

# Ermittlung von Nachhaltigkeitspräferenzen

## **Impressum**

### **Auftraggeber:**

Bundesamt für Umwelt (BAFU); Abteilung. Klima; CH-3003 Bern

### **Auftragnehmer:**

ZHAW School of Management and Law; Abteilung Banking, Finance, Insurance; CH-8400 Winterthur

### **Autorinnen:**

Julia Meyer, Sugandhita Sugandhita, Michaela Tanner

### **Begleitung BAFU:**

Silvia Ruprecht (Projektleitung, BAFU), Gabriela Blatter (BAFU), Xenia Karametaxas (SIF), Yuliya Blondiau (BFE)

# Inhaltsverzeichnis

<b>Executive Summary</b>	<b>2</b>
<b>1      Einleitung</b>	<b>3</b>
<b>2      Literatur</b>	<b>6</b>
<b>3      Aufbau des Tools</b>	<b>7</b>
3.1      Choice-Based Conjoint Analysis (CBCA)	7
3.2      Instruktionen	8
3.3      Präferenzen	8
3.4      Risikokapazität	11
3.5      Darstellung der Resultate	12
<b>4      Fazit</b>	<b>13</b>
<b>Referenzen</b>	<b>15</b>

## Executive Summary

Während die Vorschriften in mehreren Rechtsordnungen verlangen, dass Nachhaltigkeitspräferenzen formell in Finanzberatungsprozesse integriert werden, ist wenig darüber bekannt, wie diese Präferenzen am effektivsten erfasst werden können. Bestehende Forschungsergebnisse deuten darauf hin, dass die derzeitigen Ansätze anfällig für Verzerrungen durch soziale Erwünschtheit sind, wodurch Berater einen erheblichen Einfluss auf die Entscheidungen ihrer Kunden ausüben können. Darüber hinaus lassen sich die Nachhaltigkeitsmerkmale von Anlageprodukten nicht ohne Weiteres von finanziellen Merkmalen wie Rendite, Liquidität und Gebühren trennen. Wir begegnen diesen Herausforderungen durch die Entwicklung eines wahlbasierten Conjoint-Ansatzes, der Nachhaltigkeitspräferenzen mit finanziellen Produktmerkmalen integriert. Unser Ziel ist es, Verhaltensverzerrungen zu reduzieren und Nachhaltigkeitspräferenzen unter Bedingungen zu ermitteln, die den realen Entscheidungsprozessen näherkommen.

# 1 Einleitung

Das wachsende Bewusstsein der Finanzmarktteilnehmer für Nachhaltigkeits Herausforderungen hat die Kapitalallokationsprozesse weltweit grundlegend verändert. Ein zunehmender Anteil der weltweit verwalteten Vermögenswerte wird nun nach Nachhaltigkeitskriterien investiert, was die gestiegene Nachfrage der Anleger nach Produkten, die mit ökologischen und sozialen Zielen im Einklang stehen, widerspiegelt (GSIA, 2021). Die wissenschaftliche Forschung zeigt, dass nachhaltigkeitsbezogene Informationen die Präferenzen der Anleger erheblich beeinflussen können, obwohl diese Präferenzen von Person zu Person sehr unterschiedlich sind (Heeb et al., 2022, Riedl und Smeets, 2017, Hartzmark und Sussman, 2019, Bauer et al., 2021). Diese Heterogenität kann die Aktienpreise beeinflussen, weil durch unterschiedliche Präferenzen Differenzen in den erwarteten Renditen, der Zahlungsbereitschaft und der Risikobewertung resultieren können (Fama und French, 2007). Das Verständnis der Nachhaltigkeitspräferenzen ist nicht nur für die Erklärung von Aktienmarktentwicklungen von entscheidender Bedeutung, sondern auch für die Nutzung des Potenzials des Finanzsystems zur Unterstützung einer nachhaltigen Entwicklung.

Gleichzeitig verlangen die regulatorischen Rahmenbedingungen zunehmend von Finanzinstituten, dass sie Nachhaltigkeitspräferenzen in ihre Beratungsprozesse integrieren. Dies zeigt sich besonders deutlich in der Umsetzung der MiFID-II-Anforderungen zur Nachhaltigkeitspräferenz durch die Europäische Union und ähnlichen regulatorischen Entwicklungen in der Schweiz. In der Praxis stellt die effektive Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in die Finanzberatung jedoch eine Herausforderung dar. Viele Anlegerinnen und Anleger sind sich ihrer eigenen Nachhaltigkeitspräferenzen nur begrenzt bewusst, und der Beratungsprozess erfordert oft, dass Kunden ihre Präferenzen anhand vordefinierter Kategorien ausdrücken – die häufig eher auf regulatorische Vorlagen ausgerichtet sind als sich an den Erwartungen oder Erfahrungen der Anleger und Anlegerinnen zu orientieren. Zusätzlich entsteht ein Informationsbedarf seitens der Anlegerinnen und Anleger, um die unterschiedlichen ESG-Ratings sowie heterogene Reporting-Ansätze einordnen und vergleichen zu können (Boos et al., 2024). Damit entsprechende Informationen angemessen aufgenommen und eingeordnet werden können, sind neben finanziellem Grundwissen auch Kenntnisse im Bereich Nachhaltigkeit sowie ein Verständnis der Funktionsweise nachhaltiger Investitionsstrategien erforderlich (Filippini et al., 2024). Die Kombination dieser Faktoren erhöht die Wahrscheinlichkeit suboptimaler Anlageentscheidungen und einer daraus resultierenden Unzufriedenheit mit den Beratungsergebnissen.

