhaltigkeitsbezogene Werbung vorgeschlagen.¹⁴ Die Richtlinie befindet sich derzeit noch im Gesetzgebungsverfahren. Das europäische Parlament hat die Richtlinie bereits angenommen (Europäisches Parlament, 2024). Doch im nächsten Schritt müssen der Europäische Rat und das Europäische Parlament über die endgültige Fassung der Richtlinie verhandeln (Rat der Europäischen Union, 2024). Die künftige Richtlinie soll Verbraucher:innen für den ökologischen Wandel stärken und zu diesem Zweck zukünftig Produktkennzeichnungen in Hinblick auf irreführende Umweltaussagen verbieten.

Um Verbraucher:innen vor irreführenden Nachhaltigkeitsansprüchen zu schützen, hat die ESMA am 14.05.2024 finale Leitlinien¹⁵ veröffentlicht, die EU-einheitliche Vorgaben zu nachhaltigen Fondsamen beinhalten. Es wird darin festgelegt, unter welchen Voraussetzungen Investmentfonds in Zukunft nachhaltigkeitsbezogene Zusätze im Namen tragen dürfen, wie z. B. das Kürzel „ESG“ oder das Schlagwort „nachhaltig“. Wie die ESMA bereits im Dezember 2023 angekündigt hat, sehen die Leitlinien eine Mindestschwelle von 80 Prozent an Investitionen vor, die zur Erreichung ökologischer, sozialer oder nachhaltiger Anlageziele dienen sollen. Nur dann dürfen Begriffe dieser Art künftig im Fondsamen verwendet werden. Finden sich darin Begriffe wie „Environmental“, „Impact“ oder „Sustainability“, sollen die Ausschlusskriterien der Paris-Aligned-Benchmarks gelten. Kommen im Fondsamen die Zusätze „Transition“, „Social“ oder „Governance“ vor, sind die EU-Climate-Transition-Benchmarks maßgeblich.

6. Fazit: Nachhaltige Geldanlagen- Entscheidungsfindung und Strategien von Verbraucher:innen

Der vorliegende Bericht zeigt, dass die größte Hürde für Privatanleger:innen, nachhaltige Anlageentscheidungen zu treffen in einer unzureichenden Informationslage und damit verbundenen Schwierigkeit der Qualitätsbewertung von Nachhaltigkeit liegt. Um die Qualitätsbewertung zu erleichtern, ist sowohl der Informationsbedarf als auch das nachhaltigkeitsbezogene Anlageziel des jeweiligen Verbrauchers zu konkretisieren. Entsprechend werden im folgenden Unterkapitel verschiedene Verbrauchertypen vorgestellt. Die wesentliche Informationsquelle, auf welche die Regulierung fokussiert, ist das Beratungsgespräch. In Kapitel 6.1 werden die unterschiedlichen Verbrauchertypen gemäß ihrer Nachhaltigkeitsambitionen und ihres Informationsbedarfs kategorisiert. In Kapitel 6.2. wird dargestellt, wie das Beratungsgespräch gestaltet werden muss, damit Privatanleger:innen bei der Qualitätsbewertung unterstützt werden können. Kapitel 6.3. diskutiert, wie Glaubwürdigkeit in Qualitätsbewertungen gestärkt werden kann.

6.1. Informationsbedarf und Anlagestrategie: Verbrauchertypen

Um die individuellen Bedarfe von Privatanleger:innen zu Informationen und Produkt-Angeboten in der Beratung zu konkretisieren, nehmen wir im Folgenden eine vereinfachte Darstellung verschiedener Verbrauchertypen vor. Dies soll Möglichkeiten aufzeigen, die individuellen Nachhaltigkeitspräferenzen der Privatanleger:innen im Beratungsgespräch besser zu identifizieren und ihren Entscheidungsprozess zu vereinfachen, so dass sie Entscheidungen gemäß ihrer Nachhaltigkeitspräferenzen treffen können. Nachdem wir im vorherigen Kapitel basierend auf den Ergebnissen der Fokusgruppen eine Kategorisierung hinsichtlich des Informationsbedarfs des jeweiligen Verbrau-

¹⁴ Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Begründung ausdrücklicher Umweltaussagen und die diesbezügliche Kommunikation (Richtlinie über Umweltaussagen), COM (2023) 166 final, Brüssel, 22.3.2023.

¹⁵ Vgl. ESMA34-472-440 Final Report on the Guidelines on funds names (europa.eu). Letzter Aufruf 27.05.2024.

chertyps und der Bereitschaft, Suchkosten auf sich zu nehmen vorgenommen haben, wird diese Kategorisierung nun um die Dimension der Wirkungsambition des jeweiligen Verbrauchertyps an die Geldanlage erweitert. Ziel ist es, ein klareres Bild zum Informationsbedarf zu den nachhaltigen Anlageprodukten für die unterschiedlichen Wirkungsambitionen der Privatenleger:innen abzuleiten. So können Verbraucher:innen eine Anlageentscheidung gemäß ihrer Präferenzen treffen. Aus der Verlinkung der Kategorien Informationsbedarf und Wirkungsambition ergeben sich sechs unterschiedliche Verbrauchertypen, die in Tabelle 3 dargestellt werden.

Bezüglich der Anlageentscheidung unterscheiden sich Privatenleger:innen in Bezug auf ihre Nachhaltigkeitspräferenzen (siehe Kapitel 4.2) und ihrem Informationsbedarf (siehe Kapitel 5.3). Beide Aspekte spielen bei der Entscheidungsfindung eine entscheidende Rolle, denn sowohl die Präferenz als auch der Informationsbedarf müssen abgedeckt werden, damit Privatenleger:innen sich überhaupt für eine nachhaltige Geldanlage entscheiden. Im Folgenden werden Typen von Privatenleger:innen gebildet, um die notwendige Informationslage und die Produktklassen zu umreißen, die zu einer nachhaltigen Anlageentscheidung bei eben diesen Typen führen sollten.

In Bezug auf die Nachhaltigkeitspräferenzen beschränken wir uns bei der Darstellung der Typen auf drei Wirkungsambitionen der Privatenleger:innen. Angelehnt an die Eurosif-Methode beinhaltet das erste Investmentziel die Integration von ESG-Faktoren, die lediglich eine indirekte Wirkung der nachhaltigen Geldanlage haben (Busch et al., 2024). ESG-Faktoren werden hier im Anlageprozess integriert und Unternehmen mittels Ausschlusskriterien aufgrund ethischer und/oder nachhaltiger Aspekte ausgeschlossen. Ausschlusskriterien sind somit in diesem Investmentziel enthalten, die auch in Kapitel 4.2.2, Tabelle 3 bei den erwähnten Anlagestrategien der Teilnehmer:innen in den FGD aufgeführt sind. Das zweite Investmentziel, Impact Aligned, beinhaltet die Absicht, positive Beiträge zur Umwelt und/oder Gesellschaft zu leisten, und zwar indem in Unternehmen investiert wird, die eben diesen Beitrag leisten. Das dritte Investmentziel berücksichtigt einen Investor's Impact, d. h. es besteht die Intention der Privatenleger:innen mit der Anlage eine realweltliche Wirkung zu erzielen. Beim Investor's Impact tragen die Investment-Aktivitäten der Anleger:innen hier signifikant zu einem zusätzlichen Impact bei, welcher andernfalls nicht zu erwarten gewesen wäre.

