

Marktchancen sozial-ökologischer Geldanlagen bei privaten Investoren: Eine verhaltenswissenschaftliche Analyse

Verfasser:

Dr. Thorsten Hennig-Thurau
Lehrstuhl Marketing I: Markt und Konsum
Universität Hannover
Königsworther Platz 1, 30167 Hannover
Tel. (++49) 511 762 4343
Fax (++49) 511 762 5630
Email: th@muk.ifb.uni-hannover.de

Prof. Dr. Dr. h.c. Ursula Hansen
Lehrstuhl Marketing I: Markt und Konsum
Universität Hannover
Königsworther Platz 1, 30167 Hannover
Tel. (++49) 511 762 5613
Fax (++49) 511 762 5630
Email: uh@muk.ifb.uni-hannover.de

Dipl.-Ök. Daniel Bornemann
Lehrstuhl Marketing I: Markt und Konsum
Universität Hannover
Königsworther Platz 1, 30167 Hannover
Tel. (++49) 511 762 5631
Fax (++49) 511 762 5630
Email: db@muk.ifb.uni-hannover.de

Erschienen in *Zeitschrift für Angewandte Umweltforschung*, 14 Jg. (2001), Heft 1-4, S. 198-216.

Zu den Verfassern:

PD Dr. Thorsten Hennig-Thurau ist Wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl Marketing I: Markt und Konsum der Universität Hannover. Forschungsschwerpunkte: Relationship Marketing, Hochschulmanagement, Dienstleistungsmarketing, Electronic Business. Dr. Hennig-Thurau ist Leiter des Projektes „Investorenentscheidungen als Determinanten für eine nachhaltige Unternehmensführung“, das von dem Bundesministerium für Bildung und Forschung gefördert wird.

Prof. Dr. Dr. h.c. Ursula Hansen ist Vorsitzende des Instituts für Betriebsforschung an der Universität Hannover und leitet den Lehrstuhl Marketing I: Markt und Konsum. Forschungsschwerpunkte: Ökologisches Marketing, Unternehmensethik, Handels- und Dienstleistungsmarketing, Relationship Marketing. Ursula Hansen ist Trägerin des B.A.U.M. Umweltpreises. Für ihr gesellschaftliches Engagement wurde ihr in 2001 die Ehrendoktorwürde der Freien Universität Berlin verliehen.

Dipl.-Ök. Daniel Bornemann ist Mitarbeiter des Lehrstuhls Marketing I: Markt und Konsum der Universität Hannover und war bis Mitte 2001 Mitarbeiter des Projektes „Investorenentscheidungen als Determinanten für eine nachhaltige Unternehmensführung“. Seine Forschungsschwerpunkte sind Kundenbindung und Vertrauen im Internet.

Die Autoren danken dem Bundesministerium für Bildung und Forschung für die finanzielle Förderung der hier geschilderten Untersuchung und unserem Projektpartner, dem Institut für Markt, Umwelt und Gesellschaft und speziell dessen geschäftsführendem Vorstand Ingo Schoenheit für die konzeptionelle Unterstützung unserer Forschungsarbeiten.

Marktchancen sozial-ökologischer Geldanlagen bei privaten Investoren: Eine verhaltenswissenschaftliche Analyse

Zusammenfassung

Sozial-ökologische Geldanlagen bieten privaten Investoren die Möglichkeit, ihr Geld nicht nur nach ökonomischen, sondern auch nach sozial-ökologischen Kriterien anzulegen. Damit stellen sie einen Ansatz zur Steuerung des Verhaltens von Unternehmen im Hinblick auf eine Nachhaltige Entwicklung über den Finanzmarkt dar. Vor dem Hintergrund der bisher vergleichsweise geringen Verbreitung solcher Geldanlagen in Deutschland erweitert der vorliegende Beitrag die traditionelle Systematik von Motiven und Wahlkriterien der Geldanlage und das Kriterium des sozial-ökologischen Engagements von Unternehmen. Im Rahmen einer bundesweit repräsentativen Befragung von rund 1.200 Anlegern werden die Marktchancen sozial-ökologischer Geldanlagen unter Einsatz der Conjoint-Analyse und Choice-Simulatoren analysiert. Die Ergebnisse eröffnen vielfältige Ansatzpunkte für eine zielgerichtete Steigerung der Nachfrage nach sozial-ökologischen Anlageformen im Allgemeinen und für die Ausgestaltung sozial-ökologischer Fonds im Besonderen.

Summary

Socially responsible investments are a relatively new approach for sustainable development. These kinds of investments aim at an extension of the traditional criteria for investment decisions (i.e., profitability and risk) for a social and/or ecological dimension. Against the backdrop of the limited market share of socially responsible investments in Germany, this paper presents results from a nationwide representative empirical study that analyzes the market potential of these kinds of investments. The results shown offer several insights that will help to market socially responsible investments in a more efficient way.

1 Einleitung

Nachhaltige Entwicklung („Sustainable Development“) ist in den 90er-Jahren weltweit zu einem Schlüsselbegriff der Umwelt- und Gesellschaftspolitik geworden. Gemäß der zentralen Definition der Brundtland-Kommission bezeichnet Nachhaltige Entwicklung „development that meets the needs of the present without compromising the ability of

future generations to meet their own needs“¹. Das Leitbild der Nachhaltigkeit umfasst somit zum einen eine intratemporale Komponente, die sich auf die Befriedigung der Bedürfnisse der heutigen Bevölkerung bezieht, und zum anderen eine intertemporale Komponente, die auf die Bedürfnisbefriedigung zukünftiger Generationen abstellt. Konzeptionell wird Nachhaltigkeit i.d.R. als dreidimensionales Konstrukt interpretiert, das eine gleichzeitige Berücksichtigung ökonomischer, sozialer und ökologischer Aspekte erfordert.²

Zur Umsetzung des Leitbildes Nachhaltigkeit ist ein Wirtschafts- und Konsumstil erforderlich, der materiellen Wohlstand in Einklang mit der Erhaltung der natürlichen Lebensgrundlagen und der Erreichung sozialer Gerechtigkeit bringt. Unternehmen kommt auf Grund ihrer zentralen Funktion innerhalb von marktwirtschaftlich organisierten Gesellschaften als Produzenten von Produkten und Dienstleistungen zur Bedürfnisbefriedigung eine zentrale Bedeutung für die Realisierung einer Nachhaltigen Entwicklung zu. Entsprechend liegt ein Schwerpunkt der gesellschaftlichen und wissenschaftlichen Nachhaltigkeitsdiskussion auf Möglichkeiten der Einflussnahme auf das Unternehmensverhalten.

Neben staatlichen Regelungen durch Ordnungs- und Steuerrecht werden vor allem marktseitige Formen der Beeinflussung von Unternehmen in Richtung Nachhaltigkeit erörtert. Neben einer absatzmarktseitigen Einflussnahme, die unter dem Schlagwort Nachhaltiger Konsum zur Diskussion steht,³ wird in jüngerer Zeit vermehrt die Möglichkeit erörtert, über *Finanzmärkte* zur Nachhaltigen Entwicklung der Gesellschaft beizutragen. Ausgehend von der Überlegung, dass die Entwicklung von Unternehmen entscheidend von der Verfügbarkeit finanzieller Ressourcen und entsprechend vom Verhalten der Geldanleger abhängt, stellen sog. *sozial-ökologische Geldanlagen* den Versuch dar, Anstrengungen von Unternehmen, die zur Steigerung der Nachhaltigkeit beitragen, durch die Bereitstellung von zusätzlichen Finanzmitteln zu belohnen. Der Erfolg solcher sozial-ökologischen Geldanlagen ist in erster Linie davon abhängig, in wieweit Geldanleger bereit sind, in solche Anlageformen zu investieren und neben

¹ World Commission on Environment and Development: Our Common Future. Oxford: Oxford University Press 1987, hier: S. 43

² Vgl. Enquête-Kommission: Konzept Nachhaltigkeit. Vom Leitbild zur Umsetzung, Abschlussbericht der Enquête-Kommission "Schutz des Menschen und der Umwelt – Ziele und Rahmenbedingungen einer nachhaltig zukunftsverträglichen Entwicklung" des 13. Deutschen Bundestages. Bonn 1998, hier: S. 27ff.

³ Vgl. Scherhorn, G./Reisch, L./Schrödl, S.: Wege zu nachhaltigen Konsummustern. Marburg: Metropolis 1997. Schrader, U./Hansen, U. (Hrsg.): Nachhaltiger Konsum – Forschung und Praxis im Dialog. Frankfurt: Campus 2001.

traditionellen Kriterien der Geldanlage auch eine gesellschaftliche Dimension zu berücksichtigen.

Die bisher vorliegenden Informationen über die Bereitschaft der Anleger, sozial-ökologische Geldanlagen nachzufragen, beschränken sich dabei auf explorative Studien⁴ und einzelne deskriptive Analysen^{5,6}. Obwohl die Ergebnisse der vorliegenden Studien grundsätzlich nahe legen, dass sozial-ökologische Geldanlagen ein erhebliches Marktpotenzial aufweisen, fehlt es jedoch auf Grund der begrenzten Aussagekraft dieser Studien an validen Einschätzungen, die Aufschluss über den möglichen Beitrag solcher Geldanlagen zur Nachhaltigen Entwicklung geben könnten. Daran anknüpfend soll in diesem Aufsatz anhand einer für die Bevölkerung der Bundesrepublik Deutschland repräsentativen Umfrage, die durch das Bundesministerium für Bildung und Forschung gefördert wurde, untersucht werden, *welche Marktchancen sozial-ökologische Geldanlagen haben*.