Verhaltensbedingte Verzerrungen erschweren die Ermittlung von Nachhaltigkeitspräferenzen zusätzlich. Es gibt Hinweise darauf, dass die angegebenen Präferenzen in hohem Masse von der Fragestellung, dem Druck zur sozialen Erwünschtheit und dem Einfluss der Berater während des Beratungsgesprächs beeinflusst werden. Ähnliche Diskrepanzen zwischen angegebenen und offenbarten Präferenzen sind seit langem im Zusammenhang mit der Risikoprofilierung dokumentiert, und es gibt umfangreiche Literatur, die die Vor- und Nachteile einer Vielzahl von Erhebungsmethoden diskutiert (Garagnani, 2023, Falk et al., 2023, Lönnqvist et al., 2015, Holt und Laury, 2002). Darüber hinaus hängen die

Präferenzen der Anleger und Anlegerinnen in Bezug auf Risiken davon ab, wie sie Risiken wahrnehmen – ob als Varianz, Verlustwahrscheinlichkeit oder andere intuitive Dimensionen –, was zu einer Fehlausrichtung in der Kommunikation und Diskrepanzen zwischen Anlageentscheidungen und tatsächlichem Komfortniveau (Zeisberger, 2022, Holzmeister et al., 2020). In Delegationssituationen hat sich gezeigt, dass solche Missverständnisse zu Unzufriedenheit und Vorwürfen des Fehlverkaufs oder Greenwashing führen, wenn die Wahrnehmungen von Berater und Kunde auseinandergehen (Kling et al., 2022, Stefan et al., 2023). Eine parallele Herausforderung besteht im Bereich der Nachhaltigkeit: Da das Konzept von Natur aus breit und multidimensional ist, haben Einzelpersonen unterschiedliche Vorstellungen davon, was „nachhaltiges Investieren“ ausmacht.

Wenn diese subjektiven Wahrnehmungen zwischen Kunden und Beratenden auseinandergehen, kommt es wahrscheinlich zu Fehlern bei der Ermittlung und zu falsch abgestimmten Produktempfehlungen. Peters et al. (2025) liefern erste Hinweise auf ähnliche Probleme hinsichtlich der Wahrnehmung von Nachhaltigkeit und berichten über Unterschiede zwischen Finanzfachleuten und der allgemeinen Bevölkerung.

Trotz dieser Herausforderungen hinken die in der Praxis verwendeten Instrumente zur Ermittlung von Nachhaltigkeitspräferenzen, deutlich hinter denen, zur Ermittlung von Risikopräferenzen hinterher. Umfangreiche Erkenntnisse aus der Verhaltensökonomie und der Finanzberatung zeigen, dass strukturierte, quantitative und validierte Instrumente unerlässlich sind, um Risikopräferenzen zuverlässig zu messen und durch Berater verursachte Verzerrungen zu reduzieren. Im Gegensatz dazu werden Nachhaltigkeitspräferenzen in der Regel durch vereinfachte Ja/Nein-Fragen (Mattmann et al., 2025) oder grobe regulatorische Kategorien bewertet – insbesondere diejenigen, die im Rahmen der EU-MiFID II vorgeschrieben sind. Solche Ansätze vereinfachen eine komplexe Präferenzstruktur, die laut der wissenschaftlichen Literatur mehrere zugrunde liegende Motivationen beinhalten kann. Frühere Forschung unterscheidet mindestens vier Arten von Motiven, die nachhaltige Investitionsentscheidungen beeinflussen: finanzielle (d. h. Erwartungen einer überlegenen risikobereinigten Performance), wertebasierte (ethische oder moralische Ausrichtung), wirkungsorientierte (Wunsch, zu realen Ergebnissen beizutragen) und expressive (Identitätssignalisierung) (Chatterji et al., 2009, Riedl und Smeets, 2017). Einfache Instrumente zur Ermittlung von Präferenzen sind grundsätzlich nicht in der Lage, diese Vielschichtigkeit zu erfassen, geschweige denn die relative Bedeutung jedes einzelnen Motivs für einzelne Anlegende zu identifizieren.

Darüber hinaus stehen Anleger und Anlegerinnen bei der Auswahl nachhaltiger Investitionen vor wirtschaftlich bedeutsamen Kompromissen. Nachhaltigkeitsmerkmale gehen oft mit höheren Gebühren, geringerer Liquidität oder Abweichungen vom optimalen Risiko-Rendite-Profil des Portfolios einher. Inwieweit nachhaltigkeitsorientierte Anleger bereit sind, solche Kompromisse zu akzeptieren, ist eine zentrale empirische Frage mit direkten Auswirkungen auf das Marktgleichgewicht, die Gestaltung nachhaltiger Fonds und die regulatorischen Erwartungen. Jüngste Erkenntnisse belegen auch Wechselwirkungen zwischen finanziellen und nichtfinanziellen Präferenzen (Bachmann et al., 2024):

Nachhaltigkeitsmotive können die Leistungserwartungen beeinflussen, und umgekehrt können –möglicherweise verzerrte – finanzielle Erwartungen die Nachhaltigkeitsentscheidungen beeinflussen. Diese Wechselwirkungen unterstreichen einmal mehr die Notwendigkeit von Erhebungsansätzen, die in der Lage sind, Präferenzen in Kombination mit potenziell konkurrierenden finanziellen Merkmalen zu erfassen.

Die Rolle der Beratenden fügt eine weitere wichtige Ebene der Komplexität hinzu. Beratende sind zentrale Vermittelnde bei finanziellen Entscheidungen, aber Untersuchungen zeigen, dass ihre eigenen Kenntnisse über Nachhaltigkeit, ihre Präferenzen und ihr Kommunikationsstil die geäußerten Präferenzen des Kunden und sein letztendliches Anlageverhalten beeinflussen (Paetzold et al., 2015, Cauthorn et al., 2025). In vielen Fällen geben Beratende an, dass sie Diskussionen über Nachhaltigkeit aufgrund ihrer eigenen mangelnden Fachkenntnisse und der Sorge, Kunden mit komplexen oder mehrdeutigen Informationen zu überfordern, vermeiden. Infolgedessen nimmt die Ermittlung von Nachhaltigkeitspräferenzen häufig eher den Charakter einer formalen Pflichterfüllung an als den eines informativen Bestandteils der Finanzberatung. Angesichts der regulatorischen Bedeutung und Marktrelevanz von Nachhaltigkeitspräferenzen ist die Verbesserung ihrer Ermittlung daher von entscheidender Bedeutung für den Anleger- und Anlegerinnenschutz, die Beratungsqualität und die Glaubwürdigkeit nachhaltiger Finanzierungen im weiteren Sinne.

