

Stephan Eckert

# Wirkungsorientiertes Investieren in Deutschland – Anlagebereitschaft, Erfordernisse und Potenzial hochvermögender deutscher Investoren

Eine Analyse der Bedürfnisstrukturen  
hochvermögender Anleger im  
Kontext der Behavioral Finance



---

# Nachhaltigkeit und Finanzen

**Reihe herausgegeben von**

H. Schäfer, Stuttgart, Deutschland

Nachhaltigkeit findet eine immer stärkere Berücksichtigung in betriebswirtschaftlichen Forschungsgebieten zu Investition und Finanzierung sowie in der Praxis. Die vorliegende Schriftenreihe eröffnet Zugänge zur wissenschaftlichen Behandlung ausgewählter Fragestellungen an der Schnittstelle zwischen ökologischen, sozialen und Governance-Themen in Verbindung mit Investitions- und Finanzierungstheorien. Mit den in dieser Schriftenreihe veröffentlichten Werken wird sowohl für die Praxis anwendungsorientierte Forschung bereitgestellt, als auch die wissenschaftliche Theorie und Empirie weiterentwickelt.

Sustainability is more and more considered in practise and the research on finance and investment. The scientific series at hand gives access to scientific treatments of selected subjects at the interface of environmental, social and governance, i.e. sustainability issues with finance and investment. The overall aim of this series is on the one hand to advance applied research for practitioners and on the other hand to contribute to the development of theoretical and empirical research.

Weitere Bände in der Reihe <http://www.springer.com/series/15880>

---

Stephan Eckert

# Wirkungsorientiertes Investieren in Deutschland – Anlagebereitschaft, Erfordernisse und Potenzial hochvermögender deutscher Investoren

Eine Analyse der Bedürfnisstrukturen  
hochvermögender Anleger im  
Kontext der Behavioral Finance

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Henry Schäfer

 Springer Gabler

Stephan Eckert  
Stuttgart, Deutschland

Dissertation, Universität Stuttgart, 2017

Diese Arbeit wurde gefördert durch die Bertelsmann Stiftung

ISSN 2523-8000

ISSN 2523-8019 (electronic)

Nachhaltigkeit und Finanzen

ISBN 978-3-658-21640-5

ISBN 978-3-658-21641-2 (eBook)

<https://doi.org/10.1007/978-3-658-21641-2>

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler

© Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH, ein Teil von Springer Nature 2018

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen. Der Verlag bleibt im Hinblick auf geografische Zuordnungen und Gebietsbezeichnungen in veröffentlichten Karten und Institutionsadressen neutral.

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Gabler ist ein Imprint der eingetragenen Gesellschaft Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH und ist ein Teil von Springer Nature

Die Anschrift der Gesellschaft ist: Abraham-Lincoln-Str. 46, 65189 Wiesbaden, Germany

Diese Arbeit ist in Dankbarkeit meiner Familie  
sowie meiner Freundin Katharina gewidmet.

## Geleitwort

Spätestens seit dem Bericht zu Social Impact Investing an die internationale G8-Gruppe im Jahr 2014 wurde dem wirkungsorientierten Investieren eine politische Aufmerksamkeit auf höchster politischer Stelle zuteil. Mit dem Bericht der Social Impact Investment Task Force, der vom damaligen G8-Sprecher, dem britischen Ministerpräsidenten David Cameron, initiiert wurde, konnte ein Grundstein gelegt werden für eine wachsende Beschäftigung von Anlegern, Finanzintermediären, Politikern und Wissenschaftlern mit dem Konzept des wirkungsorientierten Investierens (im Folgenden mit „WI“ abgekürzt). Während in der Praxis vor allem bei vermögenden Privatpersonen, Stiftungen und Spezialfinanzierungsgesellschaften die Kapitalanlage zur ausdrücklichen Erzielung gesellschaftlicher positiver Effekte seit einigen Jahren immer mehr Bekanntheit erlangt und u.a. zu Finanzinnovationen geführt hat, spielt das Thema in der Wissenschaft noch weitgehend ein Nischendasein. Dabei sollte WI gerade für die kapitalmarktbezogene betriebswirtschaftliche Forschung eine besondere Herausforderung sein, da zahlreiche eherne Grundfesten der Kapitalmarkttheorie durch WI-Konzepte in ein neues Licht gerückt, teilweise sogar in Frage gestellt werden. Das Spektrum der Herausforderungen von WI für die Kapitalmarkttheorie erstreckt sich nämlich beinahe über alle zentralen Modell- und Verhaltensannahmen. Vor allem scheinen WI-Anleger potenziell eher Verhaltensanomalien zu unterliegen und bei ihren Entscheidungen überdurchschnittlich stark Heuristiken anzuwenden. Es gibt bislang kaum ein Gebiet der Kapitalanlage, das die konventionelle Kapitalmarkttheorie vor derart umfangreiche Herausforderungen stellt wie es durch WI der Fall ist.

Trotz dieses fundamentalen Bezugsrahmens ist es nicht die Absicht der vorliegenden Arbeit, die ganze Bandbreite der durch WI-Konzepte aufgeworfenen kritischen Hinterfragungen der herkömmlichen kapitalmarkttheoretischen Bewertungs- und Entscheidungsmodelle zu untersuchen. Es wird auf Anleger und deren Anlageentscheidungsprozesse fokussiert. Dazu wird auf verhaltenswissenschaftliche Modelle der Kapitalmarkttheorie rekurriert und aus einem empirischen Kontext heraus der Aufdeckung von Verhaltensanomalien und Entscheidungsheuristiken nachgegangen. Über einen Beitrag zur wissenschaftlichen kapitalmarktbezogenen Forschung hinaus, ist es das Ziel der Arbeit, für die Praxis der WI-Anlage, der -Anlageberatung und dem Entscheidungsverhalten von Anlegern empirisch gestützte Handreichungen zu geben.

