

1 Einleitung

1.1 Motivation und Zielsetzung

Die Weltwirtschaft unterlag seit Beginn des Jahrhunderts mehreren größeren Umbrüchen. Als bedeutendes Ereignis sind die **Finanzkrise** um das Jahr 2008 mit einer Insolvenzwelle großer amerikanischer Banken, sowie die darauf anschließende **europäische Schuldenkrise** mit drohender Staatsinsolvenz verschiedener europäischer Länder zu benennen. Aus diesen Krisen resultierend änderte sich in vielerlei Weise die Sicht auf das Bankensystem und seine inhärente Stabilität. Zum einen verloren Anleger das Vertrauen, dass ihr Geld innerhalb von Vermögensanlagen nicht größerem Risiko ausgesetzt ist.¹ Unbesicherte Gläubiger konnten beispielsweise lediglich 41 % ihrer Forderungen während der Insolvenzabwicklung der Lehman Brothers Holdings Inc. zurückerhalten.² In der Liquidation wurde dieser Prozentsatz sogar auf nur 20 % geschätzt. Zum anderen sah man sich aus regulatorischer Sichtweise gezwungen, Sicherheitsmechanismen zur stärkeren Überwachung und Kontrolle des Bankensystems zu beschließen.³ Dies sollte nicht ausschließlich zukünftige Krisen dieser Art verhindern, sondern auch eine Signalwirkung zur Wiederherstellung des Anlegervertrauens besitzen. Die Finanz- und europäische Schuldenkrise stellen in dieser Hinsicht einen bedeutenden wirtschaftlichen Umbruch in der Regulatorik und dem Anlegervertrauen dar.

Unter „Umbrüchen“ im Sinne des Titels dieser Arbeit sind aber nicht nur Änderungen zu verstehen, die aufgrund einer Notwendigkeit aus einem krisenartigen Schock entstehen. Seit dem Anfang des 21. Jahrhunderts gewinnt das Verhältnis zwischen Mensch und Natur in der Öffentlichkeitswahrnehmung zunehmend an Bedeutung. Neben Konsequenzen innerhalb des persönlichen Handelns hat dies auch Auswirkung auf die Finanzmärkte. In diesem Zusammenhang spielt insbesondere die **Transition zu einer nachhaltigen Weltwirtschaft** eine entscheidende Rolle.⁴ Darunter versteht man die Umstellung wirtschaftlicher Prozesse auf eine Weise, die langfristig im Einklang mit dem Erhalt der Um-

¹ Vgl. hierzu The Conference Board (2008), S. 1.

² Vgl. hier und im Folgenden Stempel (2022).

³ Vgl. hierzu Regulation (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates.

⁴ Vgl. hierzu UNFCCC (2015), Präambel.

welt und der Gesellschaft steht. Da es für Einzelakteure ohne Weiteres aus monetärer Sicht irrational sein kann, eigenes Verhalten umzustellen, müssen mittels regulatorischer Maßnahmen Anreize dafür gesetzt werden.⁵ Neben solchen direkten Ansätzen haben aber auch indirekte Kosten Auswirkungen auf die Finanzwelt. Selektionskriterien in der Kreditvergabe können es besonders umweltschädigenden Unternehmen erschweren Fremdkapital aufzunehmen und eine nicht-monetäre Erwartungshaltung der Investoren an nachhaltige Firmen kann zu verringerten Eigenkapitalkosten führen.⁶

Aufgrund ihrer Bedeutung beschäftigt sich die wirtschaftswissenschaftliche Literatur umfangreich mit solchen Einschnitten in der Finanzwelt. Der Fokus liegt dabei oft auf den großen, professionellen Märkten, da die Auswirkungen dort für die Gesamtwirtschaft in der Regel auch besonders schwer wiegen. Vergleichsweise weniger erforscht sind Konsequenzen für Märkte, die sich auf eine bestimmte Zielgruppe beschränken. Im Fokus dieser Arbeit stehen in diesem Sinne die **Privatanleger**. Zwar ist das Vermögen von Privatpersonen im Vergleich zur Gesamtwirtschaft beschränkt, nicht zuletzt wegen des erleichterten Marktzugangs durch fortschreitende Technologisierung gewinnt diese Gruppe in jüngerer Zeit aber zunehmend an Bedeutung.⁷ Auf weniger liquiden Märkten kann beispielsweise der Einfluss von Privatanlegern im Vergleich zu den institutionellen in der Art überwiegen, das Preise aus dem Gleichgewicht geraten. Deutlich wurde dies im Januar 2021, als organisierte Privatanleger der Social-Media-Plattform Reddit Aktien der Firma Gamestop aufkauften und damit bei leerverkaufenden Fonds aufgrund aufgeblähter Preise Milliardenverluste verursachten.⁸ Es ist daher von Interesse, wenn vertiefende Erkenntnisse zum Verhalten dieser Gruppe sowie zu ihrem Verhältnis zu den professionellen Marktteilnehmern gewonnen werden.