Zusammengenommen verdeutlichen diese Entwicklungen eine erhebliche Kluft zwischen der Komplexität der in der wissenschaftlichen Forschung dokumentierten Nachhaltigkeitspräferenzen und den derzeit in der Finanzberatung verwendeten simplen Instrumenten. Während die Literatur ein differenziertes Verständnis der Motivationen hinter nachhaltigen Investitionen bietet, versäumen es die bestehenden Beratungspraktiken, diese Erkenntnisse in zuverlässige Mechanismen zur Ermittlung von Präferenzen einfließen zu lassen. Diese Kluft schränkt die Fähigkeit von Finanzintermediären ein, massgeschneiderte Beratung anzubieten, und erhöht das Risiko von Präferenzfehlern. Zudem kann dadurch das Vertrauen der Anleger in nachhaltige Finanzprodukte untergraben werden.

Die vorliegende Arbeit befasst sich mit dieser Lücke, indem sie einen strukturierten, wahlbasierten Conjoint-Ansatz entwickelt, um Nachhaltigkeitspräferenzen auf eine Weise zu ermitteln, die robust gegenüber Verhaltensverzerrungen ist, den Einfluss von Beratenden minimiert und Nachhaltigkeitsmerkmale mit finanziellen Eigenschaften kombiniert. Die Conjoint-Analyse gilt seit langem als Goldstandard für die Erfassung heterogener Präferenzen in Situationen, in denen Kompromisse zwischen mehreren Produkteigenschaften (Attributen) eingegangen werden müssen. Die Anwendung dieser Methode auf Nachhaltigkeitspräferenzen ermöglicht eine systematische Ermittlung der relativen Bedeutung, die Anlegende verschiedenen Nachhaltigkeitsdimensionen beimessen, und – was entscheidend ist – ihrer Bereitschaft, Nachhaltigkeitsmerkmale gegen finanzielle Performance, Liquidität und Gebühren abzuwägen. Dieser Ansatz bietet auch eine Möglichkeit, komplexe Nachhaltigkeitskonzepte in intuitive Auswahlaufgaben zu übersetzen, welche die Abhängigkeit von abstrakten Definitionen und subjektiven Wahrnehmungen verringern.

Durch die Bereitstellung eines theoretisch fundierten, empirisch validierten und praktisch umsetzbaren Erhebungsinstruments leistet unsere Arbeit einen Beitrag zur Literatur über nachhaltige Finanzen, Finanzberatung und Verhaltensökonomie im Bereich der privaten Finanzen. Sie bietet auch eine Orientierungshilfe für Regulierungsbehörden und Marktteilnehmer, welche die Integration von Nachhaltigkeitspräferenzen in Anlageprozesse verbessern möchten. Im weiteren Sinne stärkt unser Ansatz die konzeptionellen und methodischen Grundlagen, die erforderlich sind, um die Absichten der Anleger durch tatsächliche Investitionsentscheidungen abzubilden und unterstützt damit, die sich wandelnde Rolle des Finanzsektors, bei der Förderung einer nachhaltigen Entwicklung.

## 2 Literatur

Unsere Studie reiht sich ein in die wachsende Zahl von Veröffentlichungen, die sich mit den Präferenzen von Investoren für Nachhaltigkeit befassen. In der Literatur werden verschiedene Motivationen für Investoren unterschieden, Nachhaltigkeit in ihre Investitionsentscheidungen einzubeziehen: finanzielle, wertorientierte, wirkungsorientierte und expressive Überlegungen (Chatterji et al., 2009, Riedl und Smeets, 2017). Frühere Studien legen nahe, dass die Nachfrage nach nachhaltigen Investitionen durch eine Kombination aus finanziellen und nicht-finanziellen Motiven angetrieben wird (Riedl und Smeets, 2017, Hartzmark und Sussman, 2019, Bauer et al., 2021). Um zu beurteilen, ob nicht-finanzielle oder finanzielle Motive überwiegen, konzentriert sich ein Grossteil der Literatur zu nachhaltigen Investitionen (i) auf die Frage, ob Investoren bereit sind, für Nachhaltigkeit zu zahlen, und (ii) auf den Zusammenhang zwischen der Wahrscheinlichkeit, einen nachhaltigen Vermögenswert zu halten, und den Renditeerwartungen, d.h. den finanziellen Überzeugungen. Eine Reihe empirischer (Barber et al., 2021) und experimenteller (Heeb et al., 2023, Gutsche und Ziegler, 2019, Rossi et al., 2019, Apostolakis et al., 2018) Studien finden bestätigende Belege für das Vorhandensein einer signifikanten Zahlungsbereitschaft seitens nachhaltiger Investoren. Diese Ergebnisse deuten somit darauf hin, dass Anleger und Anlegerinnen aus nachhaltigen Investitionen einen nicht-finanziellen Nutzen ziehen, der sie dazu veranlasst, geringere finanzielle Renditen zu akzeptieren und folglich „für Nachhaltigkeit zu bezahlen“. In mehreren Studien wird argumentiert, dass nachhaltige Anlegende optimistische Renditeerwartungen haben und daher finanziell motiviert sein könnten, diese Anlageprodukte zu halten. Hartzmark und Sussman (2019) zeigen beispielsweise in einem experimentellen Setting, dass Anlegende hinsichtlich des Renditepotenzials von Fonds mit einem Nachhaltigkeitslabel optimistischer sind. In Bestätigung und basierend auf neueren Umfragedaten und Portfoliobeständen berichten Giglio et al. (2021), dass Anleger und Anlegerinnen mit einem grösseren Anteil nachhaltiger Fonds in ihren Portfolios im Allgemeinen optimistischer hinsichtlich der Renditen dieser Anlagen sind, und Engler et al. (2023) stellen fest, dass Personen, die höhere Renditen aus nachhaltigen Vermögenswerten erwarten, einen grösseren Anteil ihres Portfolios nachhaltig anlegen. Darüber hinaus zeigen Bachmann et al. (2024) anhand von Umfrageergebnissen unter Impact-Investoren, dass die beiden Motive miteinander verknüpft sein könnten: Investoren und Investorinnen mit sehr starken nichtfinanziellen Präferenzen zeigen signifikant optimistischere



Risiko-Rendite-Erwartungen für Impact-Investments. Diese Literatur bestätigt, wie wichtig es ist, ein tieferes Verständnis für Nachhaltigkeitspräferenzen zu gewinnen und eine stärkere Verbindung zwischen der Ermittlung finanzieller und nichtfinanzieller Präferenzen herzustellen. Dieser Beitrag bietet eine detaillierte Einführung in einen umfassenden, wahlbasierten Conjoint-Ansatz zur Erfassung von Nachhaltigkeitspräferenzen, Risiko-Rendite-Präferenzen und der Bereitschaft, Gebühren zu zahlen.