Der Aufbau des Aufsatzes ist wie folgt. Zunächst soll das Konzept sozial-ökologischer Geldanlagen knapp dargestellt und im Rahmen der verhaltenswissenschaftlichen Anlegerforschung verortet werden, wobei eine Konzentration auf die Gruppe der Privatanleger erfolgt, während institutionelle Anleger auf Grund der bei dieser Gruppe zu erwartenden abweichenden Entscheidungskriterien nicht berücksichtigt werden. Es wird eine theoretische Erweiterung der traditionellen Geldanlagedimensionen um das Merkmal des sozial-ökologischen Unternehmensengagements vorgenommen, dem für

⁴ Vgl. Armbruster, C.: Entwicklung ökologieorientierter Fonds – Eine Untersuchung im deutschsprachigen Raum und in Großbritannien. Lohmar: Eul 2000. Franck, K./Ginzel, T./Lucas, R.: Marktanalyse Grünes Geld, Arbeitspapier des IÖW Regionalbüros Nordrhein-Westfalen. Wuppertal 1999.

⁵ Vgl. imug: Investorenentscheidungen als Determinanten nachhaltiger Unternehmensführung. Skizze eines Forschungsprojekts, Arbeitspapier des imug-Instituts. Hannover 2000.

⁶ Armbruster, C.: Entwicklung ökologieorientierter Fonds – Eine Untersuchung im deutschsprachigen Raum und in Großbritannien. Lohmar: Eul 2000 kommt auf der Grundlage einer Befragung von 3600 Abonnenten des Wirtschaftsmagazins Börse Online und einer Nettostichprobe von 377 Personen, die der Autor selbst weder für die Leser der Zeitschrift noch die deutsche Bevölkerung als repräsentativ ansieht (S. 329), zu dem Ergebnis, dass „ökologieorientierte Anlageformen noch wenig bekannt sind“ (S. 337). Franck, K./Ginzel, T./Lucas, R.: Marktanalyse Grünes Geld, Arbeitspapier des IÖW Regionalbüros Nordrhein-Westfalen. Wuppertal 1999 haben der Abonnentenaufgabe der Zeitschrift „Öko-Test“ einen Fragebogen beigelegt und 547 auswertbare Fragebögen erhalten; auf dieser Grundlage stellen die Autoren fest, dass es sich um einen „Wachstumsmarkt“ handelt (S. 49). In einer Untersuchung von EMNID im Auftrag der Zeitschrift Finanztest im Jahre 1991 gaben 20% der Befragten an, für eine stärkere ökologische Orientierung zu einem Renditeverzicht bereit zu sein; davon sagten 40% aus, auf 5% Rendite verzichten zu wollen, 33% auf 10% und 10% auf 20% Rendite. Die hier verwendete Methode der direkten Abfrage ist mit grundlegenden Validitätsproblemen behaftet; über die Methodik liegen zudem auf Grund des journalistischen Hintergrundes der Studie nur begrenzte Informationen vor; vgl. Finanztest (1991). Vgl. zu dieser und weiteren Studien die Ausführungen bei Mächtel, T. W.: Erfolgsfaktoren ökologisch ausgerichteter Anlagefonds im deutschsprachigen Raum, Dissertation. Universität St. Gallen 1996, S. 143ff.

das Verständnis sozial-ökologischer Geldanlagen eine Schlüsselrolle zukommt, und dessen Relevanz mit dem Konzept des altruistischen beziehungsweise pro-sozialen Verhaltens begründet. Anschließend werden das Design und die Ergebnisse einer repräsentativen Telefonbefragung von 1.204 Haushalten zum Themenfeld sozial-ökologische Geldanlage geschildert, die Aufschluss über das Marktpotenzial solcher Geldanlagen geben und vor dem Hintergrund einer empirischen Nutzensegmentierung von Anlegern konkrete Ansatzpunkte für eine Marktbearbeitung liefern. Überlegungen zu den Konsequenzen der gewonnenen Erkenntnisse beschließen den Beitrag.

2 Verhaltenswissenschaftliche Verortung von sozial-ökologischen Geldanlagen

2.1 Sozial-ökologische Geldanlagen: Begriff und Forschungsstand

Als sozial-ökologische Geldanlagen sollen *Formen der Geldanlage bezeichnet werden, die solchen Unternehmen oder Organisationen zufließen, die besondere ökologische und/oder soziale Leistungen erbringen*. Als Formen der Geldanlage fassen wir dabei grundsätzlich alle Möglichkeiten von Personen, Geld so anzulegen, dass es direkt oder indirekt einem Unternehmen oder einer anderen Organisation zufließt. Die Begriffsfassung ist dabei nicht auf kommerzielle Unternehmen beschränkt, sondern umfasst auch Not-for-Profit-Organisationen (z.B. Umwelt- und Verbraucherorganisationen). Als besondere ökologische oder soziale Leistungen werden Aktivitäten der Unternehmen/Organisationen verstanden, die darauf abzielen, die soziale oder ökologische Dimension der Nachhaltigkeit positiv zu beeinflussen und dabei über die gesetzlichen Anforderungen hinauszureichen. In ökologischer Hinsicht kann dies durch ein Engagement von Unternehmens im Umweltschutz oder durch den Einsatz oder den Vertrieb von Umwelttechnologien erfolgen, in sozialer Hinsicht zum Beispiel durch die Einhaltung von freiwilligen Sozialstandards.

Die *wissenschaftliche Forschung* im Bereich sozial-ökologischer Geldanlagen ist bisher auf vergleichsweise wenige Arbeiten beschränkt. Ausdruck des frühen Forschungsstadiums ist die bestehende Begriffsunsicherheit; so spricht etwa Schäfer⁷ von „ethischen Finanzdienstleistungen“, Balz⁸ von „ethisch-ökologischen Geldanlagen“

⁷ Vgl. Schäfer, H.: Ethische Finanzdienstleistungen. Ein Forschungsaufriß zu Marktstrukturen, kapitalmarkttheoretischen Besonderheiten und absatzwirtschaftlichen Konsequenzen, Bericht aus dem Forschungsprojekt Ethische Finanzdienstleistungen, Universität Siegen. Siegen 2000.

⁸ Vgl. Balz, B.-C.: Ethisch-ökologische Geldanlage: eine kapitalmarktorientierte Analyse. Frankfurt: IKO 1999

und Armbruster⁹ von „ökologieorientierten“ Anlagen.¹⁰ Grundlegende wissenschaftliche Arbeiten stammen von Schäfer und Mitarbeitern,¹¹ Mächtel¹² und Armbruster¹³. Schäfer¹⁴ und Schäfer/Türck¹⁵ analysieren auf der Grundlage einer theoretischen Auseinandersetzung mit dem Ethikbegriff die spezifischen Aspekte sozial-ökologischer Geldanlagen im Hinblick auf die Märkte, Leistungen und Anbieter (Kapitalnehmer) dieser Anlagen und zeigen erste Konsequenzen für das Handeln der Kapitalnehmer im Umgang mit den vorhandenen Leistungsspezifika aus Perspektive der Neuen Institutionenökonomik auf. In seiner Dissertation befasst sich Mächtel¹⁶ mit einer Ermittlung von „Erfolgsfaktoren“ sozial-ökologischer Geldanlagen, wobei er eine Konzentration auf Wertpapierfonds vornimmt. Sein induktiv ermitteltes Strukturmodell, das er einer qualitativen empirischen Überprüfung unterzieht, unterscheidet zwischen dem Verhalten der Fondanbieter und der Investoren sowie Rahmenbedingungen als Einflussfaktoren, die auf ökonomische (z.B. Rendite) und ökologische (z.B. Glaubwürdigkeit) „Erfolgskomponenten“ wirken. Armbruster¹⁷, der sich ebenfalls auf Wertpapierfonds konzentriert, systematisiert und analysiert das bestehende Angebot an ökologieorientierten Fonds und erörtert auf der Grundlage einer explorativen Empirie Konzepte der Markterweiterung.

⁹ Armbruster, C.: Entwicklung ökologieorientierter Fonds – Eine Untersuchung im deutschsprachigen Raum und in Großbritannien. Lohmar: Eul 2000.

¹⁰ In Großbritannien werden sozial-ökologische Geldanlagen insb. als „ethical investments“ behandelt; in den USA findet sich vor allem die Begriffsbezeichnung „socially responsible investing“. Für einen Überblick über die begriffliche Diskussion vgl. Armbruster, C.: Entwicklung ökologieorientierter Fonds – Eine Untersuchung im deutschsprachigen Raum und in Großbritannien. Lohmar: Eul 2000, hier: S. 74.

¹¹ Vgl. Schäfer, H.: Ethische Finanzdienstleistungen. Ein Forschungsaufriß zu Marktstrukturen, kapitalmarkttheoretischen Besonderheiten und absatzwirtschaftlichen Konsequenzen, Bericht aus dem Forschungsprojekt Ethische Finanzdienstleistungen, Universität Siegen. Siegen 2000; Schäfer, H.: Ethisch-ökologische Geldanlagen: Balance zwischen „hell- und dunkelgrün“. In: Schrader, U./Hansen, U. (Hrsg.): Nachhaltiger Konsum. Frankfurt/M: Campus 2001, S. 397-411; Schäfer, H./Gülle, A.: Ethische Finanzdienstleistungen. Struktur des Angebots an ethischen Finanzdienstleistungen im deutschsprachigen Raum, Bericht aus dem Forschungsprojekt Ethische Finanzdienstleistungen, Universität Siegen. Siegen 2000.

¹² Vgl. Mächtel, T. W.: Erfolgsfaktoren ökologisch ausgerichteter Anlagefonds im deutschsprachigen Raum, Dissertation. Universität St. Gallen 1996.

¹³ Vgl. Armbruster, C.: Entwicklung ökologieorientierter Fonds – Eine Untersuchung im deutschsprachigen Raum und in Großbritannien. Lohmar: Eul 2000.

¹⁴ Schäfer, H.: Ethische Finanzdienstleistungen. Ein Forschungsaufriß zu Marktstrukturen, kapitalmarkttheoretischen Besonderheiten und absatzwirtschaftlichen Konsequenzen, Bericht aus dem Forschungsprojekt Ethische Finanzdienstleistungen, Universität Siegen. Siegen 2000.