Ein besonders wichtiger Unterschied zwischen Privatanlegern und professionellen Marktteilnehmern ist ihr durchschnittlicher Informationsgrad.⁹ Privatanleger haben in der Regel nicht die finanziellen oder personellen Möglichkeiten dieselben Informationen wie professionelle Akteure zu beschaffen oder auszuwerten. Stattdessen müssen sie sich entweder auf beschränkte oder externe Quellen verlassen. So können Berater zur Optimierung des Anlagenportfolios oder externe

⁵ Schäden am Klima werden beispielsweise aufgrund der weltweiten Auswirkung von allen Akteuren getragen und lassen sich zudem schwer quantifizieren. Eine Investition in geringeren CO₂-Ausstoß erbringt kurzfristig keinen Wettbewerbsvorteil. Vgl. für regulatorische Anreize UNFCCC (2015), Abschnitt III.

⁶ Dieser Sachverhalt wird später innerhalb eines Literaturüberblicks behandelt.

⁷ Vgl. zum Beispiel Bryzgalova et al. (2023), S. 4 und im Folgenden Avramov et al. (2006), S. 2392 f.

⁸ Vgl. hierzu Umar et al. (2021), S. 1 f.

⁹ Vgl. hier und im Folgenden zum Beispiel Hens und Rieger (2014), Erner et al. (2013), Kunz et al. (2017).

Organisationen¹⁰ zur Einschätzung von Sachverhalten herangezogen werden. Trotzdem verbleibt in der Regel ein **Informationsdefizit** zwischen den privaten und professionellen Marktteilnehmern, welche insbesondere Letzteren einen Vorteil verschaffen kann.¹¹ Umbrüche innerhalb der Finanzwelt eignen sich in diesem Zusammenhang für eine Untersuchung dieser Differenzen, denn dort werden vermehrt neue Informationen in den Markt eingebracht, für deren Verarbeitung und Erfassung Privatanleger mitunter länger benötigen könnten.

Neben Informationsdifferenzen hat sich auch die **Aufmerksamkeit** von Privatanlegern gegenüber bestimmten Themen als wichtige Determinante für Kaufentscheidungen herausgestellt. In Form der Auffälligkeitstheorie¹² (engl. salience theory) wurde diese in der Literatur schon vielfach als Erklärung für das menschliche Verhalten genutzt. Ihre Kernaussage ist, dass besonders auffällige Informationen im Vergleich zu weniger prägnanten in der Entscheidungsfindung überbewertet werden. Diese zunächst naheliegende Hypothese steht im Finanzkontext entgegen der klassischen Nutzenoptimierung, in der auf Basis aller Informationen eine möglichst rationale Entscheidung ermittelt wird.¹³ Sind Privatanleger aufgrund von Beschränkungen nicht fähig alle Informationen aufzunehmen und zu verwerten, so liegt es nahe, dass vorrangig auffällige Informationen verarbeitet werden. Empirisch wurde dies zum Beispiel von Barber und Odean (2008) unter der Bezeichnung „Aufmerksamkeitshypothese“ untersucht. Dort wird nachgewiesen, dass Privatanleger vor allem Anlagen kaufen, welche mediale Aufmerksamkeit erfahren. Wirtschaftliche Umbrüche können Evidenz für die Auffälligkeitstheorie und Aufmerksamkeitshypothese im Zusammenhang mit Privatanlegern beisteuern, da sie in besonderer Weise Phasen großer Salienz gewisser Themen darstellen.