## 3 Aufbau des Tools

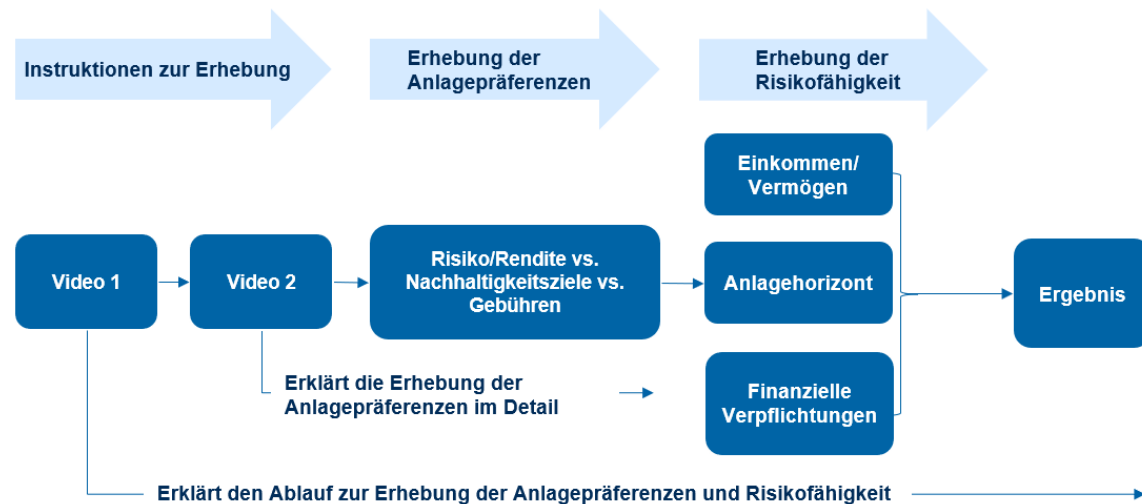
### 3.1 Choice-Based Conjoint Analysis (CBCA)

CBCA ist ein etablierter Ansatz aus der Marktforschung, der reale Entscheidungsprozesse nachbildet. Anstatt Kundinnen und Kunden zu fragen, ob ihnen Nachhaltigkeit wichtig ist, werden ihnen konkrete Alternativen mit unterschiedlichen Kombinationen von Produkteigenschaften vorgelegt. In mehreren Durchgängen wählt der Kunde oder die Kundin in jedem Durchgang eines der präsentierten Produkte – wie in einer echten Kaufsituation. Mittels der wiederholten Entscheidungen misst die CBCA, wie wichtig den befragten Personen die jeweiligen Produkteigenschaften tatsächlich sind – und welche Kombinationen sie bevorzugen.

Das macht die Methode extrem hilfreich für Banken, die:

- regulatorische Anforderungen erfüllen wollen,
- Fehlberatungsrisiken reduzieren möchten,
- personalisierte Anlagevorschläge liefern wollen.

**Abbildung 1** stellt den gesamten Prozess des Abfragetools dar. Im Folgenden gehen wir auf die unterschiedlichen Phasen (Instruktionen, Präferenzen, Risikokapazität und Darstellung der Resultate) im Detail ein.

**Abbildung 1: Prozess der Tools**

### 3.2 Instruktionen

Um privaten Anlegenden den Inhalt sowie den Ablauf der Präferenzermittlung so klar wie möglich zu vermitteln, werden vor Beginn des CBCA zwei Videos gezeigt. Das erste Video stellt den gesamten Ablauf der Präferenzabfrage vor, während das zweite Video die einzelnen Produkteigenschaften und ihre jeweiligen Ausprägungen anhand anschaulicher Beispiele erläutert. Angesichts des Umfangs der Informationen – die andernfalls zu einer erheblichen Textmenge geführt hätten – wurde das Videoformat einer rein textbasierten Präsentation vorgezogen. Im Rahmen einer Umfrage unter 1.000 französischen Privatpersonen wurden die Befragten gebeten, den Umfang und die Länge des zweiten Videos zu bewerten. Das Feedback war positiv: Mehr als 70 % gaben an, dass das gesamte Experiment (einschliesslich des Videos) eine angemessene Länge habe, und eine grosse Mehrheit von fast 90 % gab an, dass der Inhalt des Videos so vermittelt wurde, dass die Durchführung der CBCA erleichtert wurde. Während fast 60 % eine Reihe von Verständnisfragen zu nachhaltigen Anlagestrategien und Gebühren richtig beantworteten, schien die Unterscheidung zwischen Strategien mit hoher und geringer Wirkung eine Herausforderung zu sein. Nur 26 % bzw. 15 % konnten diese beiden Fragen richtig beantworten. Diese Erkenntnis führte zu der Entscheidung, die Wirkungsstrategien nicht nach ihrem Wirkungsgrad zu unterscheiden, sondern sie zu einer einzigen Stufe innerhalb der CBCA (nachstehend Präferenzabfragetool) zu kombinieren (vgl. unten).

### 3.3 Präferenzen

Die Entscheidung, welche Produkteigenschaften für das Präferenzabfragetool relevant sind und welche nicht, hängt sowohl vom Forschungskontext als auch von den Wahrnehmungen privater Anleger ab. Das vorliegende Präferenzabfragetool konzentriert sich bei der Bewertung der Anlagepräferenzen auf finanzielle Aspekte (Risiko/Rendite sowie Gebühren) und nachhaltige Anlagestrategien. Alle drei

Dimensionen basieren auf einer quantitativen Analyse des bestehenden Marktes, ergänzt durch die Wahrnehmung privater Anleger und Kundenberater, und werden im Folgenden ausführlich beschrieben.