¹⁵ Schäfer, H./Türck, R.: Gesellschaft, Wirtschaft und Ethik – Rahmenbedingungen ethischer Finanzdienstleistungen, Bericht aus dem Forschungsprojekt, Universität Siegen. Siegen 2000.

¹⁶ Vgl. Mächtel, T. W.: Erfolgsfaktoren ökologisch ausgerichteter Anlagefonds im deutschsprachigen Raum, Dissertation. Universität St. Gallen 1996.

¹⁷ Vgl. Armbruster, C.: Entwicklung ökologieorientierter Fonds – Eine Untersuchung im deutschsprachigen Raum und in Großbritannien. Lohmar: Eul 2000.

In der *Anlagepraxis* sind die Fragen nach dem Marktvolumen und dem Marktpotenzial von primärem Interesse. Franck/Ginzel/Lucas¹⁸ kommen zu dem Ergebnis, dass in Deutschland im Jahre 1999 insgesamt rund 6 Mrd. DM in sozial-ökologische Geldanlagen investiert wurden, von denen circa eine Mrd. DM auf Investmentprodukte (Aktien, Fonds, Wertpapiere) entfiel.¹⁹ Dabei legt insbesondere die Nachfrage nach sozial-ökologische Geldanlagen im Ausland die Annahme nahe, dass es sich hier um einen Wachstumsmarkt handelt; so wurden in den USA 1999 insgesamt 2.159 Mrd. US-\$ nach sozial-ökologischen Kriterien angelegt.²⁰ Allerdings sind die Anlagebedingungen länderspezifisch unterschiedlich, und es existieren keine eindeutigen Kriterien dafür, welche Geldanlagen als sozial-ökologisch eingestuft werden und einen Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung leisten. So verlagert das von der britischen Not-for-profit Organisation Ethical Investment Research Service (EIRIS) entwickelte Softwareprogramm „Ethical Portfolio Manager“ die Auswahl von Kriterien auf den jeweiligen Fondmanager, sodass etwa auch Anlagen der Fluggesellschaft British Airways auf Grund ihrer mitarbeiterbezogenen Aktivitäten als nachhaltig eingestuft werden können.

2.2 Erklärung des Verhaltens von Geldanlegern

2.2.1 Traditionelle Motive und Kriterien der Geldanlage

McInish hat festgestellt, dass „a large amount of information has been collected concerning financial markets and financial institutions. Less is known about individual investors“²¹. Diese Aussage kann auch heute noch als zutreffend angesehen werden.²² Während in anderen Feldern der Betriebswirtschaftslehre der verhaltenswissenschaftliche Ansatz ein hohes Maß an Aufmerksamkeit erfahren hat, ist die betriebswirtschaftliche Finanztheorie traditionell dominiert von der (neo-

¹⁸ Vgl. Franck, K./Ginzel, T./Lucas, R.: Marktanalyse Grünes Geld, Arbeitspapier des IÖW Regionalbüros Nordrhein-Westfalen. Wuppertal 1999, S. 8f.

¹⁹ Der größte Teil der sozial-ökologische Geldanlagen entfiel 1999 mit rund 3,6 Mrd. DM auf den Bereich der (staatlich geförderten) Direktbeteiligungen, z.B. Windkraftanlagen. Insgesamt waren Ende 1999 in Deutschland ca. DM 1.895 Mrd. in Aktien, Investmentzertifikaten und Aktienfonds angelegt. Vgl. Leven, F.-J.: Aktien und Aktienfonds stark gefragt, Kurzstudie 3/2000 des Deutschen Aktien Instituts. Frankfurt 2000, S. 1.

²⁰ Vgl. SIF (1999): 1999 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, im Internet unter <http://www.socialinvest.org/areas/research/trends/1999-Trends.htm>, abgerufen am 23.04.2001.

²¹ McInish, T. H.: Individual Investors and Risk Taking. In: Journal of Economic Psychology, Vol. 2 (1982), S. 125-136, hier: S. 125

klassischen) Annahme eines „rationalen“ Verhaltens von Geldanlegern, das seinen Ausdruck insbesondere im sog. *Kapitalmarktmodell* findet.²³ Betrachtet man allerdings, dass Geldanleger, ebenso wie Konsumenten und Mitarbeiter, ihre Entscheidungen vor dem Hintergrund unvollständiger Informiertheit und einem weiten Spektrum kognitiver und emotionaler Einflüsse treffen und als psychologisch gesteuerte Individuen auf eine Weise „irrational“ handeln, die durch die Kapitalmarkttheorie nur eingeschränkt erklärt werden kann, wird die Notwendigkeit eines „behavioral approach“ deutlich.²⁴

Aus einer solchen verhaltenswissenschaftlichen Sicht ist für die Prüfung der Marktchancen sozial-ökologischer Geldanlagen die Kenntnis jener Kriterien von zentraler Bedeutung, die Einfluss auf die Geldanlageentscheidung des Anlegers ausüben. Als Ausgangspunkt für eine Identifizierung solcher *Anlagewahlkriterien* eignen sich die Motive für Geldanlagen. In der traditionellen finanzwirtschaftlichen Forschung werden traditioneller Weise mit dem Vorsorgemotiv, dem Spekulationsmotiv und dem Konsummotiv drei Motive für die Geldanlage unterschieden, die auf Keynes zurück geführt werden können und die jeweils spezifische Anlagewahlkriterien erfordern.²⁵ Im Fall des Vorsorgemotivs geht es für den Anleger darum, auch in Zukunft mit hoher Wahrscheinlichkeit über das heute vorhandene Vermögen verfügen zu können. Folglich kommt in diesem Fall Sicherheitsüberlegungen eine zentrale Rolle zu, sodass bei der Entscheidung für eine Anlagealternative die Anlagemerkmale *Risiko beziehungsweise Sicherheit* (als Komplementärbegriff zu Risiko) ausschlaggebend sind. Im Fall des Spekulationsmotivs steht hingegen nicht die Sicherung des vorhandenen Vermögens im Mittelpunkt der Anlageentscheidung, sondern dessen Mehrung. Dementsprechend wird sich ein entsprechend motivierter Anleger vor allem für die Höhe der *Rendite* verschiedener Geldanlagen interessieren. Im Fall des Konsummotivs geht es schließlich darum, in der Zukunft über ausreichend Geld für heute bereits absehbare Ausgaben zu verfügen. Je nachdem, ob konsummotivierte Geldanlagen

²² So stellt Oehler, A.: Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger. Theoretischer Ansatz und empirische Analysen. Stuttgart: Schäffer-Poeschel 1995, S. VII diese Aussage seiner grundlegenden Arbeit zum Verhalten von privaten Geldanlegern voran.

²³ Vgl. Sharpe, W. F.: Portfolio Theory and Capital Markets. New York: McGraw-Hill 1970.

²⁴ Vgl. Oehler, A.: Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger. Theoretischer Ansatz und empirische Analysen. Stuttgart: Schäffer-Poeschel 1995, S. 323.

²⁵ Vgl. Keynes, J. M.: The General Theory of Employment, Interest, and Money. London: Macmillan 1936; ähnlich Oehler, A.: Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger. Theoretischer Ansatz und empirische Analysen. Stuttgart: Schäffer-Poeschel 1995, S. 91. Ähnliche Motivtypologien haben Lindquist, A.: A Note on Determinants of Household Saving Behavior. In: Journal of Economic Psychology, Vol. 1 (1981), S. 39-57 und Ölander, F./Seipel, C. M.: Psychological Approaches to the Study of Saving. Illinois: Bureau of Economic and Business Research 1970 entwickelt.

stärker Elemente des Vorsorge- oder des Spekulationsmotivs beinhalten, ist für den Anleger hier entweder die Sicherheit der Anlagealternative oder ihre Rendite von zentraler Bedeutung.²⁶

2.2.2 Sozial-ökologisches Unternehmensengagement als Anlagewahlkriterium

Für eine Erklärung der anlegerseitigen Nachfrage nach sozial-ökologischen Geldanlagen sind die genannten traditionellen Anlagemotive und Wahlkriterien dann geeignet, wenn sozial-ökologische Geldanlagen über eine höhere Rendite und/oder eine höhere Sicherheit gegenüber anderen Anlageformen verfügen. Zwar sind die Ergebnisse zur Rendite von solchen Anlagen uneinheitlich und übertreffen z.T. auch die Rendite traditioneller Anlageformen; von einer *generellen* Überlegenheit sozial-ökologischer Geldanlagen im Hinblick auf Rendite und Sicherheit kann jedoch keineswegs ausgegangen werden.²⁷

Eine geeignete motivationstheoretische Begründung bietet das Konstrukt des *Altruismus*,²⁸ das eine zentrale Rolle für die Erklärung von pro-sozialem Verhalten darstellt, also einem individuellen Verhalten, das anderen Personen oder der Gesellschaft als Ganzem einen Nutzen stiftet, ohne dass das handelnde Individuum selbst einen Vorteil damit anstrebt.²⁹ Altruistisches Verhalten wird als das Ergebnis des

²⁶ Ein weiteres Entscheidungskriterium, das sich aus den drei genannten Motiven der Geldanlage ableiten lässt und in der finanztheoretischen Literatur z.T. Erwähnung findet, ist die *Verfügbarkeit bzw. Liquidierbarkeit* der angelegten Mittel (vgl. Oehler, A.: Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger. Theoretischer Ansatz und empirische Analysen. Stuttgart: Schäffer-Poeschel 1995, S. 100, und die dort angegebene Literatur). Die Liquidierbarkeit ist jedoch nur dann von Bedeutung, wenn unabsehbare Ereignisse auf Seiten des Anlegers eintreten. Zudem kann die Liquidierbarkeit auch als Teilaspekt des Sicherheitskriteriums angesehen werden, wenn man davon ausgeht, dass es sich um die Sicherheit des Konsumenten in Bezug auf die kurzfristige Verfügbarkeit des angelegten Geldes handelt.