Im Folgenden werden die Verbrauchertypen vorgestellt.

Kategorie A1: Wirkungsindifferente Komplexitätsreduzierer:innen

Diese Privatanleger:innen haben nur geringe Wirkungsambitionen hinsichtlich ihrer Geldanlage und werden daher als wirkungsindifferent bezeichnet. (FGD 1;4;7) Es ist ausreichend für diesen Typ, bestimmte Branchen oder Themen wie fossile Brennstoffe auszuschließen, daher stellt hier verbindliches negatives oder positives Screening einen geeigneten Investmentansatz im Anlageprodukt dar. In der Eurosif Methodik, gehören diese wirkungsindifferenten Anleger:innen zur Produktkategorie „Basic-ESG“. Verbraucherinformationen zu Ausschlusskriterien sind daher ausreichend und es wird keine direkte Performance Messung, das heißt eine nachweisbare Wirkungsmessung des Investments, verlangt.

Der Informationsbedarf und die Informationstiefe bei diesem Typ von Privatanleger:in ist ebenfalls gering, es besteht der Wunsch nach einer Reduzierung der Komplexität bei der Auswahl und Verständlichkeit der Produkte. Daher fallen sie in die Kategorie der Komplexitätsreduzierer (FGD 2;7). Externe Bewertungen durch unabhängige Dritte können hier unterstützend und hilfreich für die Entscheidungsfindung sein, da eine eigene Qualitätsbewertung als zu schwierig angesehen wird (FGD 1;3). Geeignet ist hier beispielsweise das FNG-Siegel für Fonds, die den Mindeststandard erfüllen. Dazu zählen beispielsweise Transparenzkriterien und die Berücksichtigung von Arbeits- und Menschenrechten, Umweltschutz und Korruptionsbekämpfung. Diese externen Bewertungen ermöglichen es den Anleger:innen, eine fundierte Entscheidung zu treffen, ohne sich intensiv in die Details der Anlageprodukte vertiefen zu müssen. Die „ESG-Skala“, deren Einführung aktuell diskutiert wird, ist für diesen Typ von Privatanleger:in ebenfalls geeignet, da sie als wichtige Orientierungshilfe für die Integration von ESG-Aspekten dient und eine bewertende Einordnung vornimmt.

Kategorie A2: Wirkungsindifferente Wissbegierige

Dieser Typ von Privatanleger:innen hat **einen Wunsch nach differenzierten, umfangreichen Informationen zu Nachhaltigkeitsaspekten** und nimmt dafür hohe Suchkosten in Kauf. Sie fallen daher in die Kategorie der Wissbegierigen. Die bevorzugte Investment-Strategie erfolgt ebenfalls nach verbindlichem negativem oder positivem Screening, da diese Gruppe wie Kategorie A1 wirkungsindifferent ist und keine direkte Wirkung des nachhaltigen Investments anstrebt. Es wird **eine eigene, individuelle Bewertung** angestrebt, daher sind **Produktinformationsblätter zum Portfolio und den Unternehmen**, in die investiert wurde, als auch Nachhaltigkeitsprofile des FNG geeignete Informationsquellen. Hierfür werden hohe Suchkosten in Kauf genommen. Dieser Typ verlangt eine gute Informationslage und Messung der ESG-Performance. In der Eurosif Methodik, gehören diese wirkungsindifferenten Anleger:innen zur Produktkategorie Advanced „ESG Investments“, denn hier wird ESG-Performance der Anlagen beispielsweise mittels ESG-KPIs gemessen. Beispiele für Anlagemöglichkeiten beinhalten sekundäre und passive Investments über alle Assetklassen oder sekundäre Aktieninvestments mit Kleinstbeteiligungen.

Kategorie B1: Wirkungsinteressierte Komplexitätsreduzierer:innen

Diese Gruppe der **Wirkungsinteressierten** äußert den Wunsch nach einer ökologischen oder sozialen Wirkung des Investments. Das anvisierte Investmentziel ist Impact Aligned, d. h. dass die Absicht besteht, positive Beiträge zur Umwelt und/oder Gesellschaft zu leisten. Impact-Aligned-Investments richten ihr Portfolio ausdrücklich auf Unternehmen mit positivem Impact aus.

Gleichzeitig zeigt sich eine geringe Bereitschaft, hohe Suchkosten für die Beschaffung von Informationen zu investieren. Es besteht der klare Wunsch nach einer Vereinfachung und Reduzierung der Komplexität hinsichtlich des Umfangs und der Tiefe der bereitgestellten Informationen, daher werden sie als Komplexitätsreduzierer eingestuft. Dabei genügt es für ihren Informationsbedarf für die Bewertung des Produktes, wenn der Name des Anlageproduktes eine grüne Bezeichnung beinhaltet und auf eine nachhaltige Ausrichtung hinweist oder eine Bewertung durch eine glaubwürdige Institution vorliegt. Hier sind tendenziell geeignete Anlageklassen thematische Fonds, die beispielsweise in Themen wie Bildung, erneuerbare Energien, Entwicklungspolitik oder soziale Gerechtigkeit investieren.

Kategorie B2: Wirkungsambition: Wirkungsinteressierte Wissbegierige

Diese Gruppe von Privatanleger:innen ist ebenfalls wirkungsinteressiert und möchte mit dem Investment eine soziale und/oder ökologische Wirkung erzielen. Es besteht der Wunsch nach differenzierten, umfangreichen Informationen zu Nachhaltigkeitsaspekten, wofür hohe Suchkosten in Kauf genommen werden. Diese Gruppe fällt daher in die Kategorie der Wissbegierigen. Der bevorzugte Investment-Ansatz beruht ebenfalls auf verbindlichem negativem und positivem Screening für Anlagen mit positiven Wirkungen. Die Wirkungsmessung findet hier auf Unternehmensebene statt und eine gute Informationslage hierzu, die eine eigene Qualitätsbewertung ermöglicht, ist entscheidend. Passende Anlageprodukte sind beispielsweise grüne Anleihen und nachhaltige Anleihefonds, also Investitionen in Anleihen, die zur Finanzierung von Projekten im Bereich erneuerbare Energien, Energieeffizienz, nachhaltige Infrastruktur oder soziale Projekte verwendet werden.