Erkenntnisse zu Privatanlegern werden innerhalb der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung oft über zwei prinzipielle Weisen erlangt. Zum einen ist dies über die Analyse von Daten aus kontrollierten Experimenten möglich.¹⁴ Dabei kann sichergestellt werden, dass ausschließlich Anleger eines gewissen Typs untersucht werden und die Erkenntnisse sich somit exakt auf deren Verhalten beziehen. Als bedeutender Nachteil sind die fehlenden Konsequenzen von falschen Entscheidungen zu sehen. Teilnehmer solcher Studien haben oft keine großen finanziellen Anreize, dieselben Entscheidungen wie außerhalb zu täti-

¹⁰ Dies können zum Beispiel private Ratingagenturen zur Einschätzung von Risiken oder auch Regierungsorgane in Form von Regulation sein.

¹¹ Zum Beispiel sind Privatanleger nicht in der Lage Preis korrekt einzuschätzen. Vgl. hierzu Entrop et al. (2016).

¹² Vgl. hier und im Folgenden Kahneman und Tversky (1973) und Bordalo et al. (2012).

¹³ Vgl. hierzu von Neumann und Morgenstern (1944).

¹⁴ Vgl. zu den Grundlagen im Zusammenhang mit experimentellen Datenerhebungen hier und im Folgenden Gerber und Green (2012).

gen.¹⁵ Alternativ können Daten aus realen Märkten analysiert werden. Diese haben aufgrund der Verlustmöglichkeit den obigen Nachteil nicht. Allerdings ist es oft schwerer zweckmäßige Daten zu erlangen, da es auf vielen Märkten aufgrund von Anonymität der Teilnehmer nicht möglich ist das Verhalten von Privatanleger eindeutig zu isolieren.¹⁶

Diese Arbeit trägt zu der Literatur rund um Privatanleger und ihrer Verhaltensweise durch Analyse realer Daten bei. Als speziell für Untersuchungen dieses Anlegertyps geeignet hat sich der Markt für **strukturierte Produkte** (kurz SRP, vom engl. „structured retail product“) erwiesen. Diese oft als Zertifikate herausgegebenen Finanzprodukte richten sich praktisch ausschließlich an diese Zielgruppe. Privatanleger beziehen sie in der Regel auf dem Primärmarkt innerhalb einer Erstemission von Emittenten, welche die einzigen professionellen Teilnehmer auf dem Markt sind. Im Anschluss werden die Zertifikate häufig auf einem Sekundärmarkt gelistet.¹⁷ Dort nimmt der Emittent des Produkts die Rolle eines Market Makers ein.¹⁸ Leerverkäufe sind explizit nicht möglich, was den Emittenten eine individuelle Preisgestaltung erlaubt.¹⁹ Der Markt eignet sich daher gut, das Verhältnis zwischen Privatanlegern und Emittenten zu analysieren, wobei vor allem Informationsasymmetrien wichtig sind.

Die Aufmerksamkeitshypothese, beziehungsweise Auffälligkeitstheorie, ist innerhalb der Literatur rund um strukturierte Produkte kein Novum. Célérier und Vallée (2017) weisen nach, dass Banken innerhalb ihres Produktdesigns besonderen Wert auf die Headline-Rate²⁰ geben, welche besonders prägnant in den Titel des Zertifikats gesetzt wird. Vokata (2024) zeigt in diesem Zusammenhang, dass die Headline-Rate als besonders salientes Attribut die Anlageentscheidung stark beeinflusst. Arnold et al. (2021) stellen fest, dass die Preissetzung der Emittenten in Bezug auf das Ausfallrisiko nur nach der Finanzkrise existiert. Begründet wird dies mit der Salienz des Themas: Nur wenn das Ausfallrisiko besonders relevant ist, sind Privatanleger diesbezüglich sensitiv und Emittenten sehen sich gezwungen, dies auch zu berücksichtigen. Insofern kann die Aufmerksamkeitshypothese nicht nur über die reine Analyse des Investorenverhaltens, sondern auch über die Interaktion mit den Emittenten untersucht werden.

¹⁵ Man behilft sich in der Gestaltung solcher Experimente oft mit leistungsbasierter Vergütung, wobei die Höhe im Vergleich zu realen Konsequenzen oft überschaubar bleibt. Zudem verlieren Teilnehmer in der Regel kein Geld, sondern werden nur geringer vergütet. Dies ist auf Basis der Prospect-Theory von Kahneman und Tversky (1979) nicht äquivalent.

¹⁶ Zum Beispiel müssen Orders mit Heuristiken identifiziert werden. Vgl. hierzu Boehmer et al. (2021).