²⁷ Vgl. Schäfer, H.: Ethisch-ökologische Geldanlagen: Balance zwischen „hell- und dunkelgrün“. In: Schrader, U./Hansen, U. (Hrsg.): Nachhaltiger Konsum. Frankfurt/M: Campus 2001, S. 397-411; Franck, K.: Der Markt für ethisch-ökologische Geldanlagen in Deutschland und Europa. In: Schrader, U./Hansen, U. (Hrsg.): Nachhaltiger Konsum. Frankfurt/M: Campus 2001, S. 413-422.

²⁸ Vgl. dazu die ähnliche Argumentation bei Mächtel, T. W.: Erfolgsfaktoren ökologisch ausgerichteter Anlagefonds im deutschsprachigen Raum, Dissertation. Universität St. Gallen 1996, S. 120 und bei Schäfer, H.: Ethische Finanzdienstleistungen. Ein Forschungsaufriß zu Marktstrukturen, kapitalmarkttheoretischen Besonderheiten und absatzwirtschaftlichen Konsequenzen, Bericht aus dem Forschungsprojekt Ethische Finanzdienstleistungen, Universität Siegen. Siegen 2000, S. 30f., der explizit von Altruismus spricht. Allerdings weicht Schäfers begriffliches Verständnis von Altruismus von dem hier verwendeten und nachfolgend erläuterten ab. Das von uns verwendete Begriffsverständnis enthält Elemente der von Schäfer genannten Motive „Altruismus“ und „Aufbau von sozialem Reputationskapital“. Schäfer versucht auch eine Integration des sozial-ökologischen Engagements in die traditionelle Kapitaltheorie. Allerdings bleibt zu fragen, ob eine Integration verhaltenswissenschaftlicher Überlegungen in ein neoklassisches Konzept *überhaupt* möglich ist, da beide Konzepte als eigenständige Paradigmen betrachtet werden können und insofern auf unterschiedlichen, schwerlich vereinbaren Grundannahmen basieren.

²⁹ Vgl. Nagel, T.: Die Möglichkeit des Altruismus. Bodenheim 1998, S. 27f. und 111ff.; Schmidtz, D.: Reasons for Altruism. In: Paul, E. F./Miller, F. D. Jr./Paul, J. (Eds.): Altruism. Cambridge 1993, S. 52-68, hier: S. 53.

individuellen Strebens von Personen nach „self-maintenance“ im Sinne eines positiven Selbstwertes angesehen.³⁰ Auf Grund der hohen gesellschaftlichen Wertschätzung eines moralischen Verhaltens besteht in der Ausübung eines solchen moralischen Verhaltens die Möglichkeit für Personen, ihr Selbstwertgefühl zu steigern.³¹ Altruismus stellt folglich keinen Gegensatz zu egoistischem Verhalten dar, sondern einen (vom Konzept des Egoismus unabhängigen) alternativen Weg zur Erzielung von persönlichem Nutzen.³²

Investitionen von Geldmitteln in sozial-ökologische Geldanlagen lassen sich nun insofern als Ergebnis einer altruistischen Motivation von Anlegern auffassen, als Investitionen in sozial-ökologische Geldanlagen einen aktiven Beitrag zu einer Nachhaltigen Entwicklung als einem gesellschaftlich anerkannten Wert darstellen. Sie leisten insofern einen Beitrag zur Vermittlung von kollektivem Nutzen, der gut geeignet ist, den individuellen moralischen Selbstwert von Anlegern zu steigern. Im Hinblick auf die Anlagewahlkriterien impliziert die Existenz einer altruistischen Motivation folglich eine Erweiterung der traditionellen Kriterien um das Kriterium des sozial-ökologischen Engagements von Unternehmen.³³ *Abb. 1* gibt einen Überblick über die einer Anlageentscheidung zu Grunde liegenden Motive und die aus ihnen abgeleiteten Anlagewahlkriterien.

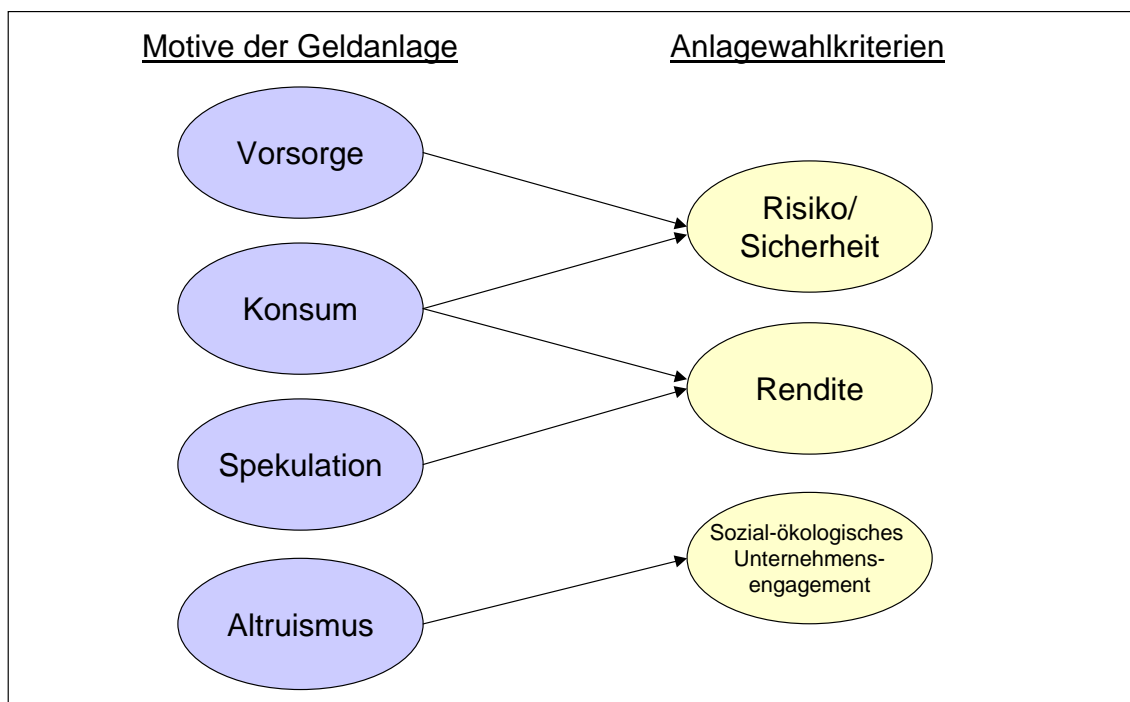
³⁰ Vgl. Badhwar, N. K.: Altruism Versus Self-Interest: Sometimes a False Dichotomy. In: Paul, E. F./Miller, F. D. Jr./Paul, J. (Eds.): Altruism. Cambridge 1993, S. 90-117, hier: S. 115, die feststellt: „altruism achieves its highest moral worth only by virtue of its connection with self-interest“. Bei dieser Interpretation von Altruismus besteht eine enge Verbindung zum konsumtheoretischen Konzept des *Selbstachtungsnutzens*, der insbesondere im Zusammenhang mit dem ökologischen und sozialen Nutzen von Produkten diskutiert wird; vgl. z.B. Bänsch, A.: Marketing für umweltfreundliche Konsumgüter – Prinzipielle Möglichkeiten und Grenzen. In: UmweltWirtschaftsForum, 2. Jg. (1993), Heft 2, S. 13-18. Ein Unterschied zwischen Altruismus und Selbstachtungsnutzen kann in dem Bewusstsein der Selbstwertsteigerung gesehen werden; in erstem Fall ist das Helfen anderer der eigentliche Zweck, im zweiten Fall kommt dem Helfen ein Mittel-Charakter zu.

³¹ Vgl. Carman, J. M.: Theories of Altruism and Behavior Modification Campaigns. In: Journal of Macromarketing, Vol. 12 (1992), Spring, S. 5-18., hier: S. 10f.

³² Es sei angemerkt, dass neben dem hier geschilderten Verständnis auch ein anderes Altruismus-Verständnis existiert, das auf den französischen Philosophen Comte zurückgeführt werden kann. In diesem Fall wird davon ausgegangen, dass neben dem geschilderten Altruismus auch ein „wahrer“ Altruismus besteht, der ein pro-soziales Verhalten auch auf Kosten des Helfenden vorsieht (vgl. Batson, C. D.: Prosocial Motivation: Is it Ever Truly Altruistic? In: Berkowitz, L. (Ed.): Advances in Experimental Social Psychology. New York 1983: Academic Press, S. 65-122). Personen helfen demnach anderen Personen, ihre jeweiligen Ziele zu erreichen, ohne dass sie einen eigenen Nutzen daraus erfahren. Für die Eignung von Altruismus als Geldanlagemotiv spielt die Frage, welches Verständnis von Altruismus das „Richtige“ ist, eine nachrangige Rolle.

³³ Vgl. ebenso Schäfer, H.: Ethische Finanzdienstleistungen. Ein Forschungsaufriß zu Marktstrukturen, kapitalmarkttheoretischen Besonderheiten und absatzwirtschaftlichen Konsequenzen, Bericht aus dem Forschungsprojekt Ethische Finanzdienstleistungen, Universität Siegen. Siegen 2000, S. 17ff.

Abb. 1: Motive der Geldanlage und Anlagewahlkriterien



3 Bekanntheit und Anlageintentionen von sozial-ökologischen Geldanlagen in Deutschland – eine empirische Untersuchung

Im Folgenden soll im Rahmen einer empirischen Studie untersucht werden, welchen Einfluss das sozial-ökologische Engagement von Unternehmen auf die Präferenzen und Geldanlageintentionen privater Anleger in der Bundesrepublik ausübt. Im Anschluss an die Wiedergabe grundlegender Ergebnisse über die Bekanntheit und Verbreitung von sozial-ökologischen Geldanlagen werden die Ergebnisse einer conjoint-analytisch basierten Segmentierung geschildert, die Aufschluss darüber geben soll, welche Personengruppen als potenzielle Anleger in Frage kommen. Auf dieser Grundlage werden dann Aussagen über die Marktchancen sozial-ökologischer Geldanlagen abgeleitet.