Kategorie C1: Wirkungsambitionierte Komplexitätsreduzierer:innen

Diese Gruppe von Privatanleger:innen hat Impact-Generierung als Investment-Ziel und zielt entsprechend auf einen Investor-Impact ab, also auf den Teil des Unternehmens-Impact, der auf die Aktivitäten der Investoren zurückzuführen ist. Diese Wirkungen müssen gemessen und eindeutig zugerechnet werden. Zwei Wirkursachen der Aktivitäten von Investoren sind möglich: Erstens Investor-Impact durch Kapitalallokation, d. h. durch selektive Investition in Unternehmen. Zweitens Investor-Impact, der aus dem Investorenstatus folgt, nämlich durch Engagement und Stimmrechtsausübung. Die Gruppe gehört ebenfalls zu den Komplexitätsreduzierern, und es wird eine Qualitätsbewertung durch Dritte angestrebt. Zusätzlich zu den vorherigen Aspekten sind geeignete Anlagemöglichkei-

ten je nach Risikobereitschaft beispielsweise grüne Start-ups und Wachstumsunternehmen. Durch die Bereitstellung von Risikokapital werden innovative Unternehmen unterstützt, die nachhaltige Technologien oder Geschäftsmodelle entwickeln, die ansonsten möglicherweise nicht finanziell gefördert würden.

Kategorie C2: Wirkungsambitionierte Wissbegierige

Diese Gruppe von Privatenleger:innen zeigt einen ausgeprägten Informationsbedarf und verlangt differenzierte Informationen im Zusammenhang mit ihren Anlageentscheidungen. Daher werden sie in die Gruppe der Wissbegierigen eingestuft. Für sie ist **Impact-Generierung** das beabsichtigte Investmentziel. Dabei zielt Impact-Generierung auf einen Investor-Impact ab, also auf den Teil des Unternehmens-Impact, der auf die Aktivitäten der Investoren zurückzuführen ist. Diese Wirkungen müssen gemessen und eindeutig zugerechnet werden. Zwei Wirkursachen der Aktivitäten von Investoren sind möglich: Erstens Investor-Impact durch Kapitalallokation, d. h. durch selektive Investition in Unternehmen. Zweitens Investor-Impact, der aus dem Investorenstatus folgt, nämlich durch Engagement und Stimmrechtsausübung. Engagement und Greifbarkeit sind zusätzlich wichtige Aspekte für diese Gruppe, wie zum Beispiel die Unterstützung lokaler Windparks, deren Wirkung direkt sichtbar und greifbar ist.

Evaluationen mit nachvollziehbaren Informationen zu den Wirkungen des Investments (Outcome, Impact-Ebene) sind für diese Gruppe wichtig, um eine eigene Qualitätsbewertung vornehmen zu können. Der Impact-Erfolg ist hier regelmäßig zu überprüfen durch ein Impact-Management der Anbieter. Auf Nachhaltigkeit spezialisierte Berater:innen können für diesen Verbrauchertyp ebenfalls eine geeignete Informationsquelle darstellen.

Inwiefern die Verbraucher:innen ihre Nachhaltigkeitspräferenzen bei der Anlageentscheidung berücksichtigen können, hängt auch davon ab, ob die Anlageprodukte den jeweiligen Wirkungsambitionen der Privatenleger:innen gerecht werden und ein entsprechendes Angebot auch zur Verfügung steht. Im Marktbericht 2024 hat das Forum Nachhaltige Geldanlagen erstmals das Angebot hinsichtlich der Ambitionsniveaus nachhaltiger Geldanlagen untersucht. Die Ergebnisse zeigen, dass für die unterschiedlichen Wirkungsambitionen der Privatanleger passende nachhaltige Anlageprodukte verfügbar sind. Dabei ist das Angebot im Bereich des niedrigsten Ambitionsniveaus („Basic ESG“) am höchsten. Produkte mit dem höchsten Ambitionsniveau, den Impact-Generating-Investments, machen lediglich 0,7 % des Marktes aus und stellen somit eine Nische dar. Impact-Aligned-Produkte hingegen machen mit 36,3 % etwa ein Drittel des gesamten Angebots aus (FNG, 2024).

Tabelle 4: Verbrauchertypen

Informationsbedarf/ Investmentziel / Wirkungsambition der Privatanleger:innen	1 niedrige Suchkosten, Komplexitätsreduzierung	2 hohe Suchkosten, differenzierte Informationen
Integration von ESG-Faktoren Keine direkte Wirkung Wirkungsindifferent	A 1 Investmentansatz im Anlageprodukt: Verbindliches negatives oder positives Screening Information & Performance Messung: Keine Performance Messung Ausschlusskriterien Qualitätsbewertung durch Dritte	A 2 Investmentansatz im Anlageprodukt: Verbindliches negatives und positives Screening Information & Performance Messung: Messung der ESG-Performance Eigene Qualitätsbewertung
Impact Aligned Wirkung auf Unternehmensebene Wirkungsinteressiert	B 1 Investmentansatz im Anlageprodukt: Verbindliches negatives und positives Screening für Anlagen mit positiven Wirkungen Information & Performance Messung: Wirkungsmessung auf Unternehmensebene Qualitätsbewertung durch Dritte	B 2 Investmentansatz im Anlageprodukt: Verbindliches negatives und positives Screening für Anlagen mit positiven Wirkungen Information & Performance Messung: Wirkungsmessung auf Unternehmensebene Informationslage die eigene, individuelle qualitative Qualitätsbewertung ermöglicht.
Impact Generating Investorenbeitrag Wirkungsambitioniert	C 1 Investmentansatz im Anlageprodukt: Ausschluss von nichttransformierbaren Aktivitäten & Nutzung von Stewardship (Engagement & Stimmrechtsausübung) oder Bereitstellung von neuem Kapital für Anlagen, um messbare positive Wirkungen zu erzielen Information & Performance Messung: Wirkungsmessung auf Unternehmensebene und des Investorenbeitrags Qualitätsbewertung durch Dritte	C 2 Investmentansatz im Anlageprodukt: Ausschluss von nicht-transformierbaren Aktivitäten & Nutzung von Stewardship (Engagement & Stimmrechtsausübung) oder Bereitstellung von neuem Kapital für Anlagen, um messbare positive Wirkungen zu erzielen Information & Performance Messung: Wirkungsmessung auf Unternehmensebene und des Investorenbeitrags Informationslage die eigene, individuelle qualitative Qualitätsbewertung ermöglicht

Eigene Darstellung

6.2. Implikationen für das Beratungsgespräch

In Bezug auf nachhaltige Geldanlagen zeigt sich eine komplexe Landschaft für Verbraucher:innen, in der die Informationsverfügbarkeit und Informationsbewertung erschwert ist. Nach Akerlof ist es wichtig, die Informationslage zu verbessern, um mehr Transparenz zu schaffen hinsichtlich der Qualität nachhaltiger Anlageprodukte. Dies wiederum ermöglicht es, die Qualitätsbewertung zu erleichtern, die basierend auf der herausfordernden Informationslage getroffen wird. Das Beratungsgespräch soll mehr und passgenaue Informationen bereitstellen, die die Qualitätsunterschiede der Anlageprodukte sichtbarer machen und somit die Präferenzenbildung der Verbraucher:innen bezüglich nachhaltiger Produkte erleichtert.