Die vorliegende Arbeit konzentriert sich auf Deutschland, das im Bereich von WI hinter anderen industrialisierten und immer mehr auch Schwellenländern hinterher hinkt, sich aber auch durch institutionelle Besonderheiten etwa im Bereich des Sozialsystems und der Anlagepräferenzen gegenüber dem Ausland zum Teil deutlich unterscheidet. Es besteht in Deutschland zudem ein verstärkter Bedarf an anwendungsnahen wissenschaftlichen Erkenntnissen zum Verständnis der vergleichsweise hohen Zurückhaltung von Anlegern in WI sowie der möglichen Ansatzpunkte zur Überwindung von Friktionen und Unterstützungsmöglichkeiten des bislang schleppenden Marktaufbaus.

Stephan Eckerts Verdienst ist es u.a., die kaum vorhandene Forschung unter Zuhilfenahme von empirischen Ergebnissen und Forschungserkenntnissen aus dem Bereich der verhaltenswissenschaftlichen Kapitalmarkttheorie abzugleichen und neue Einblicke in die besonderen Anlegerverhaltensweisen zu WI zu liefern. Darüber-hinaus gibt die Arbeit, die mit Unterstützung der Bertelsmann Stiftung entstand, neue Impulse für grundsätzliche wissenschaftliche Diskussionen um die Annahmen und Modellierungen von Kapitalmarktmodellen. Die Erkenntnisse sind ebenfalls bestens dazu geeignet, die praktische Auseinandersetzung mit WI zu befruchten, indem sie neue und vertiefende Einsichten aus wissenschaftlicher Sicht für die bislang oft eher sehr pragmatischen Argumentationen und Vorgehensweisen bieten.

Stuttgart, im Januar 2018

Univ.-Prof. Dr. Henry Schäfer



# Inhaltsverzeichnis

<b>Geleitwort</b> .....	<b>VII</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b> .....	<b>XIII</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b> .....	<b>XXI</b>
<b>Anhangverzeichnis</b> .....	<b>23</b>
<b>Abkürzungsverzeichnis</b> .....	<b>25</b>
<b>Zusammenfassung</b> .....	<b>27</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>31</b>
<b>1 Einleitung</b> .....	<b>1</b>
1.1 Problemstellung und Relevanz der Arbeit .....	2
1.2 Aufbau der Arbeit und methodische Vorgehensweise .....	6
<b>2 Thematische Grundlagen</b> .....	<b>11</b>
2.1 Ausgangssituation und Forschungsziele zu Anlagebereitschaft, Erfordernissen und Potenzial .....	11
2.1.1 Definition und begriffliche Abgrenzung .....	11
2.1.2 Wirkungsorientierte Investitionen in Deutschland .....	18
2.1.3 Forschungsbedarf und -fragen zu Anlagebereitschaft, Erfordernissen und Potenzial .....	28
2.2 Ausgangssituation und Forschungsziele im Kontext der Behavioral Finance .....	32
2.2.1 Wirkungsorientierte Investitionen und die Modern Portfolio Theory .....	32
2.2.2 Grundlagen der Behavioral Finance .....	46
2.2.3 Forschungsbedarf und -fragen im Kontext der Behavioral Finance .....	51
2.3 Zusammenfassung des Forschungsbedarfs .....	55
<b>3 Empirische Untersuchung</b> .....	<b>57</b>
3.1 Vorüberlegungen zur empirischen Erhebung .....	57
3.1.1 Forschungsmethodik und -design.....	57
3.1.2 Sampling.....	62

3.1.3	Der Interviewleitfaden.....	65
3.1.4	Qualitative Inhaltsanalyse .....	68
3.1.5	Quantitative Inhaltsanalyse .....	70
3.1.6	Statistische Testverfahren.....	71
3.1.6.1	Der Kolmogorov-Smirnov-Anpassungstest .....	73
3.1.6.2	Der Mann-Whitney-U-Test .....	74
3.1.6.3	Der Vorzeichen-Rang-Test von Wilcoxon .....	75
3.1.6.4	Der McNemar-Test.....	75
3.1.6.5	Der exakte Fisher-Test .....	76
3.1.6.6	Nichtparametrische Korrelationen.....	77
3.1.6.7	Clusteranalyse nach der Ward-Methode.....	77
3.1.7	Gütekriterien.....	77
3.1.7.1	Reliabilität .....	78
3.1.7.2	Validität.....	80
3.1.7.3	Objektivität.....	82
3.2	Ergebnisse der empirischen Erhebung.....	84
3.2.1	Stiftungen .....	86
3.2.1.1	Verständnis und Ansatz.....	88
3.2.1.2	Wirkungsorientierte Investitionen und der Stiftungszweck .....	90
3.2.1.3	Vermögensstruktur und Anlageprozess.....	91
3.2.1.4	Rendite- und Risikoperspektive .....	94
3.2.1.5	Anlagehorizont und regionale Präferenz .....	100
3.2.1.6	Zielbereiche in Deutschland .....	104
3.2.1.7	Anlegeranforderungen und Wirkungsmessung .....	107
3.2.1.8	Anforderungen an das Vermögensmanagement .....	109
3.2.1.9	Hemmnisse und Problemfelder in Deutschland aus Sicht der Stiftungen.....	110
3.2.2	Vermögensverwalter .....	115
3.2.2.1	Verständnis und Ansatz.....	118
3.2.2.2	Das Selbstverständnis der Vermögensverwalter .....	121
3.2.2.3	Vermögensstruktur und Anlageprozess.....	124
3.2.2.4	Rendite- und Risikoperspektive .....	131
3.2.2.5	Anlagehorizont und regionale Präferenz .....	134
3.2.2.6	Zielbereiche in Deutschland .....	140
3.2.2.7	Anlegeranforderungen und Wirkungsmessung .....	142