3.1 Methodik und Stichprobe

Ein wesentliches Ziel der durchgeführten Untersuchung lag darin, repräsentative Aussagen über die Wahrnehmung und Bewertung von sozial-ökologischen Geldanlagen durch die bundesdeutsche Bevölkerung zu ermöglichen. Zu diesem Zweck wurde vom 2. Januar bis zum 20. Januar 2001 eine computergestützte Telefonumfrage (CATI) durchgeführt. Im Rahmen eines *zweistufigen Klumpenauswahlverfahrens*³⁴ wurden

³⁴ Vgl. z.B. Malhotra, N. K.: Marketing Research. An Applied Orientation. Englewood Cliffs 1994: Prentice Hall, S. 366.

zunächst mittels Zufallszahl 250 Postleitzahlenbezirke ausgewählt; dabei wurde die Anzahl der Postleitzahlenbezirke für jedes Bundesland entsprechend der jeweiligen Einwohnerzahl vorgegeben. Anschließend wurden aus jedem Bezirk wiederum per Zufallszahl 20 Personen gezogen. Jede der so ermittelten 5.000 Personen wurde mit einem Schreiben auf den bevorstehenden Anruf hingewiesen. Das Schreiben informierte darüber, dass es sich um eine vom Bundesministerium für Bildung und Forschung geförderte Umfrage zum Thema „Neue Formen der Geldanlage“ handelte. Innerhalb des zuvor festgelegten Zeitraums wurden insgesamt 1.204 Interviews mit einer durchschnittlichen Dauer von knapp 13 Minuten geführt. Bei insgesamt 3.301 nach einem Zufallsalgorithmus kontaktierten Personen entspricht dies einer Ausschöpfungsquote der Stichprobe von rund 36%.³⁵ Vor dem Hintergrund, dass Entscheidungen über die Geldanlage i.d.R. für den gesamten Haushalt getroffen werden, wurden nur solche Personen befragt, die angaben, im Haushalt für Entscheidungen über die Geldanlage allein- oder mitverantwortlich zu sein.³⁶

Um eine Angleichung der Stichprobe an die Grundgesamtheit vorzunehmen und methodenbedingte Abweichungen zu korrigieren, wurde eine ex-post-Gewichtung der Stichprobe vorgenommen, wobei die Haushaltsgröße und die Anlage in Fonds als Gewichtungsvariablen dienten. Die Anpassung war notwendig, da Single-Haushalte und solche Haushalte, die kein Geld anlegen, gegenüber der Grundgesamtheit unterrepräsentiert waren.³⁷ Die Gewichtung erfolgte anhand von Informationen des Statistischen Bundesamtes und des Deutschen Aktien Instituts.³⁸ *Tab. 1* gibt Informationen über die (gewichtete) Zusammensetzung der Stichprobe.

³⁵ Da die gesetzte Stichprobengröße zu diesem Zeitpunkt erreicht war, wurden die übrigen Personen nicht kontaktiert.

³⁶ Im Fragebogen hieß es dazu wörtlich: „Unsere Umfrage [...] wendet sich an Personen, die im Haushalt an Entscheidungen über die Geldanlage beteiligt sind. Trifft das für Sie zu?“.

³⁷ Die Unterrepräsentierung von Ein-Personen-Haushalten findet sich in nahezu jeder Bevölkerungsumfrage, da solche Haushalte mobiler und statistisch schwieriger zu erreichen sind. Die Überrepräsentierung von Geldanlegern resultiert aus dem Thema der Umfrage und der Feststellung, dass Personen, die über Geld verfügen, das sie anlegen können, eine größere Bereitschaft zur Teilnahme aufweisen als Personen, die keine Möglichkeit zur Geldanlage haben. Obwohl *alle* Personen gebeten wurden, das Interview fortzusetzen, war die Anzahl der Abbrecher unter den Personen, die kein Geld anlegen können, größer.

³⁸ Hinsichtlich der privaten Anleger wurde auf eine Umfrage von Infratest Burke im Auftrag des Deutschen Aktien Instituts (DAI) Bezug genommen, der zufolge im 2. Halbjahr 2000 8,774 Mio. Deutsche Geld in Aktienfonds angelegt hatten. Da keine haushaltsbezogenen Zahlen verfügbar waren, wurde eine entsprechende Umrechnung unter Hinzuziehung von Experten des DAI vorgenommen.

Tab. 1: Zusammensetzung der Stichprobe (gewichtet)

Alter ($\bar{x} = 45,61$; $\sigma = 15,72$)	15-19	2,3%
	20-29	14,1%
	30-39	25,5%
	40-49	17,4%
	50-59	17,7%
	60-69	14,8%
	> 69	8,2%
Geschlecht	Weiblich	42,0%
	Männlich	58,0%
Bildung	Kein Schulabschluss	1,0%
	Volksschule/Hauptschule	33,2%
	Realschule	29,8%
	Abitur	17,6%
	Studium	18,4%
Beruf	Schüler/in	1,1%
	Student/in	5,0%
	Angestellte/r	18,7%
	Leitende/r Angestellte/r	5,8%
	Arbeiter/in	10,8%
	Selbstständig	9,2%
	Arbeitslos	2,7%
	Hausfrau/-mann	6,6%
	Beamter	5,6%
	Rentner	21,1%
	Sonstiges	13,5%
Fondsbesitz	Ja	14,9%
	Nein	85,1%
Haushaltsgröße	1 Person	36,8%
	2 Personen	32,8%
	3 Personen	14,5%
	4 Personen	11,3%
	Mehr als 4 Personen	3,6%

3.2 Bekanntheit und Nutzung von sozial-ökologischen Geldanlagen

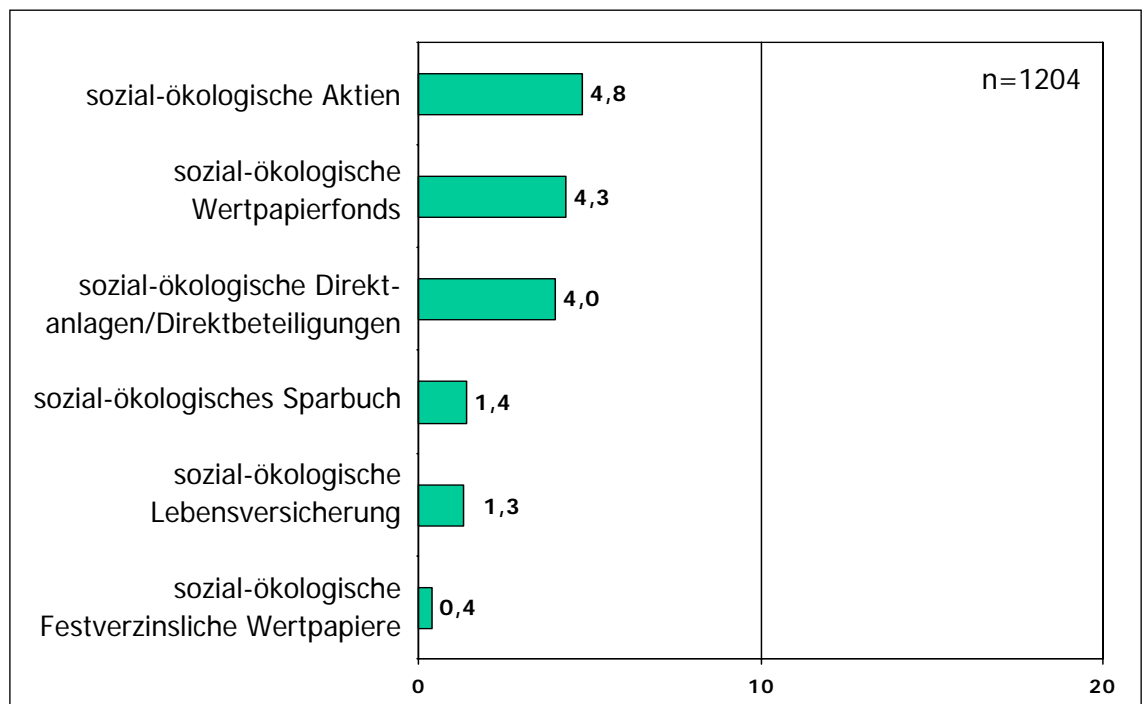
Im Hinblick auf die Beurteilung der Marktchancen von sozial-ökologischen Geldanlagen ist es zunächst von Interesse, die gegenwärtige Bekanntheit und tatsächliche Nutzung von solchen Wertpapieren in der Bevölkerung zu erfahren. Hier wie im weiteren Verlauf liegt der Schwerpunkt der Betrachtung auf *sozial-ökologischen Wertpapierfonds*, denen zum einen in der wissenschaftlichen Diskussion ein besonderer Stellenwert zukommt und zum anderen davon ausgegangen wird, dass es sich bei Fonds zukünftig um eine der wichtigsten Formen sozial-ökologischer Geldanlagen handelt.³⁹

Betrachtet man die Bekanntheit von sozial-ökologischen Geldanlagen, so gaben im Rahmen der repräsentativen Befragung 34% der Befragten an, schon einmal von sozial-

³⁹ Vgl. z.B. Armbruster, C.: Entwicklung ökologieorientierter Fonds – Eine Untersuchung im deutschsprachigen Raum und in Großbritannien. Lohmar: Eul 2000, und Mächtel, T. W.: Erfolgsfaktoren ökologisch ausgerichteter Anlagefonds im deutschsprachigen Raum, Dissertation. Universität St. Gallen 1996.