Für die **Produkteigenschaft Risiko/Rendite** wurden drei Stufen ausgewählt, deren Wahl wie folgt begründet werden kann. Erstens sind Renditen naturgemäss eine Folge des eingegangenen Risikos – ein höheres Risiko bringt ein höheres Renditepotenzial mit sich und umgekehrt. Daher können Renditepräferenzen nicht unabhängig vom Risiko gemessen werden (Markowitz, 1952). Folglich werden die beiden Dimensionen zu einem einzigen Attribut mit unterschiedlichen Ausprägungen zusammengefasst, wobei das Risiko in Form von Wertschwankungen ausgedrückt wird. Zweitens würde die Darstellung nur der durchschnittlichen Renditen über einen längeren Zeitraum unweigerlich ausschliesslich positive Ergebnisse suggerieren. Es ist jedoch unerlässlich, die Anleger und Anlegerinnen sowohl auf positive als auch auf negative Schwankungen aufmerksam zu machen. Aus diesem Grund werden die Schwankungsbreiten in Kombination mit der erwarteten langfristigen jährlichen Rendite dargestellt. Drittens wurden historische Risiko- und Renditezahlen sowohl von 308 nachhaltigen als auch von 726 konventionellen Anlagen aus der LSEG und der Fondsdatenbank von myfairmoney.ch herangezogen. Diese breite Datenbasis erhöht die Robustheit der drei geclusterten Renditekategorien. Schliesslich wäre es zwar grundsätzlich möglich, qualitative Kennzeichnungen wie „hohes Risiko“ oder „mittleres Risiko“ anstelle von numerischen Werten anzuzeigen, doch setzt ein solcher Ansatz ein gewisses Mass an Finanzwissen voraus. Darüber hinaus sind qualitative Kategorien wie hoch, mittel oder niedrig sehr subjektiv und können von jedem Befragten unterschiedlich interpretiert werden. Empirische Untersuchungen im Kontext von Umfragen haben diese Einschränkungen bestätigt (Borgers et al. 2003).

**Tabelle 1: Ausprägungen der Produkteigenschaft Risiko/Rendite**

Ausprägungen von Risiko/Rendite	Beschreibung
Ø Jahresgewinn 1%; Renditeschwankung: –6% bis +8%	Niedriges Risiko-Rendite-Profil
Ø Jahresgewinn 3%; Renditeschwankung: –11% bis +16%	Mittleres Risiko-Rendite-Profil
Ø Jahresgewinn 6%; Renditeschwankung: –21% bis +33%	Hohes Risiko-Rendite-Profil

Zur Ableitung der in Tabelle 1 aufgeführten Zahlen werden historische Performance-Daten für die oben beschriebene Musterfondsdatenbank verwendet. Alle Fonds mit vollständigen historischen Daten zur annualisierten Performance (Messzeitraum: letzte 10 Jahre bis Ende Januar 2025) und annualisierten Standardabweichung (SD) werden nach ihrer annualisierten Standardabweichung geordnet und in drei gleich grosse Gruppen (Terzile) unterteilt, die ein geringes, mittleres und hohes Risiko repräsentieren. Für jedes Terzil werden die mittlere annualisierte Rendite und die mittlere Standardabweichung berechnet und unter der Annahme normalverteilter jährlicher Renditen (Mittelwert  $\pm 1,64 \times SD$ ) eine ungefähre 90%-Schwankungsbreite ermittelt. Diese Bandbreiten und die entsprechenden mittleren Renditen

werden auf ganze Prozentwerte gerundet, um die Verständlichkeit für die Befragten zu verbessern, was zu den drei dargestellten Risiko-Rendite-Kombinationen führt.

Für die Produkteigenschaft der nachhaltigen Anlagestrategie wurden drei Stufen ausgewählt (vgl. **Tabelle 2**), deren Auswahl wie folgt begründet werden kann. Nachhaltigkeitsziele können durch verschiedene nachhaltige Anlagestrategien verfolgt werden, die jeweils unterschiedliche Auswirkungen auf die Umwelt haben. Die mit diesen Ansätzen angestrebten Auswirkungen können wiederum mit spezifischen Anlegermotiven in Verbindung gebracht werden, die in der wissenschaftlichen Literatur ausführlich dokumentiert sind (Chatterji et al., 2009, Busch et al., 2021, Edmans und Kacperczyk, 2022). Die im Präferenzabfragetool verwendeten Ausprägungen wurden so konzipiert, dass sie einerseits die typischen Einstellungen zweier gut dokumentierter Anlegertypen – wertorientierte und wirkungsorientierte Anleger – widerspiegeln und andererseits auch die tatsächlich auf dem Finanzmarkt verfügbaren Produktangebote berücksichtigen. Darüber hinaus wurde die Option aufgenommen, keine Nachhaltigkeitsziele zu verfolgen. Um die Vielfalt der bestehenden Strategien zu erfassen, wurde die Fondsdatenbank der Plattform myfairmoney.ch analysiert. Diese Analyse ergab eine dreifache Unterscheidung: eine Kategorie mit wertebasierten Strategien und zwei Kategorien mit wirkungsorientierten Strategien, die sich im Grad der Wirkung unterscheiden. Sowohl eine Umfrage unter Privatanlegern als auch eine schriftliche Online-Befragung von Kundenberatern ergaben jedoch, dass Privatanlegende Schwierigkeiten haben, zwischen unterschiedlichen Wirkungsgraden zu unterscheiden. Infolgedessen bietet die endgültige Version des Tools nur zwei nachhaltige Anlagestrategien als Optionen an, neben der Option, keine Nachhaltigkeitsziele zu verfolgen. Diese Änderung trug auch dazu bei, ein weiteres Feedback der Kundenberater zu berücksichtigen, die angaben, dass eine Präferenzabfrage, welche acht Mal eine Entscheidung zwischen verschiedenen fiktiven Produkten erfordert zu zeitaufwändig ist. Durch die Reduzierung der Anzahl Ausprägungen für die Nachhaltigkeitsstrategien konnte die Gesamtzahl der Entscheidungen zur Messung der Nutz- oder Anlagepräferenz auf sechs gesenkt werden, ohne die Messgenauigkeit negativ zu beeinträchtigen.