3.2.2.8	Hemmnisse und Problemfelder in Deutschland aus Sicht der Vermögensverwalter .....	146
3.2.3	Vermögende Privatanleger .....	152
3.2.3.1	Verständnis, Erfahrungen und Ansätze .....	156
3.2.3.2	Vermögensstruktur und Anlageprozess .....	160
3.2.3.3	Rendite- und Risikoperspektive .....	165
3.2.3.4	Anlagehorizont und regionale Präferenz .....	169
3.2.3.5	Zielbereiche in Deutschland .....	174
3.2.3.6	Anlegeranforderungen und Wirkungsmessung .....	176
3.2.3.7	Hemmnisse und Problemfelder in Deutschland aus Sicht der Privatpersonen .....	179
3.2.4	Vergleichende Gegenüberstellung und statistische Analyse ...	184
3.2.4.1	Portfolioanteile und Portfoliointegration .....	185
3.2.4.2	Anzahl und Auswahl der Projekte .....	188
3.2.4.3	Rendite, Risiko und Impact .....	197
3.2.4.4	Impact-Messung und Benchmarking .....	205
3.2.4.5	Anlagehorizont .....	208
3.2.4.6	Regionale Präferenz .....	210
3.2.4.7	Zielbereiche .....	219
3.2.4.8	Hemmnisse .....	223
3.2.5	Motivationsstrukturen .....	232
3.2.6	Zwischenfazit zu Anlagebereitschaft, Erfordernissen und Potenzial im deutschen Markt .....	238

<b>4</b>	<b>Weiterführende Analyse unter Gesichtspunkten der Behavioral Finance .....</b>	<b>243</b>
4.1	Overconfidence, Overoptimism und der Hindsight Bias .....	245
4.1.1	Overconfidence .....	245
4.1.1.1	Definition und Abgrenzung .....	246
4.1.1.2	Empirischer Nachweis .....	252
4.1.1.3	Gruppenweiser Vergleich .....	274
4.1.2	Overoptimism .....	279
4.1.2.1	Definition und Abgrenzung .....	280
4.1.2.2	Empirischer Nachweis .....	283
4.1.3	Hindsight Bias .....	294
4.1.3.1	Definition und Abgrenzung .....	294

---

4.1.3.2	Empirischer Nachweis.....	295
4.2	Home Bias und Klumpenrisiken.....	299
4.2.1	Home Bias.....	299
4.2.1.1	Definition und Abgrenzung.....	300
4.2.1.2	Empirischer Nachweis.....	308
4.2.2	Klumpenrisiken.....	323
4.2.2.1	Definition und Abgrenzung.....	324
4.2.2.2	Empirischer Nachweis.....	326
4.3	Mental Accounting.....	334
4.3.1	Definition und Abgrenzung.....	334
4.3.2	Empirischer Nachweis.....	339
4.4	Der Dispositionseffekt.....	353
4.4.1	Definition und Abgrenzung.....	353
4.4.2	Empirischer Nachweis.....	359
4.5	Social Signaling und Social Approval.....	375
4.6	Ergänzende Clusteranalyse.....	381
4.6.1	Privatanleger.....	383
4.6.2	Vermögensverwalter.....	385
4.7	Zwischenfazit im Kontext der Behavioral Finance.....	387
<b>5</b>	<b>Abschließende Betrachtungen.....</b>	<b>389</b>
5.1	Zusammenfassung der zentralen Ergebnisse und Beitrag zum Stand der Forschung.....	389
5.2	Fazit sowie Ausblick und Empfehlungen für Forschung und Praxis..	397
	<b>Anhang.....</b>	<b>405</b>
	<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>461</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1.1:	Schematischer Aufbau der Arbeit.....	10
Abbildung 2.1:	Strukturen der Wirkungsbreite von WI .....	12
Abbildung 2.2:	Das Wirkungskontinuum .....	17
Abbildung 2.3:	Nachhaltige Anlagestrategien in Deutschland 2015 vs. 2016 (in Mrd. €) .....	19
Abbildung 2.4:	Globale Märkte für WI im Vergleich .....	22
Abbildung 2.5:	Europäische WI-Märkte im Vergleich (Angaben in Md. €) .....	23
Abbildung 2.6:	Das WI-Eco-System in Deutschland .....	26
Abbildung 2.7:	Indifferenzebenen eines nachhaltigen Investors .....	40
Abbildung 2.8:	Indifferenzebenen eines Impact-Investors .....	45
Abbildung 2.9:	Abgrenzung von Heuristiken und Biases in der Urteilsfindung.....	49
Abbildung 3.1:	Übersicht zu den Teilnehmern der Befragung .....	65
Abbildung 3.2:	Verteilung des Vermögens der Stiftungen.....	86
Abbildung 3.3:	Verteilung des für Investitionen frei verfügbaren Vermögens der Stiftungen .....	87
Abbildung 3.4:	Anteil von WI am Gesamtvermögen der Stiftungen.....	91
Abbildung 3.5:	Anzahl der WI-Projekte der Stiftungen .....	92
Abbildung 3.6:	Bereitschaft der Stiftungen zum Renditeverzicht zugunsten von Wirkungserzielung.....	94
Abbildung 3.7:	Zweistufiger Prozess der Kapitalanlage von Stiftungen bei WI96	
Abbildung 3.8:	Verteilung der Anlagedauer von WI vs. konventionelle Investitionen bei Stiftungen .....	100
Abbildung 3.9:	Differenz der Anlagedauer von WI vs. konventionelle Investitionen bei Stiftungen .....	101