¹⁷ In der Regel sind dies darauf spezialisierte Börsen.

¹⁸ Die genauen Details hierzu werden in Kapitel 2 gegeben.

¹⁹ Insbesondere fehlt Privatanlegern die Möglichkeit, Preise von Zertifikaten über dem fairen Wert mittels Leerverkäufen auszunutzen.

²⁰ Dies ist die Rendite unter dem bestmöglichen Szenario.

Innerhalb der Forschung um strukturierte Produkte wird oft auf relative Preissetzung eingegangen. Da Emittenten sich im Normalfall gegen die durch den Verkauf eines Zertifikats entstandene Position durch Handel auf dem professionellen Markt absichern, ist ihr Erlös im Wesentlichen auf die Differenz des Verkaufspreises eines strukturierten Produkts zu seinem Absicherungsportfolio beschränkt.²¹ Diese als **Marge** bekannte Größe bildet üblicherweise das zentrale Untersuchungsobjekt bezüglich der Preispolitik der Emittenten. So befasst sich die Literatur vermehrt mit ihrer Höhe und Dynamik, insbesondere ob Emittenten etwaige Uninformiertheit von ihren Kunden ausnutzen.²²

Im Zentrum dieser Arbeit stehen zwei Themen, welche unterschiedliche Umbrüche aufgreifen und in denen Aufmerksamkeit auf verschiedene Aspekte gelenkt wurde:

Die Finanzkrise und die europäische Schuldenkrise rückten das Insolvenzrisiko in den Fokus vieler Privatanleger. Arnold et al. (2021) postulieren eine Preisberücksichtigung nur nach dem Ausfall der Lehman Brothers Holdings Inc., wobei sie den Primärmarkt in der Schweiz untersuchen. Aus ihren Ergebnissen lässt sich allerdings nicht schlussfolgern, ob dies auch in einem adäquaten Maß geschieht. Informationsdefizite können dazu führen, dass Privatanleger schon bei geringen Abschlägen bereit sind, Zertifikate wieder zu erwerben, sodass Emittenten keinen Anlass haben ihre Zertifikate noch günstiger anzubieten. Auch endet die Untersuchung von Arnold et al. (2021) in der Krisenphase. Nach der Aufmerksamkeitshypothese müsste im Anschluss keine oder weniger Berücksichtigung stattfinden, wenn Ausfallrisiko für Privatanleger keine entscheidende Rolle mehr spielt. Somit kann eine Untersuchung der **Höhe des berücksichtigten Ausfallrisikos** sowohl Auskunft über Informationsdefizite als auch über die Aufmerksamkeitshypothese geben.

Die Transition zu einer nachhaltigen Weltwirtschaft rückt das Thema des **nachhaltigen Investierens** ins Zentrum der Aufmerksamkeit. Die Literatur konnte eine gestiegene Präferenz für nachhaltige Fonds und Einzelunternehmen feststellen.²³ Die Emittenten strukturierter Produkte in Deutschland haben auf Basis eines eigens erstellten Kriterienkatalogs angefangen, ihre Zertifikate mit Nachhaltigkeitsmerkmalen auszuweisen. Solch ein Ausweis ist nicht unproblematisch, denn es besteht aufgrund fehlender externer Kontrolle das Potenzial für „Greenwashing“.²⁴ Zudem können sie ihre Margenpolitik in Erwartung an vermehrte Abnahme anpassen, wenn Privatanleger dies aufgrund fehlender Informationen und hoher Komplexität schlecht einschätzen können. Die Emittenten wurden für

²¹ Vgl. hierzu Hachenberg et al. (2022), S. 12. Manche Zertifikate können nicht 1-zu-1 durch ein Portfolio auf dem professionellen Markt repliziert werden, sodass die Marge auch in Bezug auf eine Handelsstrategie, beispielsweise einem Delta-Hedge, gesehen werden kann.

²² Vgl. hierzu zum Beispiel Stoimenov und Wilkens (2005), Baule (2011) oder Schertler (2021).

²³ Dies wird im Abschnitt 6.2.2 innerhalb eines Literaturüberblicks noch deutlich gemacht.