**Tabelle 2: Ausprägungen der Produkteigenschaft Nachhaltigkeit**

Ausprägungen von Nachhaltigkeitszielen	Beispiel
Ich investiere mein Geld nur in Unternehmen, die bereits erste Schritte zu nachhaltigem Handeln unternommen haben.	Ein solches Investment könnte in Firmen getätigt werden, die bereits einen Beitrag zu Nachhaltigkeitszielen leisten, oder einen klaren Absenkpfad verfolgen.
Ich investiere mein Geld, um Unternehmen zukünftig zu nachhaltigem Handeln zu bewegen.	Ein solches Investment könnte eine Strategie beinhalten, die investierten Firmen durch die Wahrnehmung von Aktionärsrechten (Stimmrechte oder Dialog mit den Firmen) hin zu mehr Nachhaltigkeit zu bewegen.
Ich investiere mein Geld nicht zwingend nachhaltig.	Ein solches Investment berücksichtigt keine Nachhaltigkeitskriterien.

Für die dritte Produkteigenschaft, die Gebühren, wurden ebenfalls drei Ausprägungen ausgewählt. Gebühren unterscheiden nicht nur zwischen aktiven und passiven Anlagestilen, sondern ermöglichen auch eine Unterscheidung zwischen wirkungsorientierten Strategien. Strategien mit einem höheren Wirkungsgrad lassen sich von solchen mit geringerer Wirkung unterscheiden, da sie in der Regel mit höheren Gebühren verbunden sind. Diese erhöhten Kosten lassen sich dadurch erklären, dass solche Anlageinstrumente oft relativ kleine Vermögensvolumina verwalten, sodass die Fixkosten auf eine geringere Vermögensbasis verteilt werden. Darüber hinaus ist die Analyse der zugrunde liegenden Anlagen in der Regel komplexer und zeitaufwändiger, was ebenfalls zu höheren Gebühren beiträgt. Diese Differenzierung reduziert gleichzeitig die Komplexität der Entscheidungsaufgabe für Privatanleger.

**Tabelle 3: Ausprägungen der Produkteigenschaft Gebühren**

Ausprägungen von Gebühren	Beschreibung
0,50% pro Jahr	Niedrige Gebühren
1,50% pro Jahr	Mittlere Gebühren
2,00% pro Jahr	Hohe Gebühren

Die dargestellten Gebührensätze basieren auf derzeit auf dem Markt erhältlichen Anlageprodukten und wurden aus einer Analyse von 1034 Anlageprodukten abgeleitet, die von der LSEG heruntergeladen wurden. Die Fondsstichprobe wurde anhand der Gesamtkostenquoten (TER) in drei gleiche Teile (Terzile) unterteilt. Für jedes Terzil wird die durchschnittliche TER berechnet und als jeweilige Attributstufe ausgewiesen (siehe Tabelle 3). Während passive Anlageprodukte im Durchschnitt etwa 0,5 Prozent kosten, belaufen sich die Kosten für aktiv verwaltete Produkte auf etwa 1,5 Prozent. Gebühren von etwa zwei Prozent wurden für Anlageprodukte im Zusammenhang mit wirkungsvollen Anlagestrategien gemeldet, die zu den teuersten Anlageformen gehören.

### 3.4 Risikokapazität

Neben der Ermittlung der Präferenzen hinsichtlich der Nachhaltigkeitsziele, Gebühren und Risikotoleranz ist es bei der Auswahl eines geeigneten Finanzprodukts unerlässlich, die Risikotragfähigkeit eines Anlegers und einer Anlegerin zu bewerten. Die Risikotragfähigkeit bezieht sich auf die objektive finanzielle Fähigkeit eines Anlegers oder einer Anlegerin, finanzielle Risiken zu tragen. Sie wird durch die wirtschaftlichen Verhältnisse des Anlegers oder der Anlegerin bestimmt, wie z. B. das vorhandene Vermögen oder die Fähigkeit, Vermögen aufzubauen, den Anlagehorizont und den Liquiditätsbedarf. Während eine hohe Sparquote und ein langer Anlagehorizont die Risikotragfähigkeit erhöhen und es einem Anleger ermöglichen, grössere Risiken einzugehen, schränken ein kurzer Anlagehorizont und eine niedrige Sparquote diese tendenziell ein.

Gemäss dem Schweizer Finanzdienstleistungsgesetz (FIDLEG) müssen sowohl die finanzielle Leistungsfähigkeit als auch die Anlagepräferenzen vor einer Anlageempfehlung erhoben werden, und die Empfehlung muss mit dem Ergebnis dieser Bewertung übereinstimmen. Der Gesetzgeber schreibt

jedoch nicht vor, wie diese Faktoren zu messen sind, was zu einer Vielzahl von Ansätzen bei den Anbietern von Anlageberatungs- und diskretionären Portfoliomanagementdienstleistungen führt.

Für das aktuell vorliegende Präferenzabfragetool wurden die in **Abbildung 2** aufgeführten Fragen verwendet. Die Abfrage kann jedoch problemlos angepasst werden, um die im jeweiligen Finanzinstitut bereits eingesetzten Risikokapazitäts-Fragen einzubauen.

