

# Privatanleger ignorieren gute Anlageberatung

Fundierte und unabhängige Empfehlungen werden zwar gern gefordert – aber nicht befolgt



von Utpal  
Bhattacharya,  
Andreas  
Hackethal,  
Simon Kaesler,  
Benjamin Loos  
und Steffen  
Meyer

Private Anleger hatten in den letzten Jahren keine Freude an den Finanzmärkten. Die weltweite Finanzkrise hat Depot-Besitzer schwer gebeutelt. Dabei zielten verschiedene politische Maßnahmen in der jüngeren Vergangenheit darauf, den Kleinanleger besser zu schützen. So trat in Europa Ende 2007 die EU-Finanzmarktrichtlinie (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID) in Kraft, die insbesondere eine bessere Transparenz von Finanzprodukten einfordert. Die USA haben eine neue Behörde mit dem Namen »Consumer Finance Protection Agency« geschaffen, die ähnliche Ziele verfolgt. Finanzdienstleister, die in Deutschland aktiv sind, müssen seit Kurzem zudem alle Gebühren, die mit dem Kauf eines Finanzprodukts einhergehen, wie Ausgabeaufschläge und insbesondere Provisionen, die der Berater für die Vermittlung erhält, offenlegen.

## Anlagefehler: Warum Privatanleger oft so schlecht abschneiden

Die Beispiele zeigen, dass Politik und Regulierungsbehörden bisher vor allem versuchen, Probleme auf der Angebotsseite des Finanzberatungsmarktes zu beheben. Mehr Transparenz und ein verbessertes Informationsangebot sind aber letztlich nur dann hilfreich, wenn der Kunde sie auch nutzt, um seine Anlageentscheidungen zu verbessern. Untersuchungen im Forschungsgebiet »Household Finance« dokumentieren die zum Teil schwerwiegenden Anlagefehler von Privatinvestoren. So ergeben bisherige Studien konsistent, dass Privatinvestoren ein paar Prozentpunkte pro Jahr schlechter abschneiden als der Markt (z.B. Barber, Lee, Liu and Odean 2009). Die Gründe hierfür sind vielfältig: Investoren

vertrauen ihren Finanzmarktkenntnissen oft mehr als gerechtfertigt wäre. Die amerikanischen Forscher Brad Barber und Terrance Odean (2000) finden beispielsweise, dass Investoren viel zu viel handeln und dabei deutlich Rendite einbüßen. Odean (1999) zeigte auch, dass solche Aktien, die Privatinvestoren kaufen, schlechter abschneiden als jene, die sie verkaufen. Außerdem bevorzugen sie Wertpapiere aus ihrem eigenen Land (»Home Bias«) und verzichten dabei auf die Vorteile eines weltweit breit diversifizierten Wertpapierkorbs (Calvet, Campbell and Sodini 2007). Sie verkaufen ferner Gewinner zu früh und halten Verlierer zu lang, weil sie ihre Verluste nicht realisieren wollen (»Disposition Effect«, Odean 1998). Finanzberatung hätte also mehrere Ansatzpunkte, den Privatanlegern zu helfen und ihre Rendite näher an die des Marktes zu bringen.

Wie lassen sich diese Anlagefehler beheben? Neben einer verbesserten Vermittlung von Finanzwissen, einer Standardisierung und verschärften Regulierung von Produkten (Campbell 2006) gilt insbesondere gute Anlageberatung als Schlüssel. Allerdings geben in einer Umfrage unter deutschen Privatanlegern 80 Prozent der Befragten an, bereits einen Anlageberater zu konsultieren. Der scheinbare Widerspruch löst sich durch Ergebnisse der »Household Finance«-Literatur, die zeigen, dass die Anlageberatung in der Realität oft durch Interessenkonflikte gekennzeichnet ist: Beispielsweise versuchen Anlageberater durch die Empfehlung von besonders teuren Produkten ihre Provisionen zu maximieren. So kommt es teilweise sogar zu einer Verschlechterung des Anlageerfolgs, wenn private Investoren Beratung in Anspruch nehmen (Inderst/Ottaviani 2009, Bergstresser et al. 2010).