²⁴ Damit ist das als nachhaltig Ausweisen von nicht oder wenig nachhaltigen Produkten gemeint.

ihr Vorgehen von Verbraucherverbänden kritisiert.²⁵ Es handle sich lediglich um einen Marketingtrick ohne Inhalt. Da die Ausweise prägnant platziert werden, sollten sie nach der Aufmerksamkeitshypothese in der Entscheidungsfindung übergewichtet und solche Zertifikate entsprechend vermehrt gekauft werden. Zudem kann anhand von Ratings untersucht werden, ob die Basiswertauswahl von der Nachhaltigkeit beeinflusst wird. Im Zuge der Aufmerksamkeitshypothese sollte eine Berücksichtigung verstärkt in Zeiten hoher Aufmerksamkeit, wie nach der Protestbewegung Fridays-for-Future, aber nur für relativ leicht zugängliche Informationen geschehen. Auch in diesem Zusammenhang können also Informationsdefizite und die Aufmerksamkeitshypothese untersucht werden.

Zusammenfassend ergeben sich aus den obigen Erklärungen zwei Forschungsziele, welche die Basis dieser Arbeit bilden:

- Die Berücksichtigung des Ausfallrisikos bei der Preissetzung strukturierter Finanzprodukte soll quantifiziert und innerhalb unterschiedlicher Zeitperioden verglichen werden.
- Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeit bei der Kaufentscheidung und Preissetzung von strukturierten Produkten soll anhand der Einführung von Nachhaltigkeitsmerkmalen und der FFF-Bewegung analysiert werden.

Die hier noch allgemein gehaltenen Forschungsziele werden in den jeweiligen empirischen Kapiteln 5 und 6 innerhalb von konkreten Forschungsfragen ausformuliert.

1.2 Finanzwirtschaftliche Umbrüche und ihre Auswirkung auf Privatanleger

1.2.1 Finanzkrise und europäische Schuldenkrise

Obwohl die Finanz- und europäische Schuldenkrise sowie die Transition zu einer nachhaltigen Weltwirtschaft zentral für die Untersuchungen dieser Arbeit sind, sollen sie aufgrund ihrer Komplexität in der vorliegenden Arbeit nicht in allen Details dargestellt werden. Stattdessen wird sich auf einen kurzen historischen Abriss und ihren Auswirkungen auf Privatanleger fokussiert.

Die Finanzkrise wurde nach heutigem Wissensstand maßgeblich durch eine Zinssenkung der Federal Reserve System of America ausgelöst. Die Finanzierung von Immobilieneigentum wuchs aufgrund dieser von 460 Milliarden US Dollar

²⁵ Vgl. hier und im Folgenden FWR (2023).

im Jahre 2000 auf fast 2,8 Billionen US Dollar im Jahre 2003.²⁶ Als Folge der wachsenden Nachfrage und Preise trat eine vermehrte Zahl an Spekulanten in den Markt ein, wobei selbst Privatpersonen anfangen, Häuser für kurzzeitige Gewinne zu finanzieren.

Gläubiger waren insbesondere deswegen bereit die Finanzierung zu gewähren, weil diese als verpackte Produkte in Anbetracht der kontinuierlich steigenden Hauspreise als relativ sicher, aber dennoch gewinnbringend galten.²⁷ Ein solches Instrument waren „Collateralized debt obligations“ (kurz CDO, deutsch „gesicherte Schuldverschreibung“). CDOs versprechen dem Inhaber eine Rückzahlung basierend auf den Einnahmen aus einem vorher definierten Pool an Forderungen. Dabei wird der CDO in verschiedene Senioritätsstufen eingeteilt, sodass bei Zahlungsausfall eines Teiles der Schuldner zuerst die hohen Stufen bedient werden. Im Zuge der Immobilienblase vor 2008 erhielten diese Instrumente aufgrund ihrer komplexen Abhängigkeitsstrukturen oft ungerechtfertigt niedrige Risikoeinstufungen. Als Resultat war es in Amerika fast unabhängig von tatsächlicher Kreditwürdigkeit möglich, Gegenparteien für eine Kreditaufnahme zu finden. Die vermehrte Vergabe von Krediten ließ die Summe der Hypothekenkredite in Amerika von 5,3 Billionen USD im Jahre 2001 auf fast 14,7 Billionen USD in 2008 wachsen.