**Abbildung 2: Fragen zur Risikokapazität**

1.	Können Sie am Ende des Monats sparen?	Ja; Nein
2.		
3.	Wie viel Prozent Ihres Vermögens möchten Sie investieren?	5% - 10%; 11% - 20%; 21% - 30%; 31% - 40%; >41%
4.	Was ist Ihr Anlagehorizont?	<3 Jahre; 3 bis 8 Jahre; >8 Jahre
5.	Welche Finanzinstrumente haben Sie bereits genutzt? (Die Wahl von Option 2 setzt voraus, dass Sie mit Option 1 vertraut sind; die Wahl von Option 3 setzt voraus, dass Sie mit 1 und 2 vertraut sind)	Sparkonten; Obligationen / Obligationenfonds, Aktien / Aktienfonds; Optionen / Strukturierte Produkte / Hedge Fonds

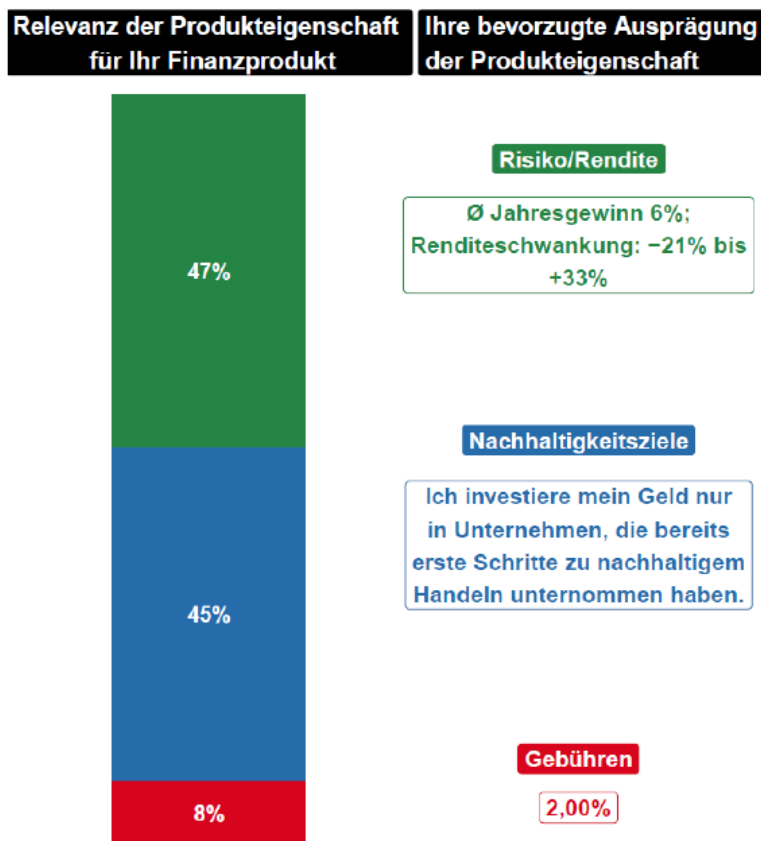
### 3.5 Darstellung der Resultate

Das Präferenzabfragetool erstellt im Anschluss an die Erhebung eine individuelle Zusammenfassung, der Ergebnisse. **Abbildung 3** zeigt ein Balkendiagramm, das die relative Bedeutung jeder Produkteigenschaft in Prozent angibt (Risiko/Rendite, Nachhaltigkeitsziele und Gebühren). Neben dem Diagramm wird die vom Befragten bevorzugte Ausprägung für jede Produkteigenschaft dargestellt, beispielsweise eine bestimmte Risiko-Rendite-Kombination (durchschnittliche jährliche Rendite und Schwankungsbandbreite), eine bevorzugte Nachhaltigkeitsausrichtung und eine Gebührenhöhe. Zusätzlich zur grafischen Zusammenfassung enthält der Bericht zwei ergänzende narrative Elemente: eine schriftliche Zusammenfassung, welche Art von Anlageprodukten am ehesten den gemessenen Anlagepräferenzen entsprechen, sowie Übersetzung dieser Zusammenfassung in der gängigen Produktsprache, wie in **Abbildung 3** dargestellt. Die Zusammenfassung fasst die Kombination der Produkteigenschaftsausprägungen, die den Antworten der befragten Person am besten entspricht, in einfacher Sprache zusammen. Die produktbasierte Zusammenfassung geht dann noch einen Schritt weiter, indem sie dieses allgemeine Präferenzprofil in eine indikative Produktkategorie übersetzt. Im Abfragetool geschieht dies in Form eines kurzen Textes, der eine geeignete Anlageform vorschlägt.

Im Anschluss an die Ergebnisse wird ein Glossar aufgezeigt, in dem alle Ausprägungen der Produkteigenschaften in einer nicht-technischen Sprache erläutert werden (vgl. Abbildungen zu den Attribute Levels oben). Für jede Produkteigenschaft listet das Glossar die möglichen Ausprägungen auf (z. B. niedrige, mittlere und hohe Risiko-/Renditeprofile mit den entsprechenden durchschnittlichen Renditen und Schwankungsbreiten, unterschiedliche Nachhaltigkeitszielorientierungen und Gebührenstufen) und

veranschaulicht diese mit kurzen Beschreibungen oder Beispielen. Diese Struktur stellt sicher, dass die Befragten ihre personalisierten Zusammenfassungen der Ergebnisse sehen und die zugrunde liegenden Bausteine der Präferenzmessung transparent nachvollziehen können.

**Abbildung 3: Anzeige der Resultate**



**Empfehlung:** Aufgrund Ihrer Antworten ist das Finanzprodukt, das Ihren Präferenzen am besten entspricht, ein Produkt mit mittlerem Risiko und einer langfristigen durchschnittlichen Rendite von 3 % pro Jahr. Das Finanzprodukt richtet sich an Unternehmen, die bereits erste Schritte auf dem Weg zu Nachhaltigkeitszielen unternommen haben. Das ideale Finanzprodukt würde auch hohe Gebühren von etwa 2,0 % pro Jahr mit sich bringen.

**Produktbasierte Empfehlung:** Basierend auf Ihren Antworten wäre ein aktiv verwaltetes Anlageprodukt mit einem ausschlussbasierten, Best-in-Class-, Klima- oder thematischen Ansatz und einem mittleren Risikoniveau eine optimale Wahl.