Eine der identifizierten Hauptbarrieren für Verbraucher:innen bei der Beurteilung und Qualitätsbewertung von nachhaltigen Anlageprodukten ist durch ein Informationsdefizit in Bezug auf Nachhaltigkeit bedingt. Verbraucher:innen sind aufgrund von Informationsasymmetrien und „verdeckten Eigenschaften“ bei nachhaltigen Anlageprodukten mit einer hohen Komplexität der Qualitätsbeurteilung konfrontiert. Die Vielfalt, Intransparenz und der Umfang des Produktangebots von nachhaltigen Geldanlagen stellen nur eine der wahrgenommenen Herausforderungen dafür dar, eine Bewertung vorzunehmen. Im folgenden Absatz werden die Erkenntnisse der FGD und der Expert:inneninterviews dahingehend analysiert, wie in der Beratung die Komplexität des Entscheidungsprozesses, die Informationsaufnahme und die Unsicherheiten der Informationsbewertung in Bezug auf eine nachhaltige Geldanlage für die Verbraucher:innen reduziert werden können. Die Entscheidungsfindung im Beratungsprozess soll somit gezielt auf die jeweiligen Verbrauchertypen zugeschnitten und damit erleichtert werden.

Die derzeitige Regulierung des Beratungsgesprächs hat keinen Beitrag zur Reduzierung der Überforderung und Komplexität gebracht und es besteht die Gefahr, dass Anleger:innen das Interesse an nachhaltigen Investments verlieren könnten (Interviews Anlageberatungen). Expert:innen fordern dementsprechend regulatorische Anpassungen, um klare Rahmenbedingungen zu schaffen und die Komplexität für die Verbraucher:innen zu reduzieren (Expert:inneninterviews).

Eine Anpassung müsse sein, dass Berater:innen die Abfrage zu Nachhaltigkeitspräferenzen zukünftig individuell gestalten dürfen, auch um die Nachhaltigkeitspräferenzen der Verbraucher:innen adäquat zu identifizieren. Hier besteht die große Herausforderung für Anlageberater:innen darin, die komplexe Thematik für Anlegende möglichst verständlich zu übersetzen. Die Herangehensweise der Anlageberater:innen und die Einführungsphase in das Thema Nachhaltigkeit während des Beratungsgesprächs werden von den Expert:innen als besonders wichtig erachtet. Ein Anlageberater bezeichnet diesen Teil des Gesprächs als „ein Sammeln [...] von Bedürfnissen“. Anschließend gehe es darum, diese Bedürfnisse „in irgendeiner Art und Weise [so] zusammen zu führen“. Es sollte zunächst über das Verständnis und alltägliche Aspekte der Nachhaltigkeit gesprochen werden, die als relevant empfunden werden. Auf diesem Wege können erste Präferenzen beim Anlegenden identifiziert werden (Expert:inneninterviews).

Die Expert:innen betonen auch, dass die Art und Weise, wie die Fragen zu nachhaltigen Investmententscheidungen gestellt wird, von entscheidender Bedeutung ist. Dies wird in einem Interview anhand des Beispiels der Waffenindustrie verdeutlicht: „Es ist was anderes, die Leute zu fragen: Möchtest du irgendwie in die Rüstungsindustrie investieren oder möchtest du in Unternehmen investieren, deren Waffen dazu beitragen, Menschen zu töten?“.

Je nach Verbrauchertyp zeigen sich unterschiedliche Bedarfe an die Informationsqualität und Verfügbarkeit, wie auch der Wunsch, die Bewertung der nachhaltigen Geldanlage selbst vorzunehmen oder an Dritte abzugeben. Aus den FGD lassen sich wie in 6.1. dargestellt 2 unterschiedliche Verbrauchertypen hinsichtlich des Informationsbedarfs skizzieren. Dem Bedürfnis des Verbrauchertyps 1, dem Wissbegierigen, nach detaillierten und tiefergehenden Informationen steht der Verbrauchertyp 2 gegenüber, der eine Reduzierung des Umfangs und Vereinfachung der Komplexität der Informationen bezüglich Nachhaltigkeit für die Entscheidungsfindung wünscht. Faktoren wie

irreführende Werbung und Uneinheitlichkeit in der Darstellung von Nachhaltigkeit auf der Website der Anbieter sind weitere Herausforderungen, die die Komplexität für den Anlegertyp 2 verstärken und sich damit negativ auf den Entscheidungsprozess auswirken können. Auch in der Durchführung des Entscheidungsprozesses unterscheiden sich die beiden Verbrauchertypen. Verbrauchertyp 1 legt Wert auf eine eigene fundierte Qualitätsbewertung der nachhaltigen Geldanlage, wohingegen Verbrauchertyp 2 eine Bewertung durch eine dritte Institution bevorzugt, die ihm die Entscheidungsfindung erleichtert.

Um den Bedürfnissen der unterschiedlichen Verbrauchertypen in der Anlageberatung gerecht zu werden, bedarf es einer individuellen Informationsbereitstellung, um eine Qualitätsbewertung bzgl. der Nachhaltigkeitsaspekte einer Anlage zu erleichtern. Bei der Informationsbereitstellung in der Beratung sollte auf die unterschiedlichen Bedarfe der Verbraucher:innen eingegangen werden und eine Bandbreite an Produktinformationsmöglichkeiten zu Nachhaltigkeitsaspekten aufgezeigt werden. Beispielsweise sollten dem Anlegertyp mit hohem Informationsbedarf Produktinformationsblätter zur Verfügung stehen, wodurch eine fundierte eigene Qualitätsbewertung erleichtert wird. Für den Verbrauchertyp mit wenig Informationsbedarf und geringen Suchkosten sollten Siegel oder beispielsweise die ESG-Skala, die aktuell in der Abstimmung ist, miteinbezogen werden, um eine Orientierung hinsichtlich der Berücksichtigung von Nachhaltigkeit in der Anlage zu bieten.

Auch das Ambitionsniveau hinsichtlich der Investment-Strategie und der Wirkung der nachhaltigen Geldanlage variiert je nach Anlagentyp. Ein weiterer wichtiger Aspekt, der in den Fokusgruppen deutlich wird, ist der unterschiedliche Anspruch an den Wirkungsgrad der nachhaltigen Geldanlage, die sich grob in drei Verbrauchertypen differenzieren lässt. Für den wirkungsindifferenten Verbrauchertyp A1 und A2 sind beispielsweise *Ausschlusskriterien* hinreichend, wohingegen Verbrauchertyp B1/B2 auf eine *Wirkung des Investments* abzielt und Verbrauchertyp C1/C2 einen *Investorenbeitrag* erzielen möchte. Diese Unterschiede sollten ebenfalls in der Anlageberatung berücksichtigt werden. Dies kann beispielsweise im Zuge der Informationsbereitstellung geschehen, indem wirkungsindifferenten Verbrauchertypen Informationen zu ESG-Aspekten angeboten werden und wirkungsambitionierte Verbrauchertypen differenziertere Informationen zur messbaren Wirkung des Investments bereitgestellt werden. Der aktuelle Vorschlag der ESG -Skala wäre somit nicht hinreichend für den wirkungsambitionierten Verbrauchertyp, da Wirkungen des Investments oder realwirtschaftliche Transformationen nicht abgebildet werden.