ökologischen Anlageformen im Allgemeinen gehört zu haben.⁴⁰ Im weiteren Verlauf wurde ungestützt nach der Kenntnis einzelner sozial-ökologischer Anlageformen gefragt.⁴¹ Die in *Abb. 2* wiedergegebenen Ergebnisse zeigen, dass die ungestützte Kenntnis von konkreten Anlageformen erheblich von der grundsätzlichen Bekanntheit sozial-ökologischer Geldanlagen abweicht.

Abb. 2: Ungestützte Kenntnis sozial-ökologischer Geldanlagen



Insgesamt konnten 13,3% der Befragten auf ungestütztem Wege mindestens eine konkrete Form von sozial-ökologischen Geldanlagen nennen. Im Hinblick auf sozial-ökologische Wertpapierfonds, die im Zentrum der weiteren Ausführungen stehen, wurde für diese Form der Geldanlage die ungestützte Befragung um eine gestützte Frage ergänzt, demzufolge 16,5% der Befragten solche Fonds kennen.⁴² Die Ergebnisse verdeutlichen, dass für alle Formen sozial-ökologischer Geldanlagen ein beträchtliches Kommunikationsdefizit besteht, das überwunden werden muss, soll eine Erweiterung des Anteils solcher Anlageformen auf dem Markt für Geldanlagen erreicht werden.

⁴⁰ Die Frage lautete wörtlich: „Haben Sie schon mal von Geldanlagen gehört, die solchen Unternehmen oder Projekten zufließen, die besondere ökologische oder soziale Leistungen erbringen?“

⁴¹ Die Frage lautete wörtlich: „Welche Arten einer solchen sozial-ökologischen Geldanlage kennen Sie konkret?“ [(sozial-ökologisches) Sparbuch; (sozial-ökologische) Festverzinsliche Wertpapiere (Anleihen / Schatzbriefe); (sozial-ökologische) Lebensversicherung; (sozial-ökologische) Wertpapier-Fonds; (sozial-ökologische) Aktien; (sozial-ökologische) Direktanlagen)].

⁴² Die Frage lautete wörtlich: „Haben Sie schon mal von so genannten sozial-ökologischen Wertpapier-Fonds gehört? Damit meinen wir solche Fonds, die Anteile von Unternehmen beinhalten, die sich durch ein besonders ökologisches oder soziales Verhalten auszeichnen.“

Neben der Kenntnis von Anlagen wurde weiter abgefragt, inwieweit bereits von Seiten eines Anlageberaters oder einer Bank sozial-ökologische Wertpapierfonds angeboten worden waren, wobei lediglich 3,1% der Befragten diese Frage bejahen konnten.⁴³ Das Ergebnis verweist auf die geringe Bedeutung, die sozial-ökologischen Geldanlagen bisher für das Handeln von Intermediären zukommt und bietet einen Ansatzpunkt für mögliche Markterweiterungsaktivitäten. Entsprechend ist auch der Anteil der Haushalte in der Stichprobe, die bereits selbst Geld in sozial-ökologischen Fonds angelegt haben, mit 0,68% äußerst gering.⁴⁴

3.3 Wichtigkeit von Anlagewahlkriterien und Segmentbildung

Im Hinblick auf die Einschätzung der zukünftigen Marktchancen von sozial-ökologischen Geldanlagen ist es von zentraler Bedeutung, die Relevanz des altruistisch motivierten Merkmals *sozial-ökologisches Engagement* bei der Anlageentscheidung zu erfassen und in Relation zu den beiden traditionellen Anlagewahlkriterien Rendite und Risiko zu setzen. Da die direkte Abfrage von Merkmalswichtigkeiten stets mit einer Tendenz zur Anspruchsinflation auf Seiten der Befragten verbunden ist, wurde auf das Instrument der *Conjoint-Analyse* zurückgegriffen, das ein etabliertes Verfahren zur ganzheitlichen Bewertung von Produktkonzepten darstellt, das die Relevanz von Produktmerkmalen auf dekompositionellem Wege bestimmt.⁴⁵ Im Kontext der vorliegenden Untersuchung besteht ein weiterer Vorteil der Conjoint-Analyse darin, dass die ermittelte Präferenzstruktur der befragten Anleger als Input für eine Berechnung hypothetischer Marktanteile durch sog. Choice-Simulationen genutzt werden kann. Um den Abstraktheitsgrad der Befragung zu reduzieren, wurde die conjoint-analytische Befragung auf Wertpapierfonds als wichtige Form der Geldanlage konzentriert.

Der eigentlichen Conjoint-Analyse wurde die Frage vorangestellt, ob für die befragte Person eine Geldanlage in Wertpapierfonds vorstellbar ist.⁴⁶ Auf diese Weise wurde sichergestellt, dass die Ergebnisse gängigen Validitätskriterien genügen, da sich der Befragte bereits mit der Anlageform Fonds befasst hat. Zudem ermöglichte das Vorgehen, das Marktpotenzial für Wertpapierfonds zu ermitteln und die Antworten von

⁴³ Die Frage lautete wörtlich: „Sind Ihnen schon mal derartige sozial-ökologische Anlageformen angeboten worden?“

⁴⁴ Die entsprechende Frage lautete wörtlich: „Haben Sie selbst schon Geld in soziale und/oder ökologische Fonds angelegt?“

⁴⁵ Vgl. z.B. Backhaus, K./Erichson, B./Plinke, W./Weiber, R.: *Multivariate Analysemethoden: Eine anwendungsorientierte Einführung*, 7. Aufl., Berlin 2000: Springer, S. 498ff.

⁴⁶ Die Frage lautete wörtlich: „Können Sie sich grundsätzlich vorstellen, in den kommenden fünf Jahren Geld in Wertpapier-Fonds anzulegen?“

solchen Personen auszuschließen, die als potenzielle Geldanleger nicht in Frage kommen. Insgesamt 564 Personen (gewichtet: 440, d.h. 40,4% der gewichteten Stichprobe) gaben an, dass eine Möglichkeit der Geldanlage bei ihnen gegeben ist; mit diesen Personen wurden individuelle Conjoint-Analysen durchgeführt. Eine Überprüfung der Reliabilität der Ergebnisse führte zum Ausschluss von 90 (gewichtet: 30) Datensätzen, sodass insgesamt die Angaben von 474 Personen (gewichtet: 410) in der Stichprobe verblieben.⁴⁷ Die Durchführung der Analyse am Telefon erforderte ein einfaches Design, dem mit einer Beschränkung auf drei Ausprägungen für jede der drei Anlagewahlkriterien Rendite (3% p.a., 9% p.a., 15% p.a.), Risiko (gering, mittel, hoch) und sozial-ökologisches Engagement (gering, mittel, hoch) Rechnung getragen wurden.⁴⁸ Aus den möglichen $3^3 = 27$ Anlagealternativen wurde ein reduziertes Design von neun alternativen hypothetischen Fonds erzeugt, die den Befragten verbal vorgestellt wurden.⁴⁹ Die Schätzung der Teilnutzenwerte konnte auf Grund der metrischen Skalierung der Antworten unproblematisch mittels metrischer Regressionsanalyse erfolgen.⁵⁰

Das Ergebnis einer gemeinsamen Conjoint-Analyse, bei der die Auskünfte aller Befragten gleichzeitig für die Schätzung der Teilnutzenwerte herangezogen werden,⁵¹ zeigt, dass der Verzinsung von Fonds über alle Befragten mit 42,33% die größte relative Wichtigkeit zukommt. Das Merkmal Risiko weist (über alle Befragten) eine relative Wichtigkeit von 32,11% auf. Dem sozial-ökologischen Engagement der Unternehmen, deren Anteile in dem Fond enthalten sind, wird die geringste Bedeutung zugesprochen, wobei der Wert mit 25,56% noch vergleichsweise hoch ausfällt. Da jedoch davon ausgegangen werden kann, dass Anleger über stark unterschiedliche Präferenzstrukturen

⁴⁷ Konkret erfolgte die Beurteilung der Reliabilität der Antworten anhand der *Pearson-Korrelation* zwischen den metrischen Gesamtnutzenwerten und den empirischen Rängen der Stimuli und anhand von *Kendall's Tau* als Rangkorrelation der berechneten und empirischen Ränge. Ausgeschlossen wurden alle Fälle, bei denen einer der beiden Werte $< 0,7$ betrug.

⁴⁸ Die freie Kombinierbarkeit der drei Kriterien (d.h. Unabhängigkeit) wurde den Befragten vor der Durchführung der Conjoint-Analyse explizit mitgeteilt. Die Werte sind das Ergebnis einer intensiven Diskussion der Autoren und stellen eine Abwägung zwischen methodischen Anforderungen (gleiche Abstände zur Vermeidung von skalenbedingten Ergebnisverzerrungen, einfache Kommunizierbarkeit) und einer möglichst großen Realitätsnähe dar.

⁴⁹ Für die erste Anlagealternative lautete der Fragetext z.B.: „Bitte bewerten Sie jede Alternative, die ich Ihnen nun nenne, für sich, nicht in Abhängigkeit von den anderen Alternativen. Bitte sagen Sie mir nun, wie wahrscheinlich es ist, dass Sie in den nächsten 5 Jahren Geld in einen Fond anlegen, der folgende Eigenschaften aufweist: langfristige Verzinsung von 15%; geringes Risiko; kein sozial-ökologisches Engagement“. Entsprechendes galt für alle übrigen Alternativanlagen.

⁵⁰ Die Auswahl der 9 hypothetischen Fonds sowie die Berechnung der Teilnutzenwerte erfolgte mit der Option Categories des Programms SPSS, Version 9.