---

Abbildung 3.10: Zielregionen für WI zur Wirkungserzielung allgemein aus Sicht der Stiftungen.....	102
Abbildung 3.11: Zielregionen für WI zur sozialen Wirkungserzielung aus Sicht der Stiftungen .....	103
Abbildung 3.12: Zielregionen für WI zur ökologischen Wirkungserzielung aus Sicht der Stiftungen.....	103
Abbildung 3.13: Zielbereiche für WI in Deutschland aus Sicht der Stiftungen .....	105
Abbildung 3.14: Hemmnisse für WI aus Sicht der Stiftungen.....	112
Abbildung 3.15: Anteil von WI am Gesamtvermögen der Kunden.....	125
Abbildung 3.16: Anzahl der WI-Projekte der Kunden .....	126
Abbildung 3.17: Strukturierter Anlageprozess bzw. -strategie für WI bei den Vermögensverwaltern .....	129
Abbildung 3.18: Bereitschaft der Kunden zum Renditeverzicht zugunsten von Wirkungserzielung.....	132
Abbildung 3.19: Verteilung der Anlagedauer von WI vs. konventionelle Investitionen bei Vermögensverwalter-Kunden .....	134
Abbildung 3.20: Differenz der Anlagedauer von WI vs. konventionelle Investitionen aus Sicht der Vermögensverwalter .....	135
Abbildung 3.21: Zielregionen für WI zur allgemeinen Wirkungserzielung aus Sicht der Vermögensverwalter .....	136
Abbildung 3.22: Zielregionen für WI zur sozialen Wirkungserzielung aus Sicht der Vermögensverwalter .....	137
Abbildung 3.23: Zielregionen für WI zur ökologischen Wirkungserzielung aus Sicht der Vermögensverwalter .....	138
Abbildung 3.24: Zielbereiche für WI in Deutschland aus Sicht der Vermögensverwalter.....	141
Abbildung 3.25: Hemmnisse für WI aus Sicht der Vermögensverwalter.....	147
Abbildung 3.26: Verteilung des Vermögens der Privatpersonen.....	154
Abbildung 3.27: Verteilung des für Investitionen frei verfügbaren Vermögens der Privatpersonen.....	155

---

Abbildung 3.28: Anteil von WI am Gesamtvermögen der Privatpersonen .....	160
Abbildung 3.29: Anteil der WI-Anleger unter spendenden und nicht spendenden Privatpersonen .....	161
Abbildung 3.30: Anzahl der WI-Projekte der Privatpersonen .....	163
Abbildung 3.31: Bereitschaft der Privatpersonen zum Renditeverzicht zugunsten von Wirkungserzielung.....	166
Abbildung 3.32: Risikobereitschaft der Privatpersonen im Vergleich zu konventionellen Investments .....	168
Abbildung 3.33: Verteilung der Anlagedauer von WI vs. konventionelle Investitionen bei Privatpersonen.....	169
Abbildung 3.34: Differenz der Anlagedauer von WI vs. konventionelle Investitionen bei Privatpersonen.....	170
Abbildung 3.35: Zielregionen für WI zur Wirkungserzielung allgemein aus Sicht der Privatpersonen.....	171
Abbildung 3.36: Zielregionen für WI zur sozialen Wirkungserzielung aus Sicht der Privatpersonen .....	171
Abbildung 3.37: Zielregionen für WI zur ökologischen Wirkungserzielung aus Sicht der Privatpersonen.....	172
Abbildung 3.38: Zielbereiche für WI in Deutschland aus Sicht der Privatpersonen .....	176
Abbildung 3.39: Hemmnisse für WI aus Sicht der Privatpersonen .....	181
Abbildung 3.40: Anteile von WI am jeweiligen Gesamtvermögen der befragten Anlegergruppen .....	185
Abbildung 3.41: Vergleich der Portfolioanteile von WI zwischen HNWI und UHNWI .....	186
Abbildung 3.42: Anzahl der WI-Projekte der befragten Anlegergruppen .....	188
Abbildung 3.43: Mangel an Produkten als Grund für mangelhafte Diversifikation .....	190
Abbildung 3.44: Keine Suche nach Diversifikation als Grund für mangelhafte Diversifikation .....	191

---

Abbildung 3.45: Gegenüberstellung der Gründe für mangelnde Diversifikation, Vergleich von Vermögensverwaltern und Privatanlegern aggregiert.....	192
Abbildung 3.46: Nutzung von Beratern zur WI-Auswahl bei HNWI und UHNWI .....	194
Abbildung 3.47: Greifbarkeit geeigneter Berater für HNWI und UHNWI .....	195
Abbildung 3.48: Bereitschaft der befragten Anlegergruppen zum Renditeverzicht zugunsten von Wirkungserzielung .....	197
Abbildung 3.49: Risikobereitschaft der befragten Privatanleger bei WI im Vergleich zu konventionellen Investments.....	203
Abbildung 3.50: Risikoeinschätzung von WI im Vergleich zu konventionellen Investitionen.....	204
Abbildung 3.51: Verteilung der Anlagedauer bei WI im Vergleich zu konventionellen Investitionen.....	208
Abbildung 3.52: Differenz der Anlagedauer von WI im Vergleich zu konventionellen Investitionen.....	209
Abbildung 3.53: Präferierte Zielregionen für WI zur allgemeinen Wirkungserzielung.....	210
Abbildung 3.54: Präferierte Zielregionen für WI zur sozialen Wirkungserzielung.....	213
Abbildung 3.55: Präferierte Zielregionen für WI zur ökologischen Wirkungserzielung.....	215
Abbildung 3.56: Die fünf geeignetsten Zielregionen für WI.....	219
Abbildung 3.57: Präferierte Zielbereiche für WI in Deutschland .....	221
Abbildung 3.58: Die fünf geeignetsten Zielbereiche für WI in Deutschland .....	222
Abbildung 3.59: Starke Hemmnisse für WI in Deutschland .....	226
Abbildung 3.60: Schwächere Hemmnisse für WI in Deutschland .....	227
Abbildung 3.61: Die fünf größten Hemmnisse für WI in Deutschland .....	229