Die Unvollständigkeit der Regulatorik in Bezug auf die Wirkung der Geldanlagen ermöglicht teilweise Fonds-Bezeichnungen, die einen starken Impact und nachhaltige Wirkung suggerieren. Eine fehlende verbindliche Definition und Abgrenzung, die Unklarheit der Wirkung sowie die Diskrepanz zwischen dem Anspruch der eigenen Nachhaltigkeitspräferenzen und den Nachhaltigkeitskriterien der Produkte sind aktuelle Herausforderungen für Anleger:innen, insbesondere derer mit hohen Nachhaltigkeitsambitionen. Den Expert:inneninterviews zufolge ist der wichtige Aspekt des Impactinvestierens in der bisherigen Verordnung nur teilweise berücksichtigt, daher schafft die aktuelle Regulatorik wenig Mehrwert in Bezug auf die Transparenz der Wirkung eines Investments. Speziell für Anlageprodukte mit großem Nachhaltigkeitsversprechen wäre allerdings eine angemessene Aufbereitung der Nachhaltigkeitswirkung erforderlich, um für Verbraucher:innen den Impact der eigenen Anlage nachvollziehbar und transparent zu machen. Dies stellt für die Anlageberater:innen eine zu große Herausforderung dar, da diese kein Impact-Management der Produkte übernehmen können. Es sollte somit insgesamt eine höhere Transparenz hinsichtlich der Nachhaltigkeitsaspekte gewährleistet werden. Dies kann durch eine verbesserte Regulierung zur Vermeidung irreführender Darstellungen erreicht werden, wodurch die Transparenz erhöht und die Aufklärung der Verbraucher:innen gefördert wird. Darüber hinaus können Produkthanbieter durch eine detailliertere Informationsbereitstellung beim Vertrieb zur Steigerung der Transparenz beitragen. Auch gezielte Schulungen der Berater oder die Einsetzung von auf Nachhaltigkeit spezialisierten Berater:innen innerhalb einer Bank können zur Aufklärung beitragen.

Es sollte im Beratungsgespräch mehr Transparenz geschaffen werden, um die Qualitätsbewertung zu erleichtern. Dies sollte unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Informationsbedarfe der Verbraucher:innen geschehen, da unterschiedliche Ansprüche bestehen, um eine Qualitätsbewertung vornehmen zu können. Zum Beispiel sollte der wissbegierige Verbrauchertyp auf detaillierte Beratungen bei Nachhaltigkeitsexpert:innen zurückgreifen, und der Verbrauchertyp der Komplexitätsreduzierer auf eine Mainstream Beratung, bei der eine externe Bewertung durch Siegel oder Skalen stattfindet.

Es sollte mehr Transparenz in der Anlageberatung geschaffen werden darüber, welche Limitationen zurzeit aufgrund der Produktverfügbarkeit von nachhaltigen Geldanlagen bestehen. Für die Glaubwürdigkeit und Transparenz der Anlageprodukte ist es in der Anlageberatung wichtig, die Verbraucher:innen hinsichtlich ihrer Erwartungshaltung an die Wirkung der Geldanlage aufzuklären und diese einzuordnen. Oftmals sind Taxonomie-konforme Produkte noch nicht verfügbar und eine konkrete Wirkungsmessung zur Beurteilung der Nachhaltigkeit in der Anlageberatung ist nicht vorhanden. Die Ambitionsniveaus und Erwartungen der Verbraucher:innen sind aber oftmals durch Bezeichnungen und irreführende Werbung entsprechend hoch. Die Funktion der Beratung kann an dieser Stelle nur sein, dass Aufklärung und Transparenz bzgl. der Möglichkeiten und Verfügbarkeit dargestellt werden. Findet eine entsprechende Einordnung nicht statt, kann das Greenwashing-Befürchtungen verstärken und die Glaubwürdigkeit nachhaltiger Produkte insgesamt schwächen.

In den Expert:inneninterviews wurde auch der Vorschlag geäußert, dass insbesondere Produkte, die nachweislich negative Auswirkungen haben, eindeutig erkennbar gemacht werden müssen. Statt nachhaltige Produkte einfach als grün oder dunkelgrün zu kennzeichnen, wird betont, dass es viel wichtiger sei, die negativen Auswirkungen zu deklarieren. Zum Beispiel sollten Produkte, die einen „extrem hohen CO₂-Ausstoß“ verursachen, deutlich und vergleichbar mit den „Raucherbildchen auf Zigarettenpackungen“ durch ein „rotes Label“ gekennzeichnet werden.

Durch die Einbeziehung von Nachhaltigkeitsaspekten sind die traditionellen Entscheidungsdimensionen des magischen Dreiecks (Rendite/Risiko/Liquidität) einer Anlageentscheidung nicht mehr hinreichend. Unter den Expert:innen herrscht ein differenziertes Meinungsbild darüber, inwiefern Nachhaltigkeit in das magische Dreieck integriert werden sollte. Die derzeitige Rangfolge in der Abfrage der vier Dimensionen einer Geldanlage, in der Nachhaltigkeit erst im zweiten Schritt eingeführt wird, erschwert die Darstellung möglicher Querbeziehungen und Spannungsfelder zwischen den vier Dimensionen. Die Abfrage zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeit in der Anlage sollte somit bereits im ersten Schritt gleichrangig mit Anlagezielen und Risikoprofil eingeführt und vorgenommen werden.

Nachhaltigkeit sollte weniger als 0/1 Abfrage in der Beratung eingeführt werden, sondern als kontinuierliche Dimension in der gleichen Rangfolge wie Rendite und Risiko betrachtet werden. In den Fokusgruppen wird deutlich, dass die Verbraucher:innen ein sehr diverses Nachhaltigkeitsverständnis aufweisen, dass nur schwer in einer binären Abfrage zu erfassen ist. Hier sollten auch die Informationen zu den Anlageprodukten hinsichtlich dieser Dimension bereitgestellt werden. Die unterschiedlichen Wahrnehmungen und Erwartungen der Verbraucher:innen hinsichtlich der Rendite und des Risikoprofils einer nachhaltigen Geldanlage, die sich in den Fokusgruppen gezeigt haben, erfordern eine besondere Transparenz und individuelle Betrachtung des jeweiligen Produktes in der Beratung. Für die Verbraucher:innen kann das hilfreich für die Verständlichkeit des Anlageproduktes sein, da im ersten Schritt des Gespräches getätigte Angaben zu Rendite und Risiko aufgrund von Zielkonflikten und dem Anspruch der Wirkung an eine Geldanlage nicht mehr wirksam sind. Für Anleger:innen mit hohem Informationsbedarf und einem hohen Ambitionsniveau bzgl. der Wirkung einer Geldanlage (Investor Impact) sollte transparent dargelegt werden, inwiefern durch die Investition zur nachhaltigen Transformation beigetragen wird.