Der Kollaps des Immobilienmarkts um das Jahr 2008 hatte insbesondere Konsequenzen für Inhaber von besicherten Krediten und CDOs, welche in hohem Maß auch von systemisch wichtigen Firmen gehalten wurden.²⁸ Andere Faktoren²⁹ wirkten verstärkend auf die Stresssituation dieser Banken. Besonders stark wurde zuerst die Bear Stearns Companies, Inc. getroffen, welche letztendlich durch Übernahme von JPMorgan vor einer Insolvenz bewahrt werden konnte. Als zusätzlich die Lehman Brothers Bank in Zahlungsschwierigkeiten geriet und kein privater Akteur diese übernehmen wollte, wurde nach einer Reihe von Alternativen beschlossen, diese nicht durch staatlichen Eingriff zu retten.³⁰

Die Konsequenzen der Finanzkrise auf Privatanleger und -haushalte waren enorm. Innerhalb des Einbruchs der Weltwirtschaft von 2007 bis zum ersten Quartal 2009 bemisst sich der Verlust US-amerikanischer Haushalte beispielsweise auf knapp 11 Billionen US Dollar.³¹ Neben sinkenden Immobilienpreisen verlor der S&P 500 im Jahr 2008 fast ein Drittel seines Wertes. Aufgrund der wirtschaftlichen Schieflage vieler Unternehmen sahen sich europäische Staaten zunehmend gezwungen, größere Ausgaben zur Stabilisierung des Finanzsys-

²⁶ Vgl. hier und im Folgenden US Regierung (2011), S. 5.

²⁷ Vgl. hier und im Folgenden US Regierung (2011), S. 7.

²⁸ Vgl. hier US Regierung (2011), S. 228.

²⁹ Duffie (2019) identifiziert verschiedene Faktoren, unter anderem unregulierten Derivatehandel und kurzfristige Rückkaufvereinbarungen. Gennaioli und Shleifer (2018) machten die Unterschätzung von Risiken verantwortlich.

³⁰ Vgl. hierzu US Regierung (2011), S. 228.

³¹ Vgl. hierzu US Regierung (2011), S. 391 ff.

tems zu tätigen.³² Damit übertrugen sich die Effekte der Finanzkrise auf den EU-Staatenbund, was letztendlich zur **europäischen Schuldenkrise** führte. Damit verbunden breitete sich größere Sorge um einen Staatsbankrott auch in der europäischen Bevölkerung aus.

Im Zuge dieser Krisenserie verloren Endkonsumenten ihr Vertrauen in das Finanzsystem.³³ So sank der Conference Board Consumer Confidence Index auf sein niedrigstes Niveau seit 16 Jahren. Dieser aus Umfragen gewonnene Index beschreibt das Vertrauen in die kurzfristige Zukunft der Wirtschaft. Die Abbildung 1.1 zeigt sowohl das Vertrauensniveau der amerikanischen als auch der deutschen Konsumenten im Zeitverlauf:

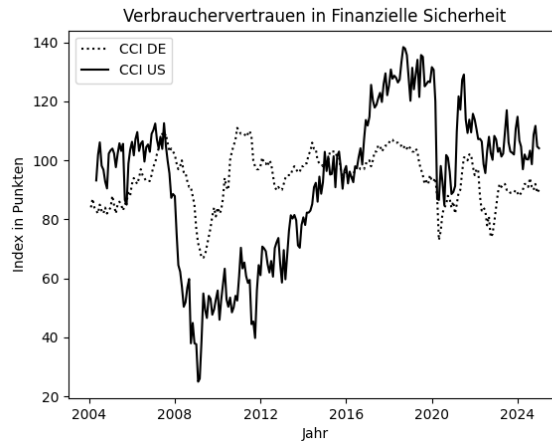


Abbildung 1.1 Die Abbildung zeigt Indizes für Verbrauchervertrauen in die ökonomische Situation der Vereinigten Staaten von Amerika (CCI US) und Deutschland (CCI DE). Die durchgezogene Linie gibt Werte des Conference Board Consumer Confidence Index für die USA, während die gestrichelte Linie Werte des Verbrauchervertrauens-Index der Kantar GmbH (vorher ICON Added Value GmbH) für Deutschland darstellt. Ein Indexwert von 100 stellt eine neutrale Haltung dar. Die beiden Indizes sind aufgrund verschiedener Methodik nur über ihren relativen Verlauf vergleichbar. Die Daten wurden von LSEG Data & Analytics bereit gestellt. Eigene Darstellung.