---

Abbildung 3.62: Privat- und Stiftungsvermögen in Bezug zum WI-Anteil am einzelnen Gesamtvermögen sowie der Anzahl der Projekte.....	230
Abbildung 4.1: Overconfidence bei WI im Vergleich zu konventionellen Investitionen.....	256
Abbildung 4.2: Einschätzung Wissen und Expertise der Anleger im Vergleich .....	257
Abbildung 4.3: Existenz einer festen Investitionsstrategie .....	261
Abbildung 4.4: Nutzung externer Anbieter zur Unterstützung in WI-Angelegenheiten .....	264
Abbildung 4.5: Kenntnis geeigneter Beratungsstrukturen HNWI vs. UHNWI .....	265
Abbildung 4.6: Einschätzung der Privatanleger bzgl. der eigenen Informationslage im Vergleich zu Anderen.....	270
Abbildung 4.7: Selbst- und Fremdeinschätzung der Privatanleger in Bezug auf die Gefahr von Risikofehleinschätzung.....	271
Abbildung 4.8: Selbst- und Fremdeinschätzung der Anleger in Bezug auf die Überbewertung des Faktors Impact und mangelnde Rendite- und Risikowahrnehmung.....	272
Abbildung 4.9: Selbst- und Fremdeinschätzung der Anleger in Bezug auf die Wahrnehmung negativen Impacts.....	273
Abbildung 4.10: Selbsteinschätzung der eigenen Expertise der Privatanleger.....	275
Abbildung 4.11: Renditeerwartungen an WI .....	286
Abbildung 4.12: Risikoeinschätzung von WI.....	288
Abbildung 4.13: Einschätzung Trade-Off zwischen Rendite und Wirkung ....	290
Abbildung 4.14: Einschätzung bezüglich Überschätzung der Wirkung .....	291
Abbildung 4.15: Einschätzung Entwicklungspotenzial des deutschen WI-Marktes .....	292
Abbildung 4.16: Einschätzung WI als Zukunftstrend.....	293
Abbildung 4.17: Realisierte Renditen durchgeführter WI .....	296

---

Abbildung 4.18: Realisierter Impact durchgeführter WI .....	297
Abbildung 4.19: Renditeerwartungen der Vermögensverwalter und Privatanleger im Vergleich .....	298
Abbildung 4.20: Regionale Präferenzen bei WI allgemein .....	310
Abbildung 4.21: Regionale Präferenzen bei WI mit sozialer Ausrichtung .....	311
Abbildung 4.22: Regionale Präferenzen bei WI mit ökologischer Ausrichtung .....	311
Abbildung 4.23: Regionale Präferenzen bei konventioneller Geldanlage der Befragten .....	315
Abbildung 4.24: Regionaler Fokus in den Portfolios der konventionellen Geldanlage der Befragten .....	316
Abbildung 4.25: Wunsch nach aktiver Partizipation vor Ort .....	320
Abbildung 4.26: Anzahl der WI-Projekte in den Portfolios der Befragten .....	328
Abbildung 4.27: Anteil von WI an den Gesamtportfolios der befragten Anleger .....	329
Abbildung 4.28: Wichtigkeit von Diversifikation bei WI für die befragten Privatanleger .....	331
Abbildung 4.29: Gründe für mangelhaftes Diversifikationsverhalten der Anleger .....	333
Abbildung 4.30: Exemplarische Darstellung einer Value-Funktion .....	337
Abbildung 4.31: Charakteristika des WI-Subkontos .....	342
Abbildung 4.32: Nachhaltige Anlageansätze im Hauptportfolio der Anleger .....	344
Abbildung 4.33: Beachtung von Rendite-, Risiko- und Liquiditätskriterien im WI-Subportfolio .....	346
Abbildung 4.34: Bereitschaft zum Renditeverzicht bei WI .....	347
Abbildung 4.35: Bereitschaft zum Liquiditätsverzicht bei WI in Jahren .....	348
Abbildung 4.36: Wichtigkeit persönlicher Identifikation bei WI .....	350
Abbildung 4.37: Mentale Verbuchung finanzieller Verluste einer WI als Spenden .....	352

---

Abbildung 4.38: Geduldigkeit bei ausbleibenden Renditen WI vs. konventionelle Investitionen.....	362
Abbildung 4.39: Wichtigkeit persönlicher Partizipationsmöglichkeiten bei WI364	
Abbildung 4.40: Stärke des mentalen Konflikts in Abhängigkeit von Rendite und Impact.....	366
Abbildung 4.41: Bereitschaft WI mit schlechten/ohne Renditen zu Spenden umzudeklarieren.....	367
Abbildung 4.42: Modell der Regret- und Dissonanzreduktion im Rahmen mentaler Umbuchungen bei WI.....	369
Abbildung 4.43: Wichtigkeit öffentlicher Bekanntheit des eigenen WI-Engagements.....	370
Abbildung 4.44: Öffentlichkeit als Hinderungsgrund für WI-Exit .....	371
Abbildung 4.45: Persönliches Commitment als Hinderungsgrund für WI-Exit	372
Abbildung 4.46: Wichtigkeit öffentlicher Bekanntheit des eigenen WI-Engagements bei Privatanlegern.....	376
Abbildung 4.47: Dendrogramm der Clusteranalyse der Privatanleger .....	383
Abbildung 4.48: Dendrogramm der Clusteranalyse der Vermögensverwalter.....	385

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 4.1:	Fragestellungen Overconfidence .....	255
Tabelle 4.2:	Fragestellungen gruppenweiser Vergleich Overconfidence.....	277
Tabelle 4.3:	Fragestellungen Overoptimism.....	285
Tabelle 4.4:	Fragestellungen Hindsight Bias .....	295
Tabelle 4.5:	Fragestellungen Home Bias .....	309
Tabelle 4.6:	Fragestellungen Klumpenrisiken.....	327
Tabelle 4.7:	Fragestellungen Mental Accounting.....	340
Tabelle 4.8:	Fragestellungen Dispositionseffekt.....	360
Tabelle 4.9:	Fragestellungen gruppenweiser Vergleich Social Signaling.....	377
Tabelle 4.10:	Zuordnungsübersicht der Clusteranalyse der Privatanleger.....	384
Tabelle 4.11:	Zuordnungsübersicht der Clusteranalyse der Vermögensverwalter.....	386