6.3. Förderung der Glaubwürdigkeit von Informationsquellen

Die Glaubwürdigkeit von Informationen und Informationsquellen, stellt eine weitere Hürde für die erfolgreiche Qualitätsbewertung dar. Wie neben den Fokusgruppen auch quantitative Umfragen zeigen, erwartet ein Großteil der Verbraucher:innen von nachhaltigen Anlageprodukten eine nachhaltige Wirkung. Diese Erwartungshaltung ist mit Blick auf das aktuelle Angebot nachhaltiger Geldanlagen nicht komplett abbildbar, da nur ein kleiner Teil der Anlageprodukte mit einer nachhaltigen Wirkung in Verbindung gebracht werden können.

Die verzerrten Erwartungen von Verbraucher:innen hinsichtlich Wirkungseffekten durch nachhaltige Geldanlageentscheidungen sind unter anderem Resultat der Ansprache. So wird durch Fondsnamen, Bildsprache oder schlicht nicht-verifizierbare Behauptungen die Erwartung bei den Verbraucher:innen geweckt, mit der Geldanlage zur nachhaltigen Transformation beizutragen. Werden diese Erwartungen nicht erfüllt, hat das zur Folge, dass Privatanleger:innen sich getäuscht fühlen und das Interesse an nachhaltigen Geldanlagen verlieren.

Um die Erwartungen von Verbraucher:innen der Realität anzupassen, sollte die Ansprache reguliert werden. Entsprechend wäre hier eine Verschärfung der Regulierung der Kommunikation förderlich. Momentan bietet das Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb eine Möglichkeit gegen irreführende Handlungen vorzugehen. Die Anwendbarkeit dieses Gesetzes zur Vermeidung von Greenwashing sollte gestärkt werden. Auf europäischer Ebene wird über die ESMA eine Regulierung über die Verwendung von nachhaltigen Fondsnamen vorangebracht. Auch dieser Regulierungsansatz soll Greenwashing verhindern.

Zusätzlich sollte die Art und Weise, wie die Anbieter von Anlageprodukten kommunizieren, in die Nachhaltigkeitsbewertung dieser Produkte einbezogen werden. Irreführende Werbung und Ansprache allgemein stehen den Verbraucherinteressen entgegen. Die Einhaltung geltender verbraucherrechtlicher Regelung als eine Komponente von sozialer Nachhaltigkeit sollte insofern in die Bewertung von Nachhaltigkeit mit einbezogen werden.

Schließlich kann eine terminologische Differenzierung zwischen Impact-Generating und Impact-Alignment in den gesellschaftlichen Diskurs Eingang finden, um hier Erwartungsmanagement zu betreiben. Es sollte dazwischen unterschieden werden, ob nachhaltige Wirkung auf Unternehmensebene generiert wird oder ob und inwiefern der/die Anleger:in einen Beitrag leistet zu realwirtschaftlichen Veränderungen.

7. Anhang

Tabelle 1: Liste Expert:innen

Name	Institution	Rolle
Dennis Grünert	HASPA	Anlageberatung
Roland Kölsch	QNG	Siegel/Rating
Michael Bogosyan	Dextro group	Siegel/Rating
Marlene Waske	Arete Invest – Ethik Analystin	Vermögensverwaltung
Roman Limbacher	Arete Invest	Vermögensverwaltung
Prof. Dr. Timo Busch	Universität Hamburg	Wissenschaft
Jennifer Brockerhoff	Selbst. Beraterin	Anlageberatung
Philipp Achenbach	Taures	Anlageberatung
Marco Brenken	Ökofinanz21	Anlageberatung
Matthias Francke	Framtid	Anlageberatung
Stefan Fritz	GLS Investment	

Tabelle 2: Akteure der Portfolioanalyse

Banken	Nachhaltige Banken	Finanzberater	Vermögensverwalter	Nachhaltige Vermögensverwalter	Neo Broker
Sparkasse	Umweltbank	DVAG	Berenberg	DONNER & REUSCHEL	Trade Republic
Deutsche Bank	Triodos AG	Swiss Life Select	Capitell AG	Murphy & Spitz	Etoro
DZ Bank	GLS Bank	Tecis Finanzberatung		Salm & Salm	scalable. capital
Commerzbank		Telis Finanz			
Unicredit		MLP			

Tabelle 3: Dimensionen der Fondsanalyse

Nachhaltigkeitsansatz	Nachhaltigkeitsresearch	Ausschlusskriterium Umwelt	Ausschlusskriterium Soziales	Ausschlusskriterium Geschäftspraktiken
Engagement	Interne Nachhaltigkeitsanalyse	Fossile Brennstoffe	Tabakwaren	Arbeitsrechte
Stimmrechtsausübung	Researchpartner	Kernenergie	Pornographie	Kinderarbeit
Best-in/of-Class Auswahlverfahren	Einbezug von strategisch wichtigen Zulieferern	Grüne Gentechnik und Agrochemie	Spirituosen	Menschenrechtsverletzungen
ESG-Integration	Nachhaltigkeitsbeirat	Nichtratifizierung Pariser Klimaabkommen (Staaten)	Glücksspiel	Tierversuche
Norm-Basiertes Screening	Nachhaltigkeitsreporting	Schädigung der Biodiversität	Waffen und Rüstungsgüter	

8. Literaturverzeichnis

2investinginitiative. (2022). What do your clients actually want? Zugriff am 5.8.2024. Verfügbar unter: <https://2degrees-investing.org/wp-content/uploads/2022/05/What-do-your-clients-actually-want.pdf>

Akerlof, G. A. (1970). The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488. <https://doi.org/10.2307/1879431>

Alessi, L., Ossola, E. & Panzica, R. (2020). The Greenium matters: greenhouse gas emissions, environmental disclosures, and stock prices. *Center for European Studies Paper Series*, (418).

Anderson, A. & Robinson, D. T. (2022). Financial Literacy in the Age of Green Investment. *Review of Finance*, 26(6), 1551–1584. <https://doi.org/10.1093/rof/rfab031>

Andersson, E., Hoque, M., Rahman, M. L., Uddin, G. S. & Jayasekera, R. (2022). ESG investment: What do we learn from its interaction with stock, currency and commodity markets? *International Journal of Finance & Economics*, 27(3), 3623–3639. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2341>

Atz, U., Van Holt, T., Liu, Z. Z. & Bruno, C. C. (2023). Does sustainability generate better financial performance? review, meta-analysis, and propositions. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 802–825. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2106934>

Balaceanu, C. & Apostol, D. (2014). The Perspective of Concept Sustainability. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 116, 2257–2261. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.01.555>

Barone, B., Rodrigues, H., Nogueira, R. M., Guimarães, K. R. L. S. L. D. Q. & Behrens, J. H. (2020). What about sustainability? Understanding consumers' conceptual representations through free word association. *International Journal of Consumer Studies*, 44(1), 44–52. <https://doi.org/10.1111/ijcs.12543>

Ben Ameer, H., Ftiti, Z., Louhichi, W. & Yousfi, M. (2024). Do green investments improve portfolio diversification? Evidence from mean conditional value-at-risk optimization. *International Review of Financial Analysis*, 94, 103255. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2024.103255>

Beuermann, C., Wang-Helmreich, H. & Obergassel, W. (2020). Rundum nachhaltig - Synergien und Zielkonflikte von Klimazielen und den SDGs.