## 4 Fazit

Dieses Papier stellt einen einfachen und effizienten Ansatz zur detaillierten Erfassung von Nachhaltigkeitspräferenzen vor. Die Hauptvorteile des vorgeschlagenen Tools, das einen CBCA-Ansatz

verwendet, sind die integrierte Ermittlung von Präferenzen hinsichtlich der finanziellen und nicht-finanziellen Eigenschaften von Anlageprodukten sowie die Tatsache, dass das Tool einen spielerischen Charakter hat, der sich eng an bewährte Methoden zur Ermittlung von Risikopräferenzen anlehnt. Das Abfragetool wurde anhand von gross angelegten Umfragen und Feedback von Teilnehmenden verschiedener Bachelor-, Master- und Executive-Education-Programme ausführlich getestet und optimiert. Es wurde ausserdem in Zusammenarbeit mit Finanzinstituten und Wissenschaftlern entwickelt. Der nächste Schritt besteht darin, weitere eingehende experimentelle Analysen durchzuführen, um zu bewerten, wie dieser innovative Ansatz im Vergleich zu anderen umfragebasierten Ansätzen die tatsächlichen Nachhaltigkeitspräferenzen erfasst. Darüber hinaus wird die Praktikabilität des Tools weiter evaluiert und mit Finanzinstituten diskutiert. Das Hauptziel des Projekts besteht darin, Einzelpersonen einen offenen Zugang zu dem Abfragetool zu ermöglichen und die Option zu bieten, es in bestehende Prozesse bei Finanzinstituten zu integrieren.



# Referenzen

- Apostolakis, G., van Dijk, G., Kraanen, F., & Blomme, R. J. (2018). Examining socially responsible investment preferences: A discrete choice conjoint experiment. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 17, 83–96.
- Bachmann, K., Meyer, J., & Krauss, A. (2024). Investment motives and performance expectations of impact investors. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 42, 100911.
- Barber, B. M., Morse, A., & Yasuda, A. (2021). Impact investing. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162–185.
- Bauer, R., Ruof, T., & Smeets, P. (2021). Get real! Individuals prefer more sustainable investments. *Review of Financial Studies*, 34(8), 3976–4043.
- Boos, D., Tanner, M., Meyer, J., & Bittel, A. (2024). Nachhaltigkeit in der Säule 3a. Working Paper / Report.
- Borgers, N., Hox, J., & Sikkels, D. (2003). Response quality in survey research with children and adolescents: The effect of labelled response options and vague quantifiers. *International Journal of Public Opinion Research*, 15(1), 83–94.
- Busch, T., Bruce-Clark, P., Derwall, J., Eccles, R., Hebb, T., Hoepner, A., Klein, C., Krueger, P., Paetzold, F., Scholtens, B., & Weber, O. (2021). Impact investments: A call for (re)orientation. *SN Business & Economics*, 1(2), Article 33.
- Cauthorn, T., Eckert, J., Kellers, A., Klein, C., & Zwergel, B. (2025). Do advisors respond to investors' sustainability preferences? Working Paper.
- Chatterji, A. K., Levine, D. I., & Toffel, M. W. (2009). How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? *Journal of Economics & Management Strategy*, 18, 125–169.
- Edmans, A., & Kacperczyk, M. (2022). Sustainable finance. *Review of Finance*, 26(6), 1309–1313.
- Engler, D., Gutsche, G., & Smeets, P. (2023). Why do investors pay higher fees for sustainable investments? An experiment in five European countries. SSRN Working Paper.
- Falk, A., Becker, A., Dohmen, T., Huffman, D., & Sunde, U. (2023). The preference survey module: A validated instrument for measuring risk, time, and social preferences. *Management Science*, 69(4), 1935–1950.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2007). Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 667–689.
- Filippini, M., Leippold, M., & Wekhof, T. (2024). Sustainable finance literacy and the determinants of sustainable investing. *Journal of Banking & Finance*, 163, 107167.
- Garagnani, M. (2023). The predictive power of risk elicitation tasks. *Journal of Risk and Uncertainty*, 67(2), 165–192.
- Giglio, S., Maggiori, M., Stroebel, J., & Utkus, S. (2021). Five facts about beliefs and portfolios. *American Economic Review*, 111(5), 1481–1522.
- Global Sustainable Investment Alliance. (2021). Global sustainable investment review 2020.

- Gutsche, G., & Ziegler, A. (2019). Which private investors are willing to pay for sustainable investments? Empirical evidence from stated choice experiments. *Journal of Banking & Finance*, 102, 193–214.
- Hartzmark, S. M., & Sussman, A. B. (2019). Do investors value sustainability? A natural experiment examining ranking and fund flows. *Journal of Finance*, 74(6), 2789–2837.
- Heeb, F., Kölbel, J. F., Paetzold, F., & Zeisberger, S. (2022). Do investors care about impact? *Review of Financial Studies*.
- Holt, C. A., & Laury, S. K. (2002). Risk aversion and incentive effects. *American Economic Review*, 92(5), 1644–1655.
- Holzmeister, F., Huber, J., Kirchler, M., Lindner, F., Weitzel, U., & Zeisberger, S. (2020). What drives risk perception? A global survey with financial professionals and laypeople. *Management Science*, 66(9), 3977–4002.
- Kling, L., König-Kersting, C., & Trautmann, S. T. (2022). Investment preferences and risk perception: Financial agents versus clients. *Journal of Banking & Finance*, Article 106489.
- Lönnqvist, J. E., Verkasalo, M., Walkowitz, G., & Wichardt, P. C. (2015). Measuring individual risk attitudes in the lab: Task or ask? An empirical comparison. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 119, 254–266.
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Mattmann, B., Stüttgen, M., & Berchtold, N. (2025). Wie erheben Banken Nachhaltigkeitspräferenzen von Privatkunden in der Schweiz? Working Paper.
- Paetzold, F., Busch, T., & Chesney, M. (2015). More than money: Exploring the role of investment advisors for sustainable investing. *Annals in Social Responsibility*, 1(1), 195–223.
- Peters, S. M., Meyer, J., & Stefan, M. (2025). Perception of sustainable investing: A survey experiment among the general population and financial advisors. Working Paper.
- Riedl, A., & Smeets, P. (2017). Why do investors hold socially responsible mutual funds? *Journal of Finance*, 72(6), 2505–2550.
- Rossi, M., Sansone, D., van Soest, A., & Torricelli, C. (2019). Household preferences for socially responsible investments. *Journal of Banking & Finance*, 105, 107–120.
- Stefan, M., Holmen, M., Holzmeister, F., Kirchler, M., & Wengström, E. (2023). You can't always get what you want: An experiment on finance professionals' decisions for others. Working Paper.
- Zeisberger, S. (2022). Do people care about loss probabilities? *Journal of Risk and Uncertainty*, 65, 185–213.