## Feldexperiment mit 8000 privaten Investoren: Beratung und ihre Grenzen

Eine einfache Lösung scheint damit auf der Hand zu liegen: das Angebot einer konfliktfreien Anlageberatung auf Grundlage der Portfolio-Theorie, die zuvorderst den Nutzen der Anleger und nicht den des Beraters im Blick hat. Mit anderen Worten: Es ließe sich vermuten, dass Anleger ein konfliktfreies und auf die eigenen individuellen Bedürfnisse abgestimmtes Beratungsmodell willkommen heißen und davon profitieren. Ob ein solch verbessertes Beratungsangebot tatsächlich dazu führt, dass Finanzanleger bessere Anlageentscheidungen treffen, haben wir im Rahmen eines Feldexperiments in Zusammenarbeit mit einem großen europäischen Online-Broker untersucht. Rund 8000 zufällig ausgewählte Kunden des Brokers erhielten ein Beratungsangebot. Es war das erste Mal, dass dieser Broker Anlageberatung offerierte, die Beratung war während der circa halbjährigen Einführungsphase kostenlos und vor allem konfliktfrei, also ohne Anreize für den Berater, möglichst viel Umsatz zu generieren. Die Empfehlungen wurden von einem kommerziellen Portfolio-Optimierer erstellt, dessen einziges Ziel es war, die Effizienz der Portfolios durch bessere Diversifikation zu steigern. Im Durchschnitt hatten unsere Anleger in den letzten Jahren vor unserem Angebot risikoadjustiert etwa 6 Prozent pro Jahr schlechter abgeschnitten als der Markt. Die Voraussetzungen, dass konfliktfreie Beratung hier helfen könnte, waren also gegeben.

Bei der Untersuchung der Daten aller Investoren – sowohl derer, die die Anlageberatung annahmen, als auch derer, die sie ablehnten – interessierte uns eine Reihe von Fragen:

- Wie viele und vor allem welche Kunden haben das Angebot angenommen?
- Sind die Kunden, die das Angebot angenommen haben, der Anlageberatung gefolgt?
- Hat sich die Effizienz des Portfolios eines durchschnittlichen Kunden, der den Empfehlungen gefolgt ist, verbessert?
- Sind die Kunden, die mit Blick auf die Effizienz ihres Portfolios die Anlageberatung am ehesten hätten gebrauchen können, auch diejenigen, die das Angebot vermehrt annahmen?

### Ernüchternde Ergebnisse: Weniger als 20 Prozent der Empfehlungen umgesetzt

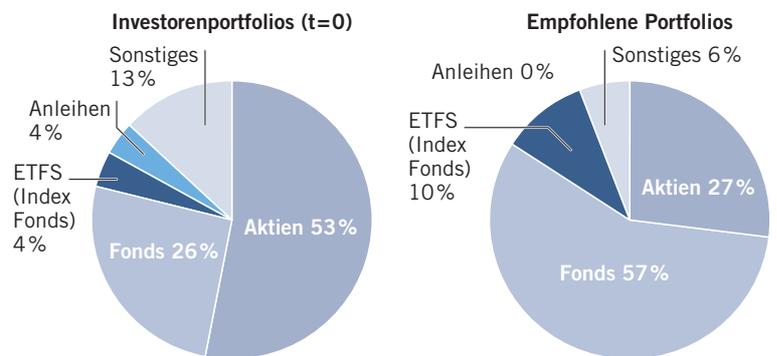
Mit der Beantwortung dieser Fragen werfen wir – soweit wir es wissen – als erste Forschergruppe im Bereich »Household Finance« ein Licht auf die Nachfrageseite der Anlageberatung. Dazu haben wir die konkreten Anlageempfehlungen dem jeweils tatsächlich erfolgten Anlageverhalten der Kunden im Anschluss an die Beratung gegenübergestellt. Unsere Ergebnisse sind allerdings mit Blick auf die formulierte Erwartung, eine vermeintlich einfache Lösung für die zum Teil schweren Fehler im Anlageverhalten von Finanzverbrauchern präsentieren zu können, ernüchternd.

Nur etwa 5 Prozent der Kunden nehmen das Angebot einer kostenlosen und konfliktfreien Anlageberatung überhaupt an. Diese Kunden sind mit einer höheren Wahrscheinlichkeit männlich, höheren Alters, vermögender, in ihrem Anlageverhalten erfolgreicher und haben eine längere Kundenbeziehung mit der

Bank als die Kunden, die das kostenlose Beratungsangebot nicht nutzen wollen.

Kunden, welche die Anlageberatung annehmen, folgen den Empfehlungen in den seltensten Fällen. Nur ungefähr die Hälfte der beratenen Kunden setzt die Empfehlungen der Beratung um und dies auch nur bruchstückhaft. Im Schnitt setzen die beratenen Kunden weniger als 20 Prozent der Empfehlungen um. Kein Kunde folgt den Empfehlungen zu 100 Prozent, manche handeln sogar gegenteilig, indem sie Wertpapiere verkaufen, die ihnen empfohlen wurden.