Blitz, D. & Swinkels, L. (2023). Does excluding sin stocks cost performance? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(4), 1693–1710. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1972789>

Bolis, I., Morioka, S. N. & Sznclwar, L. I. (2014). When sustainable development risks losing its meaning. Delimiting the concept with a comprehensive literature review and a conceptual model. *Journal of Cleaner Production*, 83, 7–20. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2014.06.041>

Bray, J., Johns, N. & Kilburn, D. (2011). An Exploratory Study into the Factors Impeding Ethical Consumption. *Journal of Business Ethics*, 98(4), 597–608. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0640-9>

Bundesverband deutscher Banken. (2023). Nachhaltige Geldanlage 2023 Wissen und Engagement der Deutschen.

Busch, T., Hoorn, V. van, Stapelfeldt, M. & Pruessner, E. (2022). Classification Scheme for Sustainable Investments.

Busch, T., Pruessner, E. & Brosche, H. (2023). Principles for Impact Investments: Practical Guidance for Measuring and Assessing the Life Cycle, Magnitude, and Tradeoffs of Impact Investments. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4584213>

Busch, T., Pruessner, E., Palinska, A. & Garrault, P. (2024). Methodology for Eurosif Market Studies on Sustainability-related Investments - Measuring progress of capital flows to support the sustainable transition of the real economy.

Byrch, C., Milne, M. J., Morgan, R. & Kearins, K. (2015). Seeds of hope? Exploring business actors' diverse understandings of sustainable development. (P. Judy Brown, Professor Jesse Dillard, Hrsg.) *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 28(5), 671–705. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2013-1438>

Carlowitz, H. C. von. (1713). *Sylvicultura oeconomica, oder haußwirthliche Nachricht und Naturmäßige Anweisung zur wilden Baum-Zucht*.

Carrington, M. J., Neville, B. A. & Whitwell, G. J. (2010). Why Ethical Consumers Don't Walk Their Talk: Towards a Framework for Understanding the Gap Between the Ethical Purchase Intentions and Actual Buying Behaviour of Ethically Minded Consumers. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 139–158. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0501-6>

Catlin, J. R., Luchs, M. G. & Phipps, M. (2017). Consumer Perceptions of the Social Vs. Environmental Dimensions of Sustainability. *Journal of Consumer Policy*, 40(3), 245–277. <https://doi.org/10.1007/s10603-017-9356-x>

Cengiz, C. B., Braun, D. & von Nitzsch, R. (2010). Alpha-Vehikel oder Preis für das gute Gewissen: eine Performanceanalyse ethischer Investments. *Corporate finance / Biz : Finanzmanagement, Bewertung, Kapitalmarkt*. Düsseldorf: Handelsblatt [u.a.].

Cooke, D., Santacruz, T., Rivera, A. K. & Mangot, M. (2023). Assessing client sustainability preferences... lost in the maze? 2° Investing Initiative.

De Amicis, L., Binenti, S., Maciel Cardoso, F., Gracia-Lázaro, C., Sánchez, Á. & Moreno, Y. (2020). Understanding drivers when investing for impact: an experimental study. *Palgrave Communications*, 6(1), 86. <https://doi.org/10.1057/s41599-020-0447-y>

Der Bundesverband Finanzdienstleistungen e.V. (2024). Nachhaltigkeit bleibt ein Problemthema im Vertrieb. Zugriff am 7.8.2024. Verfügbar unter: <https://www.bundesverband-finanzdienstleistung.de/presse/nachhaltigkeit-bleibt-ein-problemthema-im-vertrieb/>

Die Bundesregierung. (2021). Deutsche Sustainable Finance-Strategie. Zugriff am 4.8.2024. Verfügbar unter: <https://www.bundesregierung.de/breg-de/suche/deutsche-sustainable-finance-strategie-1911318>

Diouf, D., Hebb, T. & Touré, E. H. (2016). Exploring Factors that Influence Social Retail Investors' Decisions: Evidence from Desjardins Fund. *Journal of Business Ethics*, 134(1), 45–67. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2307-4>

ESMA. (2023). Leitlinien zu einigen Aspekten der MiFID II-Anforderungen an die Geeignetheit.

ESMA. (2024). Final Report - Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms.

Europäische Kommission. (2020). Verordnung (EU) 2020/852 des europäischen Parlaments und des Rates über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088. Zugriff am 12.6.2024. Verfügbar unter: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852>

Europäisches Parlament. (2024). Parlament nimmt Verbot von Grünfärberei und irreführender Produktinformation an. Zugriff am 7.8.2024. Verfügbar unter: <https://www.europarl.europa.eu/news/de/press-room/20240112IPR16772/parlament-nimmt-verbot-von-grunfarberei-und-irrefuehrender-produktinformation-an>

- Faccini, R., Matin, R. & Skiadopoulos, G. (2023). Dissecting climate risks: Are they reflected in stock prices? *Journal of Banking & Finance*, 155, 106948. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2023.106948>
- Farley, H. M. & Smith, Z. A. (2020). *Sustainability: if it's everything, is it nothing? (Critical issues in global politics) (Second edition.)*. Abingdon, Oxon : New York, NY: Routledge.
- FNG. (2024). Marktbericht Nachhaltige Geldanlage 2024 - Deutschland und Österreich.
- Friede, G., Busch, T. & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- García, M. J. R. (2013). FINANCIAL EDUCATION AND BEHAVIORAL FINANCE: NEW INSIGHTS INTO THE ROLE OF INFORMATION IN FINANCIAL DECISIONS. *Journal of Economic Surveys*, 27(2), 297–315. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2011.00705.x>
- Grober, U. (2010). *Die Entdeckung der Nachhaltigkeit: Kulturgeschichte eines Begriffs*. München: Kunstmann.
- Grothmann, T., Frick, V., Harnisch, R., Münsch, M., Kettner, S. E. & Thorun, C. (2023). Umweltbewusstsein in Deutschland 2022 - Ergebnisse einer repräsentativen Bevölkerungsumfrage.
- Gutsche, G. & Zwergel, B. (2020). Investment Barriers and Labeling Schemes for Socially Responsible Investments. *Schmalenbach Business Review*, 72(2), 111–157. <https://doi.org/10.1007/s41464-020-00085-z>
- Hafenstein, A. & Bassen, A. (2016). Influences for using sustainability information in the investment decision-making of non-professional investors. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 6(3), 186–210. <https://doi.org/10.1080/20430795.2016.1203598>
- Hanss, D. & Böhm, G. (2012). Sustainability seen from the perspective of consumers. *International Journal of Consumer Studies*, 36(6), 678–687. <https://doi.org/10.1111/j.1470-6431.2011.01045.x>
- Hauff, V. (1987). *Unsere gemeinsame Zukunft*. Greven [Federal Republic of Germany]: Eggenkamp Verlag.
- Huynh, T. D. & Xia, Y. (2021). Climate Change News Risk and Corporate Bond Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 56(6), 1985–2009. <https://doi.org/10.1017/S0022109020000757>
- Institut für nachhaltige Kapitalanlagen. (2022). *Nachhaltige Kapitalanlage bei Privatanleger*innen*. Zugriff am 5.8.2024. Verfügbar unter: https://nk-institut.de/wp-content/uploads/2022/07/NKI_DKB_Privatanleger-Befragung_2022.pdf
- IPCC. (2018). *Global Warming of 1.5°C: IPCC Special Report on Impacts of Global Warming of 1.5°C above Pre-industrial Levels in Context of Strengthening Response to Climate Change, Sustainable Development, and Efforts to Eradicate Poverty (1. Auflage)*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/9781009157940>
- Jackson, T. (2014). *Sustainable consumption. Handbook of Sustainable Development*. Edward Elgar Publishing.
- Johnson, E. J., Shu, S. B., Dellaert, B. G. C., Fox, C., Goldstein, D. G., Häubl, G. et al. (2012). Beyond nudges: Tools of a choice architecture. *Marketing Letters*, 23(2), 487–504. <https://doi.org/10.1007/s11002-012-9186-1>