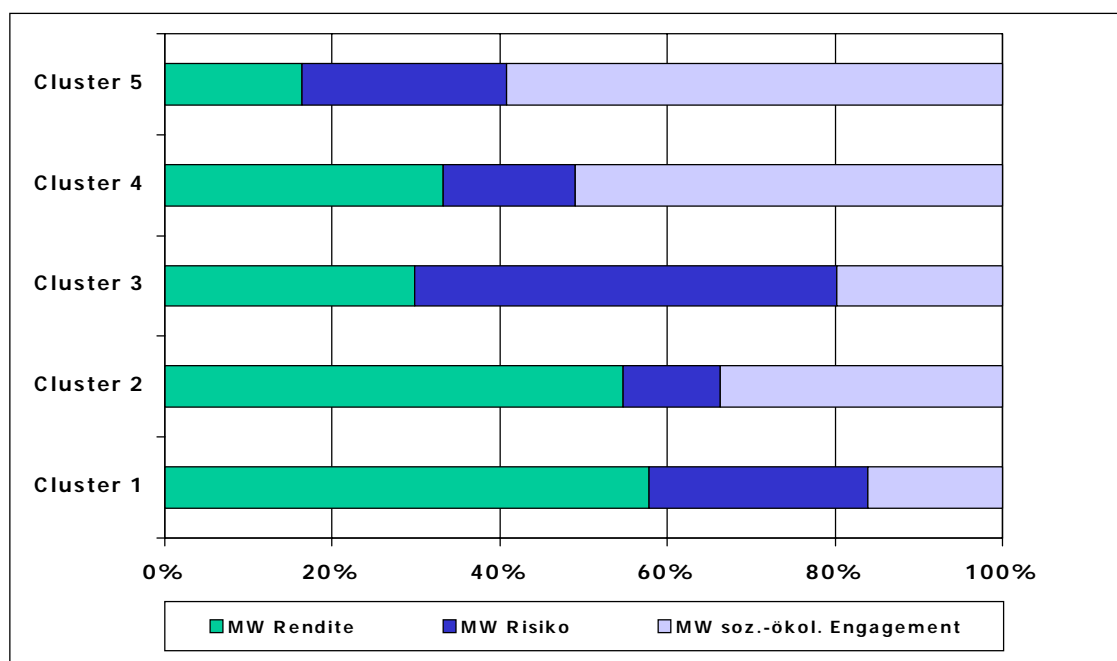
⁵¹ Vgl. Backhaus, K./Erichson, B./Plinke, W./Weiber, R.: *Multivariate Analysemethoden: Eine anwendungsorientierte Einführung*, 7. Aufl.. Berlin 2000: Springer, S. 608.

verfügen, ist eine Analyse auf Basis der *individuellen Merkmalswichtigkeiten* von größerer Aussagekraft. Entsprechend wurden die normierten Spannweiten der drei Merkmale als Inputvariablen für eine hierarchische Clusteranalyse gewählt, wobei die Pearson-Korrelation als Ähnlichkeitsmaß und das Average Linkage-Verfahren als Clusteralgorithmus fungierten. Vor dem Hintergrund des Anstiegs der richtigen Zuordnung von Fällen zu Clustern („Trefferquote“) bei multiplen Diskriminanzanalysen für verschiedene Clusterlösungen und inhaltlichen Plausibilitätsüberlegungen wurde eine *Fünf-Cluster-Lösung* gewählt.⁵²

Die fünf identifizierten Anlegersegmente unterscheiden sich wie erwartet deutlich hinsichtlich ihrer jeweiligen Anlagepräferenzen, was in den relativen Wichtigkeiten der Anlagewahlkriterien Rendite, Risiko und sozial-ökologisches Engagement zum Ausdruck kommt (vgl. *Abb. 4*). Während bei dem ersten und deutlich größten Segment vor allem die Rendite ausschlaggebend für die Anlageentscheidung ist und sozial-ökologischen Kriterien nur eine untergeordnete Bedeutung zukommt („Renditefokussierte“), existiert mit Segment 5 eine Gruppe von aktuellen und potenziellen Anlegern, die sozial-ökologischen Verhaltensweisen von Unternehmen eine große Bedeutung für die Geldanlage zuweisen. Renditeaspekte besitzen für dieses Segment nur eine vergleichsweise geringe Bedeutung („Überzeugungstäter“). Segment 4 weist ebenfalls großes Interesse an sozial-ökologischem Engagement von Unternehmen bei der Geldanlage auf, wobei dieses Segment zugleich Wert auf eine marktgerechte Verzinsung der angelegten Gelder legt („ertragsinteressierte Moralisten“). Auch im Fall von Segment 2 sind sowohl die Rendite einer Geldanlage als auch das sozial-ökologische Engagement der darin vertretenen Unternehmen von Bedeutung; allerdings besteht im Gegensatz zu Segment 4 das überwiegende Interesse der Anleger an der Verzinsung der Geldanlage („verantwortungsvolle Ökonomen“). Segment 3 schließlich entspricht, ähnlich wie das erste Segment, traditionellen Klassifikationen; sozial-ökologische Kriterien spielen eine nachrangige Rolle. Bei diesem Segment besteht eine starke Präferenz für Geldanlagen mit einem geringen Risiko bei angemessener Verzinsung; es handelt es sich um sicherheitsorientierte Anleger („Risikoaverse“).

⁵² Eine solche Berechnung ist notwendig, da die Bestimmung der Anzahl an Clustern bzw. Anlegersegmenten bei der Clusteranalyse jeweils durch den Marktforscher erfolgen muss. Da das üblicherweise verwendete Kriterium des Anstiegs der Fehlerquadratsumme auf Grund der Nichtverwendung des Ward-Algorithmus nicht anwendbar war, wurde alternativ auf die multiple Diskriminanzanalyse zurückgegriffen.

Abb. 4: Relative Wichtigkeiten für fünf Anlagersegmente



Im Hinblick auf eine Entwicklung segmentspezifischer Kommunikationskonzepte für sozial-ökologische Geldanlagen ist es von besonderer Bedeutung, die einzelnen Segmente anhand von Variablen beschreiben zu können, die eine Ansprache und Steuerung dieser Segmente ermöglichen und zugleich einen Bezug zum Anlageverhalten aufweisen. Hier bieten sich soziodemographische, psychographische und verhaltensbezogene Merkmale an.⁵³ Tab. 2 beschreibt die fünf Anlegersegmente anhand der demographischen Merkmale Geschlecht, Alter, Bildung und Beruf, ausgewählten Aspekten des Lebensstils und dem Geldanlageverhalten und bietet so zahlreiche Ansatzpunkte für eine segmentspezifische Kommunikation.⁵⁴

3.4 Anlageintentionen und Marktsimulation

Die Ermittlung der Anlegerpräferenzen mittels der Conjoint-Analyse ermöglicht neben der Bildung von Anlegersegmenten auch eine Approximation der zukünftig

⁵³ Vgl. z.B. Freter, H.: Marktsegmentierung. Stuttgart: Kohlhammer 1983.

⁵⁴ Die Lebensstilbereiche Konservativismus und Genussorientierung wurden mit jeweils drei Items und die Bereiche Umweltorientierung und Sozialorientierung mit jeweils zwei Items abgefragt. Die 10 Items wurden in Statementform vorgetragen und mussten von den Befragten auf einer 4-stufigen Zustimmungsskala bewertet werden. Die Statements lauteten im Einzelnen: „Wenn man sich anstrengt, bringt man es auch zu etwas“; „Eine Frau sollte zu allererst für ihre Familie da sein“; „Volksmusik höre ich gerne“ (Konservativismus); „Mein Leben will ich genießen“; „In meinem Leben will ich etwas erleben“; „Ich tue mir selbst gerne etwas Gutes“ (Genussorientierung); „Das Umweltproblem wird in seiner Bedeutung von vielen Umweltschützern stark übertrieben“; „Zeitungsberichte oder Fernsehsendungen über Umweltprobleme lassen mich relativ kalt“ (Umweltorientierung) sowie „Soziale Ungerechtigkeit macht mich wütend“; „Die Sorgen anderer Menschen liegen mir am Herzen“ (Sozialorientierung).

vorstellbaren Marktverhältnisse durch *Marktanteilssimulationen* (sog. Choice-Simulatoren). Dabei werden verschiedene hypothetische Produkte (hier: Anlagealternativen) definiert, deren jeweilige „Marktanteile“ unter Zugrundelegung spezieller Wahlkriterien auf Grundlage der individuellen Merkmalswichtigkeiten berechnet werden.⁵⁵ Da es sich bei unterschiedlichen Geldanlagen nicht notwendigerweise um substitutive Produkte handelt, sondern eine Streuung der Geldmenge über verschiedene Anlagen eine verbreitete Anlegerstrategie darstellt, bietet sich der Einsatz probabilistischer Choice-Simulatoren an, bei denen die Kaufwahrscheinlichkeit eines Produktes eine Funktion des Gesamtnutzens dieses Produktes im Verhältnis zur Summe der Gesamtnutzen aller am Markt vorhandenen Produkte darstellt.⁵⁶ Im Folgenden wird das Logit-Modell, das den Gesamtnutzen als Exponent der Euler'schen Zahl interpretiert, herangezogen. Mit dem Ziel einer realistischen Abbildung des Marktangebotes unterscheiden wir vier Typen von Wertpapierfonds, die sich wie folgt charakterisieren lassen:

- *Anlagentyp 1* erzielt eine jährliche Rendite von 9% und weist ein geringes Risiko auf; die vertretenen Unternehmen sind durch ein mittleres Maß an sozial-ökologischem Engagement gekennzeichnet. Es handelt sich insofern um eine sichere Standardanlage mit begrenzten Zuwachschancen.
- *Anlagentyp 2* hingegen bietet größere Ertragschancen bei größerem Risiko; sozial-ökologische Interessen werden von den Unternehmen nicht beachtet. Konkret erzielt die Anlage eine Rendite von 15% p.a., besitzt ein mittleres Risiko und ist durch kein sozial-ökologisches Engagement gekennzeichnet.