## **Anhangverzeichnis**

Anhang 1:	Interviewleitfaden Stiftungen .....	405
Anhang 2:	Interviewleitfaden inkl. Coding-Schema Vermögensverwalter.....	418
Anhang 3:	Interviewleitfaden inkl. Coding-Schema Privatanleger .....	439

## Abkürzungsverzeichnis

APT	Arbitrage Pricing Theory
BDS	Bundesverband Deutscher Stiftungen
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
CAPM	Capital Asset Pricing Model
ESG	Environmental, Social and Governance
EUT	Expected Utility Theory
FNG	Forum Nachhaltige Geldanlagen
FO	Family Office
GIIN	Global Impact Investing Network
GSIA	Global Sustainable Investment Alliance
HNWI	High Net Worth Individual
HO	Homo Oeconomicus
ICAPM	International Capital Asset Pricing Model
II	Impact Investment
IPO	Initial Public Offerings
MRI	Mission Related Investment
MPT	Modern Portfolio Theory
NAB	National Advisory Board
PBD	Private Banking Division
SII	Social Impact Investment
SRI	Socially Responsible Investment(s)
UHNWI	Ultra High Net Worth Individual
UNPD	United Nations Procurement Division
WI	Wirkungsorientierte Investition(en)
ZI	Zweckorientierte Investition(en)

## **Zusammenfassung**

Bestehende politische, soziale, demographische und ökologische Entwicklungen erfordern zunehmend innovative Finanzierungsformen, um sowohl in Deutschland als auch international den zukünftigen Herausforderungen an das Sozialsystem gewachsen zu sein. Wirkungsorientierte Investitionen (WI) als neuartige und proaktivste Form der nachhaltigen Kapitalanlagen stellen einen hervorragenden Lösungsansatz dar, um diesen wachsenden Herausforderungen in Zukunft entgegenzutreten und dringend benötigtes Kapital bereitzustellen. Insbesondere in Deutschland herrscht bis dato jedoch ein großer Mangel an Forschungsarbeiten und dementsprechend auch an Informationen und Wissen zur Thematik der WI.

Die vorliegende Arbeit versucht sich daher diesem bestehenden Wissens- und Informationsmangel über WI im Allgemeinen sowie auf Basis des Verhaltens der WI-Anleger im Speziellen mit einem bisher einzigartigen, stark explorativ geprägten und empirisch fundierten Ansatz zu nähern. Um die WI-Thematik in angemessener, strukturierter und ganzheitlicher Weise erfassen zu können, verfolgt die Arbeit hierfür einen mehrgliedrigen Forschungsansatz.

Zunächst erfasst die Arbeit den vergleichsweise rudimentär bestehenden Zustand des deutschen WI-Marktes anhand bestehender Forschungsarbeiten. Wie sich zeigt, steckt der WI-Markt in Deutschland derzeit in einer frühen Entwicklungsphase und insbesondere Angebot und Nachfrage scheinen nicht zueinander zu finden. Anhand dieser Status-Quo-Aufnahme erfolgt die Ableitung der Forschungszielsetzungen, welche insbesondere darin bestehen, vorhandene Informationslücken zu schließen, dringend benötigte Transparenz dahingehend zu schaffen, welche Anlegerkreise Affinität zu WI haben, Erwartungen der Anleger zu ergründen, zentrale Hemmnisse, die zu dem schwachen Entwicklungsstand des deutschen WI-Marktes führen, aufzudecken, aber auch die geschäftspolitischen Potenziale von WI für Anbieter offenzulegen.

Basierend auf diesen Erkenntnissen sowie weiteren theoretischen Vorüberlegungen zu WI im Kontext der Modern Portfolio Theory und der Behavioral Finance erfolgt eine weiterführende Analyse der Ergebnisse im Kontext eines verhaltenswissenschaftlichen Bezugsrahmens – der Behavioral Finance. Dieser zweite Teil der Arbeit verfolgt das Ziel, verhaltenswissenschaftliche Auffälligkeiten im Sinne

von Heuristiken und Behavioral Biases im Verhalten von WI-Anlegern aufzudecken, diese zu beschreiben, zu kategorisieren und zu erklären, um das Verhalten von WI-Investoren im Kontext eines geeigneten und erklärenden modelltheoretischen Rahmens verständlich zu machen.

Bezüglich der methodischen Herangehensweise verfolgt die Arbeit hierbei den Ansatz der Triangulation qualitativer und quantitativer Methoden, wobei die Datenerhebung selbst in Form von insgesamt 50 mehrstündigen persönlichen Interviews mit vermögenden Privatanlegern, Vertretern von Vermögensverwaltern und Stiftungen, jeweils durch eine Fragebogenerhebung ergänzt, erfolgte.

Die Analyse der Ergebnisse zeigt sehr deutlich, dass der WI-Markt für Anleger derzeit noch mit unüberschaubaren Unwägbarkeiten verbunden zu sein scheint und über weite Strecken große Unsicherheit im WI-Markt herrscht. Der WI-Markt in Deutschland wird von allen analysierten Gruppen als undurchsichtig und unstrukturiert charakterisiert. Anleger, aber auch Produkthanbieter, Berater und Regierungsbehörden zeigen sich an vielen Stellen im derzeitigen WI-Markt überfordert und hilflos.

Entsprechend weisen WI für beinahe alle Anleger derzeit Exotenstatus auf und spielen sowohl für Anleger selbst, aber insbesondere auch für Produkthanbieter bisher kaum eine Rolle. Dies zeigt sich exemplarisch an sehr geringen Investitionsvolumina und Portfolioanteilen bei den Investoren bzw. den sehr wenigen verfügbaren Produkten im WI-Markt. Insgesamt ist die Liste der bestehenden Hemmnisse im WI-Markt jedoch lang, wobei eine starke innere Verbundenheit bezüglich der zentralsten Probleme zu bestehen scheint.