Klein, C., Zwergel, B., Eckert, J. & Dumrose, M. (2021). Regulatorische und systembedingte Barrieren im Bereich Nachhaltige Geldanlagen in der Anlageberatung im Retail Banking. Eine qualitative Analyse aus der Perspektive des Anlageberaters.

Leichsenring, H. (2022). Die Top 10 Kreditinstitute in Deutschland - Analyse der Marktanteile im deutschen Retail Banking (1/5). Zugriff am 9.8.2024. Verfügbar unter: <https://www.der-bank-blog.de/top10-kreditinstitute-deutschland/retail-banking/37685303/>

Lopatta, K., Buchholz, F. & Kaspereit, T. (2016). Asymmetric Information and Corporate Social Responsibility. *Business & Society*, 55(3), 458–488. <https://doi.org/10.1177/0007650315575488>

Naqvi, B., Rizvi, S. K. A., Hasnaoui, A. & Shao, X. (2022). Going beyond sustainability: The diversification benefits of green energy financial products. *Energy Economics*, 111, 106111. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.106111>

Obrecht, A., Pham-Truffert, M., Spehn, E., Payne, D., Altermatt, F., Fischer, M. et al. (2021). Achieving the SDGs with Biodiversity. *Zenodo*. <https://doi.org/10.5281/ZENODO.4457298>

Owens, K. A. & Legere, S. (2015). What do we say when we talk about sustainability?: Analyzing faculty, staff and student definitions of sustainability at one American university. *International Journal of Sustainability in Higher Education*, 16(3), 367–384. <https://doi.org/10.1108/IJS-HE-06-2013-0055>

Paetzold, F., Busch, T. & Chesney, M. (2015). More than money: exploring the role of investment advisors for sustainable investing. *Annals in Social Responsibility*, 1(1), 195–223. <https://doi.org/10.1108/ASR-12-2014-0002>

Peloza, J. & Shang, J. (2011). How can corporate social responsibility activities create value for stakeholders? A systematic review. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 39(1), 117–135. <https://doi.org/10.1007/s11747-010-0213-6>

PwC. (2022). Sechs von zehn Verbrauchern achten beim Einkaufen auf Kriterien der Nachhaltigkeit. PwC. Zugriff am 12.6.2024. Verfügbar unter: <https://www.pwc.de/de/pressemitteilungen/2022/sechs-von-zehn-verbrauchern-achten-beim-einkaufen-auf-kriterien-der-nachhaltigkeit.html>

Rat der Europäischen Union. (2024). Richtlinie über Umweltaussagen: Rat bereit zu Gesprächen mit dem Europäischen Parlament. Zugriff am 7.8.2024. Verfügbar unter: <https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2024/06/17/green-claims-directive-council-ready-to-start-talks-with-the-european-parliament/>

Riefler, P. & Wallnöfer, L. (2020). Nachhaltiger Konsum. In E. Schmid & T. Pröll (Hrsg.), *Umwelt- und Bioressourcenmanagement für eine nachhaltige Zukunftsgestaltung* (S. 41–50). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg. <https://doi.org/10.1007/978-3-662-60435-9>

Salas Zapata, W. A. & Ortiz Muñoz, S. M. (2019). Analysis of meanings of the concept of sustainability. *Sustainable Development*, 27(1), 153–161. <https://doi.org/10.1002/sd.1885>

Scheitza, L. & Busch, T. (2024). SFDR Article 9: Is it all about impact? *Finance Research Letters*, 62, 105179. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105179>

Schneeweiß, A. (2020). Menschenrechte sind Investorenpflichten - Vorschlag für eine soziale Taxonomie des nachhaltigen Investierens. <https://doi.org/10.1787/9789264122352-de>

Schürmann, G. (2024). Abschlussempfehlung des Sustainable Finance-Beirats der Bundesregierung zur Einführung einer „ESG-Skala“ für Finanzprodukte.

Signori, S. (2020). Socially Responsible Investors: Exploring Motivations and Ethical Intensity (International Handbooks in Business Ethics). In L. San-Jose, J.L. Retolaza & L. Van Liedekerke (Hrsg.), *Handbook on Ethics in Finance* (S. 1–23). Cham: Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-030-00001-1_5-1

Söderbaum, P. (2007). Issues of paradigm, ideology and democracy in sustainability assessment. *Ecological Economics*, 60(3), 613–626. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2006.01.006>

Stocker, F. (2024). Nachhaltig und rentabel? Das falsche Versprechen der Öko-Fonds.

Sustainable Finance-Beirat der Bundesregierung. (2021). *Shifting the Trillions. Ein nachhaltiges Finanzsystem für die Große Transformation*. Zugriff am 4.8.2023. Verfügbar unter: <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2021/02/2021-02-25-sustainable-finance-beirat.html>

The SustainAbility Institute by ERM. (2023). *Rate the Raters 2023: ESG Ratings at a Crossroads*.

Verbraucherzentrale Bremen. (2022). *Nachhaltige Geldanlagen - Ergebnis einer repräsentativen Befragung unter Finanzentscheidern*. Verfügbar unter: https://www.geld-bewegt.de/sites/default/files/2022-04/2022_chartbericht_nachhaltige-geldanlagen.pdf

Whelan, T., Atz, U. & Clark, C. (2021). *ESG and Financial Performance*. New York: Centre for Sustainable Business.

Wins, A. & Zwergel, B. (2016). Comparing those who do, might and will not invest in sustainable funds: a survey among German retail fund investors. *Business Research*, 9(1), 51–99. <https://doi.org/10.1007/s40685-016-0031-x>

Zimmermann, F. M. (2016). Was ist Nachhaltigkeit – eine Perspektivenfrage? In F.M. Zimmermann (Hrsg.), *Nachhaltigkeit wofür?* (S. 1–24). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg. https://doi.org/10.1007/978-3-662-48191-2_1