Der **Vertrauensverlust** auf Basis der Finanzkrise ist sowohl für den amerikanischen als auch für den deutschen Markt deutlich sichtbar. Während sich dieser Verlust in den USA nur langsam erholte, gewannen die Deutschen ihr Vertrauen in die wirtschaftliche Lage aufgrund von verfrühtem Optimismus schnell zurück, bevor dieses im Zuge der Eurokrise einem erneuten Einbruch unterlag.³⁴ Nicht zuletzt deswegen wurde eine Reihe von regulatorischen Maßnahmen zur Wiederherstellung durchgeführt. So schreibt der Gesetzgeber in den einleitenden

³² Vgl. hier und im Folgenden Wittmann (2016), Abschnitt 5.

³³ Vgl. hier und im Folgenden The Conference Board (2008), S. 1 f.

³⁴ Vgl. hierzu Wittmann (2016), Abschnitt 6.

Punkten der PRIIPs-Verordnung: „Eine Verbesserung der Transparenz [...] ist [...] Voraussetzung für die Wiederherstellung des Vertrauens von Kleinanlegern in den Finanzmarkt, insbesondere nach der Finanzkrise“.³⁵

Aufgrund der drohenden Insolvenz von europäischen Staaten innerhalb der europäischen Schuldenkrise, der jüngeren Verluste auf dem Finanzmarkt und des tatsächlichen Bankrotts der Lehman Brothers war die Aufmerksamkeit in Bezug auf die Insolvenz von Banken hoch. Daher eignet sich diese Periode besonders für eine Analyse der Berücksichtigung des Ausfallrisikos. Außerdem stellen die Nachkrisenzeit und die Coronakrise Kontrollperioden mit geringem Fokus auf Insolvenzrisiko dar. Insbesondere kann eine unterschiedliche Berücksichtigung von Ausfallrisiko innerhalb der Perioden als Evidenz für die Aufmerksamkeitshypothese von Arnold et al. (2021) gewertet werden.

1.2.2 Transition zu einer nachhaltigen Weltwirtschaft

Die **Transition zu einer nachhaltigen Wirtschaft** als weiterer Einschnitt in das Finanzsystem hat deutlich ältere Ursprünge. Die Effekte der Industrialisierung auf die CO₂-Konzentration, sowie die Mechanismen der daraus resultierenden globalen Erwärmung, waren bereits in den 50er-Jahren protokolliert worden und sind von der einschlägigen Fachliteratur fast einstimmig anerkannt.³⁶ Daraus entsprangen in vergleichsweise kurzer Abfolge ab den 90er-Jahren mehrere Versuche auf internationaler Ebene diesem Wandel entgegenzutreten.³⁷ Eine regulatorische Maßnahme ist der CO₂-Handel, welcher finanzielle Anreize für Unternehmen zur Reduktion ihres CO₂-Ausstoßes setzt.³⁸ Noch heute ist die Diskussion um weitere notwendige Maßnahmen zur Erfüllung gesetzter Ziele zentrales Thema der politischen Debatte.³⁹ Somit ist festzustellen, dass im Gegensatz zur Finanzkrise die Transition einen eher langfristigen Umbruch innerhalb der Finanzwelt darstellt.

Unter anderem durch die zunehmende Öffentlichkeitswahrnehmung des Klimawandels wurde das Konzept von **nachhaltigen Investitionen** in den Fokus vieler Anleger gerückt. Dieses umfasst allerdings nicht ausschließlich die Bekämpfung von Umweltschädigung, sondern versammelt auch andere Aspekte wie Transparenz und Sozialengagement. Seine Ursprünge hatte es bereits in den frühen 70er-Jahren innerhalb von nachhaltigen Investmentfonds wie dem PAXWX, welcher auf Basis religiöser Überzeugung die Investition in im Viet-

³⁵ Vgl. hierzu Regulation (EU) Nr. 1286/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates.

³⁶ Vgl. hierzu IPCC (2007), Abschnitt 1.3.1.

³⁷ Darunter zählen das Kyoto-Protokoll, die Cancun-Vereinbarung und das Pariser Klimaabkommen. Vgl. hierzu UNFCCC (1997), UNFCCC (2010) und UNFCCC (2015).

³⁸ Vgl. hierzu Richtlinie 2003/87/EG des Europäischen Parlaments und des Rates.

³⁹ Vgl. hierzu zum Beispiel die Verordnung (EU) 2019/631 Festsetzung von CO₂-Emissionsnormen für neue Personenkraftwagen.