Außerdem werden WI vonseiten der Anleger über weite Strecken anders als konventionelle Kapitalanlagen betrachtet und behandelt. Dies liegt zum einen daran, dass bei WI neben Rendite und Risiko auch die Wirkung der Investition in den Entscheidungsprozess mit einfließt. Ferner scheint auch Emotionalisierung bei WI eine große Rolle zu spielen, welche in Verbindung mit den bestehenden Unsicherheiten und dem geringen Wissensstand der Anleger teilweise zu einem vermeintlich nicht erklärbaren irrationalen Verhalten führt.

Aus diesem Grund erweitert die vorliegende Arbeit den neoklassischen Entscheidungs- und Erklärungsrahmen der konventionellen Kapitalanlagen um das Analyseraster der Behavioral Finance, um so die Verhaltensweisen der WI-Anleger ganzheitlich analysieren und theoretisch verorten zu können. Es zeigt sich, dass



WI-Anleger eine Reihe verhaltenswissenschaftlicher Heuristiken und Biases wie Overconfidence, Overoptimism, Home Bias, Mental Accounting, Dispositionseffekt und einige mehr an den Tag legen.

Als zentrales Ergebnis liefert die Arbeit somit nicht nur vielfältige Erkenntnisse über Potenziale und bestehende Hemmnisse im derzeitigen WI-Markt in Deutschland, sondern sie schafft vor allem auch empirisch belegbare Transparenz hinsichtlich der Bedürfnisse, Erwartungen und Verhaltensweisen von WI-Anlegern. Die hierdurch gewonnenen Erkenntnisse sowie die im Rahmen des Fazits gezogenen Schlussfolgerungen und Handlungsempfehlungen stellen sicherlich einen signifikanten Mehrwert für Wirtschaft, Politik und Forschung dar und können genutzt werden, um geeignete Anlageprodukte zu entwickeln, um den WI-Markt besser zu verstehen, zielgerechter zu fördern und somit WI aus ihrem Nischendasein zu befreien und als ernstzunehmende Anlageklasse in Deutschland zu etablieren.

## Abstract

Political, social, demographic and ecological developments are stressing the importance of innovative ways of financing in order to face upcoming challenges for the social system in Germany, as well as internationally. Impact investment, as a relatively new and proactive sustainable investment approach, can be seen as a very appropriate solution to counter these increasing challenges in the future and raise desperately needed capital. In Germany in particular, however, there is a massive lack of research; consequently, little is known with regard to Impact Investing in Germany.

Therefore, this dissertation aims to shed light on the topic of Impact Investment in Germany in general, as well as on the behavior and intrinsic motivation of Impact Investors in particular. To deal with the issue of Impact Investing in its full complexity, an explorative, empirically-based, multi-sectional research approach is used.

Initially, based on existing research, the rather rudimentary state of the German Impact Investing market is evaluated. It can clearly be seen that the German Impact Investing market is currently in an early development stage and, in particular, supply and demand do not seem to match in this market.

Based on this status quo analysis, a set of research targets is derived that particularly target filling existing information gaps, creating transparency with regard to investors' affinity towards Impact Investing and investment potential, exploring investors' expectations and identifying existing obstacles that are responsible for weak market conditions.

Building on these results, as well as on further theoretical considerations regarding Impact Investing in the context of Modern Portfolio Theory as well as Behavioral Finance, an advanced analysis of empirical results from a behavioral perspective is conducted. This second part of the analysis aims to identify behavioral anomalies in the form of heuristics and biases in the behaviors of Impact Investors, as well as to describe, categorize and explain the behaviors of these investors within the context of a suitable theoretical model.

To conduct this analysis, a methodological triangulation comprising a mix of qualitative and quantitative research elements is used. The data, per se, were collected

through 50 personal face-to-face interviews with HNWI/ UHNWI-investors, wealth managers and foundations, each lasting several hours and supplemented by a questionnaire in written form.

The results clearly indicate that the market for Impact Investment in Germany is still dealing with many imponderables and appears to be largely non-transparent and unstructured for investors. Investors, as well as product providers like asset managers, consultants and government agencies appear to be largely overwhelmed and helpless in the current market.

Consequently, Impact Investment plays only a very minor role for investors as well as product providers and developers in Germany. This is clearly illustrated by the small relative amount of Impact Investment in investor portfolios, as well as by the low number of Impact Investing products in the market. Generally speaking, the list of obstacles in the German Impact Investing market is much greater and there appear to be strong thematic correlations among the main market barriers.

Furthermore, investors largely regard and treat Impact Investing differently to conventional investments. The reasons for this are not only consideration of the impact dimension of investment, in addition to risk and return, but also the high level of emotionalization regarding impact investments. This high level of emotionalization, in combination with the high levels of uncertainty and non-transparency in the market, as well as the low level of investors' knowledge about Impact Investing, often seems to lead to unexplainable or even supposedly irrational investment behavior.

For these reasons, this dissertation extends the neoclassical decision – and explanation – frame of conventional investments, by adding elements of Behavioral Finance into the analysis matrix, in order to build a suitable theoretical foundation and analyze and explain the complex behaviours of Impact Investors correctly and holistically. The results of this approach show that Impact Investors exhibit a wide range of behavioral heuristics and biases, such as Overconfidence, Overoptimism, Home Bias, Mental Accounting, Disposition Effect and several more.

All in all, the outcomes of this dissertation indicate the magnitude of theoretically and empirically based insights into the German Impact Investing market with regard to its current state of development, general potential and existing obstacles. Furthermore, this dissertation creates transparency with regard to the expectations,

needs and behaviors of Impact Investors. These results, as well as the conclusions and recommendations in the final chapter of this dissertation, can therefore be of great value for the economy, politics and science, in order to create suitable Impact Investment products, as well as for a better understanding of and purposeful support for the German Impact Investing market and therefore help to develop Impact Investing from a niche product to a serious and investable asset class.