⁵⁵ Vgl. Green, P.E./Krieger, A.M.: Choice Rules and Sensitivity Analysis in Conjoint Simulators. In: Journal of the Academy of Marketing Science, Vol. 16 (1988) S. 114-127.

⁵⁶ Vgl. Tscheulin, D. K.: Optimale Produktgestaltung: Erfolgsprognose mit Analytic Hierarchy Process und Conjoint-Analyse. Wiesbaden: Gabler 1992, S. 65.

- *Anlagentyp 3* verfügt über eine geringe Rendite (3% p.a.), ein geringes Risiko und enthält Anteile von Unternehmen, die ein hohes sozial-ökologisches Engagement aufweisen. Die Anlage entspricht somit einer Anlageform, die auch als *ökologisch-ethischer Fond* bezeichnet wird.⁵⁷ Solche Fonds berücksichtigen Anteile von Unternehmen, die sich durch die besondere Berücksichtigung von Umweltaspekten im Rahmen von Wertschöpfungsprozessen hervortun und/oder über eine ausgeprägte soziale Haltung verfügen.
- Bei *Anlagentyp 4* schließlich handelt es sich um eine andere Form sozial-ökologischer Fonds, bei denen das hohe sozial-ökologische Engagement von einer hohen Verzinsung (15% p.a.) und einem hohes Risiko begleitet wird. Dieser Anlagentyp entspricht weitgehend in der Anlagepraxis als *Umwelttechnik-Fonds* bezeichneten Fonds, die Anteile von Unternehmen aufnehmen, deren Tätigkeitsfeld im Bereich Umwelttechnik liegt (z.B. Windkraft, Solarenergie).⁵⁸

Die Marktsimulation auf Basis der individuellen Nutzenwerte ermittelt für die „konventionellen“, d.h. durch kein beziehungsweise ein begrenztes sozial-ökologisches Engagement gekennzeichneten Anlagen Marktanteile von 32,63% (Anlagentyp 1) und 28,61% (Anlagentyp 2). Auf die alternativen Anlagen, die jeweils durch ein hohes Maß an sozial-ökologischem Engagement gekennzeichnet sind, entfallen 11,94% (Anlagentyp 3 bzw. ökologisch-ethische Fonds) und 26,82% (Anlagentyp 4 bzw. Umwelttechnik-Fonds). Betrachtet man nur solche Personen, denen sozial-ökologische Wertpapierfonds bereits vor der Untersuchung bekannt waren, verändern sich die Marktanteile nur vergleichsweise wenig. Der Anteil der „konventionellen“ Anlagentypen sinkt insgesamt von 61,24% auf 51,02%, wobei der Rückgang vor allem den Anlagentyp 1 betrifft (24,47%; Anlagentyp 2: 26,55%). Die hypothetischen Marktanteile der sozial-ökologischen Angebote nehmen hingegen etwas zu (Typ 3: 15,72%; Typ 4: 33,26%).

Betrachtet man die Anlageintentionen einzelner *Anlegersegmente*, so wird deutlich, in welchen Segmenten die Hauptzielgruppen für die verschiedenen Anlagentypen zu sehen sind (vgl. *Tab. 4*). Für die beiden sozial-ökologischen Geldanlagen zeigt die segmentspezifische Simulation, dass für den Anlagentyp ökologisch-ethischer Fonds insbesondere das fünfte Segment („Überzeugungstäter“) als Anleger in Frage kommen;

⁵⁷ Vgl. Schäfer, H.; Gülle, A.: Ethische Finanzdienstleistungen. Struktur des Angebots an ethischen Finanzdienstleistungen im deutschsprachigen Raum, Bericht aus dem Forschungsprojekt Ethische Finanzdienstleistungen, Universität Siegen. Siegen 2000, S. 29.

⁵⁸ Vgl. Schäfer, H.; Gülle, A.: Ethische Finanzdienstleistungen. Struktur des Angebots an ethischen Finanzdienstleistungen im deutschsprachigen Raum, Bericht aus dem Forschungsprojekt Ethische Finanzdienstleistungen, Universität Siegen. Siegen 2000, S. 29.

unter diesen Kunden entfallen knapp 56% der Nachfrage auf den entsprechenden Anlagentyp. Die höher verzinsten und zugleich risikoreicheren Umwelttechnik-Fonds werden hingegen nicht nur von einem einzigen Segment nachgefragt, sondern finden mit Ausnahme des risikoaversen Segmentes 3 ein breites Interesse. Insbesondere die Segmente 2 und 4, die jeweils sowohl für Rendite als auch das sozial-ökologischen Unternehmensengagement hohe Präferenzen aufweisen, sehen in Umwelttechnikfonds unter den geschilderten Rahmenbedingungen eine geeignete Form der Geldanlage.

Tab. 4: Segmentspezifische Marktanteile

	Anlagentyp 1	Anlagentyp 2	Anlagentyp 3	Anlagentyp 4
Segment 1 (Renditefokussierte) (n=175)	27,68%	52,87%	0,00%	19,45%
Segment 2 (verantwortungsvolle Ökonomen) (n=44)	11,53%	1,39%	0,00%	87,08%
Segment 3 (Risikoaverse) (n=126)	58,30%	25,33%	16,37%	0,01%
Segment 4 (ertragsinteressierte Moralisten) (n=39)	14,41%	2,57%	0,41%	82,60%
Segment 5 (Überzeugungstäter) (n=57)	19,85%	0,25%	55,90%	24,00%

Bei der Interpretation dieser Ergebnisse sind stets die Prämissen zu beachten, die der Marktanteilssimulation zu Grunde liegen. So wird insbesondere davon ausgegangen, dass die Anleger zum Zeitpunkt der Geldanlage über vollständige Informationen zu sämtlichen Anlagealternativen verfügen und diese Informationen objektiv sind, d.h. keinerlei inhaltliche Verzerrungen aufweisen. Auch implizieren die verwendeten Modellrechnungen die Neutralität des Anlageberaters und die Ausschließlichkeit der betrachteten Kriterien für die Anlageentscheidung.

4 Konsequenzen und Fazit

Sozial-ökologische Geldanlagen stellen einen vergleichsweise jungen Ansatz zur Nachhaltigen Entwicklung dar, der in Deutschland bisher nur einen geringen (Kapital-) Marktanteil aufweist. Die hier geschilderten Ergebnisse einer bundesweit repräsentativen Befragung zeigen, dass ein anlegerseitiges Interesse an sozial-ökologischen Geldanlagen vorhanden ist, jedoch bisher kaum Kenntnisse auf Seiten der potenziellen Anleger vorhanden sind. Offen bleibt, in wieweit es sich bei sozial-ökologischen Geldanlagen in der Zukunft um ein Nischenprodukt handeln wird beziehungsweise diese sich als Teil des Massenmarktes für Geldprodukte etablieren können. Ausschlaggebend ist dafür zum einen die Frage, welche Rendite mit entsprechenden Anlagen bei welchem Risiko langfristig erzielt werden kann. Zum anderen kommt der Kommunikation und Distribution sozial-ökologischer Geldanlagen

eine grundlegende Bedeutung für deren zukünftige Marktdurchdringung zu, wobei die hier geschilderten Ergebnisse zahlreiche Ansatzpunkte für eine Erweiterung des Marktes für sozial-ökologische Geldanlagen liefern.

Deutlich wird zunächst, dass die bloße Kenntnis von sozial-ökologischen Geldanlagen einen wesentlichen Engpass darstellt; nur rund 13% der Befragten waren in der Lage, eine konkrete Form solcher Geldanlagen zu nennen. Weiterhin zeigen die Ergebnisse, dass auch die mangelnde Kommunikation sozial-ökologischer Anlagemöglichkeiten von Seiten der Anlageberater und Banken die stärkere Verbreitung dieser Geldanlagen behindert – erst 3% der Befragten haben eine solche Geldanlage bereits aktiv angeboten bekommen. Dieses Ergebnis ist bedeutsam für die Kommunikationspolitik entsprechender Fonds angesichts der großen Bedeutung der Anlageberatung für Anlagewahlentscheidungen. Mit der Identifikation von fünf distinkten Anlegersegmenten, die den Anlagewahlkriterien Rendite, Risiko und sozial-ökologischem Engagement ein unterschiedliches Gewicht in Bezug auf die Anlageentscheidung beimessen, ermöglichen die vorgestellten Zielgruppen eine differenzierte Vorgehensweise im Rahmen kommunikativer und distributiver Aktivitäten.

Schwierigkeiten resultieren u.a. aus der Frage, in wieweit die sozial-ökologische Dimension solcher Geldanlagen quantifiziert und die Befriedigung des altruistischen Grundbedürfnisses durch sozial-ökologische Geldanlagen bei potenziellen Anlegern Gewähr leisten werden kann; insbesondere im Hinblick auf den letztgenannten Aspekt sind die ausgeprägten Zweifel an der Wirksamkeit solcher Anlagen von Bedeutung. Die Marktpraxis in anderen Staaten zeigt deutlich, dass unter der Bezeichnung „sozial-ökologische Geldanlage“ in der Anlagepraxis Produkte geführt werden, deren Beitrag zur Nachhaltigen Entwicklung als höchst unterschiedlich einzustufen ist. Abzuwarten bleibt, inwieweit sich Standards und Bewertungskriterien etablieren können, welche die Transparenz bezüglich der tatsächlichen „Nachhaltigkeit“ solcher Geldanlagen fördern und Gewähr leisten. Eine wichtige Möglichkeit stellen *Label* von glaubwürdigen und neutralen Institutionen dar, die sich im Bereich des Nachhaltigen Konsums etabliert haben (z.B. Blauer Engel). Werden in den genannten Bereichen Lösungen gefunden, legen die geschilderten Ergebnisse nahe, dass sozial-ökologischen Geldanlagen ein erhebliches Wachstum bevorsteht.