# 1 Einleitung

Deutschland sieht sich in den kommenden Jahren mit einer Reihe von großen Herausforderungen im Sozialbereich sowie der grundsätzlich immanenten Problematik des Umweltschutzes konfrontiert. Neben dem Anwachsen sozialer Ungleichheiten und den zunehmenden Asylproblematiken sind es insbesondere der demografische Wandel in Deutschland bzw. die zunehmend alternde Gesellschaft sowie die damit verbundenen höheren Kosten für das Gesundheitswesen, die das deutsche Sozialsystem vor wachsende Herausforderungen stellen werden und zu einem Anstieg der Ausgaben für Sozialleistungen von 28 % des deutschen Bruttoinlandsproduktes im Jahr 2014 auf voraussichtlich 33 % im Jahr 2060 führen könnten.<sup>1</sup> Wirkungsorientierte Investitionen (WI) könnten an dieser Stelle eine sehr gute Möglichkeit darstellen, zunehmende soziale Herausforderungen wie die wachsende Finanzierungslücke im Bereich der Sozialausgaben oder Herausforderungen bei der Finanzierung des Gesundheitssystems zu mildern sowie innovative unternehmerische Ansätze aus dem Sozial-, aber auch aus dem Umweltbereich mit dringend benötigtem Kapital zu versorgen.<sup>2</sup>

Während die WI-Thematik gerade in den angelsächsischen Ländern wachsende, teilweise hohe Aufmerksamkeit erweckt, finden WI in Deutschland bisher eher wenig Beachtung.<sup>3</sup> So stellen WI eine innovative, jedoch insbesondere in Deutschland derzeit noch vergleichsweise wenig verbreitete Investitions- und Finanzierungsform dar. Kernidee von WI ist es, durch den Einsatz von privatem Kapital neben finanziellen Renditen soziale und/oder ökologische Wirkungen bei einzelnen Stakeholdern oder der Gesellschaft als Ganzes zu erzielen.<sup>4</sup> Dieses Vorgehen impliziert, dass bei WI neben den klassischen wirtschaftlichen Merkmalen einer Kapitalanlage – Rendite, Risiko und Liquidität – ebenfalls der Faktor der Wirkung vordergründig betrachtet wird.

Als grundlegende Basis dieser Arbeit und um sich der WI-Thematik in Deutschland in adäquater Weise zu nähern, sollen im nachfolgenden Kapitel die zentrale Problemstellung und die Relevanz der vorliegenden Arbeit aufgezeigt sowie das

---

<sup>1</sup> Vgl. FASE et al. (2016), S. 8.

<sup>2</sup> Vgl. NAB (2014), S. 11 ff.; Eckert/Schäfer (2015a), S. 19 f.

<sup>3</sup> Vgl. Eckert/Schäfer (2015a), S. 17 ff.; NAB (2014), S. 8 ff.; GSIA Review (2016), S. 27; Eurosif (2016), S. 38; Eurosif (2014), S. 25.

<sup>4</sup> Vgl. Saltuk/El Idrissi (2015), S. 11.

Forschungsobjekt der WI vorgestellt werden. Außerdem erfolgt ein Überblick über den grundsätzlichen Aufbau der Arbeit.

## 1.1 Problemstellung und Relevanz der Arbeit

Wie die nachfolgenden Ausführungen deutlich zeigen werden, lässt sich der WI-Markt in Deutschland derzeit bestenfalls als ein sich in einem sehr frühen Entwicklungsstadium befindlicher Markt charakterisieren, denn eine Auseinandersetzung mit der WI-Thematik hat in der Vergangenheit weder in Politik und Wirtschaft noch in der Wissenschaft in der notwendigen Breite stattgefunden, der es zum Aufbau des deutschen WI-Marktes bedarf.<sup>5</sup>

Die erste nennenswerte koordinierte Auseinandersetzung mit WI in Deutschland erfolgte im Rahmen der auf Initiative Großbritanniens etablierten Social Impact Investing Taskforce der G8-Staaten im Jahr 2013. Der in diesem Kontext verfasste Abschlussbericht des Deutschen National Advisory Board (NAB), in den auch bereits Zwischenergebnisse der vorliegenden Untersuchung mit eingegangen sind, bestätigte sehr deutlich, dass der WI-Markt in Deutschland bislang eher als Nische einer anderen Nische – nämlich derjenigen der nachhaltigen Kapitalanlagen – zu verorten ist. Hierfür sprechen insbesondere auch das geringe Marktvolumen und die sehr zurückhaltende Anlagetätigkeit der Investorenkreise.<sup>6</sup> Auch die Bemühungen derzeitiger WI-Anbieter, die sehr differenzierten Anlagemotive, Renditeerwartungen, Risikoproblematiken und Unsicherheiten bei WI zu erfassen, zu verstehen und adäquate Anlageprodukte aufzulegen, befinden sich noch in einer sehr frühen und rudimentären Phase. Bislang finden sich bestenfalls vereinzelte und kaum skalierbare WI-Anlageprodukte im deutschen Markt.<sup>7</sup> Insgesamt fehlt es einerseits den Produkthanbietern an dem Wissen um die differenzierten Anlagewünsche und -erwartungen potenzieller WI-Investoren. Andererseits mangelt es den Anlegern selbst an Wissen um ggf. bereits bestehende, zumindest theoretisch investierbare WI-Anlageprodukte. Der WI-Markt in Deutschland wird entsprechend sowohl von Anlegern als auch von Produkthanbietern als intransparent betrachtet. Insgesamt scheinen Anbieter schlichtweg nicht zu wissen, was sich ihre Kunden in puncto WI wirklich wünschen, und sind deshalb nicht in der Lage, be-

---

<sup>5</sup> Siehe Kapitel 2.1.2.

<sup>6</sup> Vgl. NAB (2014), S. 8 ff.

<sup>7</sup> Vgl. Schäfer/Bauer (2015), S. 8 ff.; NAB (2014), S. 8 ff.