Die Effizienz des Portfolios des durchschnittlichen Anlegers, der den Empfehlungen zumindest teilweise gefolgt ist, verbessert sich. Gleichmaßen hätte sich die Portfolio-Effizienz auch für die Anleger erhöhen können, die den gegebenen Empfehlungen nicht gefolgt sind. Damit beweisen wir, dass die Anlagebera-



tung nicht nur konfliktfrei war, sondern die Portfolio-Effizienz der Privatanleger in der Tat auch hätte verbessern können.

Tatsächlich nehmen die Investoren, die aufgrund ihres Anlageverhaltens die Beratung am besten hätten gebrauchen können, sie kaum in Anspruch. Dabei zeigen unsere Ergebnisse auch, dass insbesondere weniger erfolgreiche Anleger – gemessen an ihrem Anlageerfolg vor der Anlageberatung – besonders stark von einer Umsetzung der Empfehlungen profitiert hätten.

### Privatinvestoren benötigen mehr Finanzwissen

Unsere Untersuchung belegt, dass das bloße Angebot von konfliktfreier und theoretisch fundierter Anlageberatung zwar eine notwendige Bedingung für ein verbessertes Anlageverhalten von Privatinvestoren ist, aber keinesfalls eine hinreichende. Getreu dem Sprichwort: Man kann ein Pferd zur Tränke führen, aber eben nicht zum Trinken zwingen.

Während sich also Politik und Regulierungsbehörden weltweit vor allem mit der Angebotsseite des Finanzmarktes befassen, zeigen unsere Ergebnisse, dass falsche Anlageentscheidungen von Privatinvestoren in einem nicht unerheblichen Maße auch auf Probleme zurückzuführen sind, die auf der Nachfrageseite entstehen. Sie stellen insofern die Effektivität von ausschließlich angebotsseitiger Regulierung infrage, da eine transparentere Informationspolitik allein die Investitionsentscheidungen von Privatanlegern nicht zu verbessern scheint. Unsere Ergebnisse geben der aktuellen Diskussion um Verbraucherschutz im Bereich der Anlageberatung insofern neue Impulse. Sie zeigen die Notwendigkeit einer verstärkten Wissensvermitt-

Die beiden Kreisdiagramme zeigen die tatsächliche Vermögensaufteilung der Investoren: links die von den privaten Investoren vorgenommene Aufteilung ihres Anlagevermögens; rechts die vom Berater empfohlene Aufteilung (jeweils Durchschnittswerte). Die Verschiebung von Einzelaktien und -anleihen hin zu diversifizierten Fonds und ETFs ist klar erkennbar.



lung im Finanzbereich, damit Privatanleger ihre Stärken und Schwächen in Bezug auf Wertpapierinvestitionen reflektieren und zudem in die Lage versetzt werden, gute von schlechten Beratungsangeboten zu unterscheiden. Insbesondere sollten sich Privatanleger

nicht der Illusion hingeben, durch das Auswählen einzelner Aktien eine bessere Rendite zu erzielen als der Markt. Denn wie zahlreiche Studien zeigen, schaffen dies nicht einmal professionelle Investoren (u.a. Fama und French 2010). Als Konsequenz sollten Privatanleger die genannten Anlagefehler vermeiden, indem sie beispielsweise möglichst diversifiziert anlegen.

**Von Anlegern und Patienten – beide ignorieren Ratschläge**

Unsere Ergebnisse stehen auch in Einklang mit Untersuchungen, die das Verbraucherverhalten im Anschluss an Beratungsempfehlungen in anderen Kontexten unter die Lupe nehmen. So zeigt die medizinische Forschung, dass auch ärztlicher Rat im Durchschnitt nur von weniger als 25 Prozent der Patienten befolgt wird (Vermeire et al. 2001). Zu den Gründen heißt es dabei: Patienten nehmen an, dass sie mehr wissen als ihr Arzt, oder sie ignorieren schlicht, was ihnen empfohlen wird. Die vorliegende Arbeit zur Anlageberatung wirft damit unter anderem folgende Fragen für die zukünftige Forschung auf: Was hält Anleger davon ab, vorteilhaften Anlageempfehlungen zu folgen? Und falls mangelnde Transparenz bezogen auf die Qualität der Anlageberatung eine Ursache ist: Wie lässt sich diese Transparenz steigern? ♦

**Die Autoren**

**Prof. Dr. Andreas Hackethal**, 40, studierte Betriebswirtschaftslehre an der Goethe-Universität und an der University of Iowa, USA. Er promovierte 1999 bei Prof. Reinhard H. Schmidt an der Goethe-Universität und schloss 2005 seine Habilitation ab. Im Januar 2005 folgte er einem Ruf an die European Business School in Oestrich-Winkel, wo er bis Ende 2007 Professor für Finanzen und Schwerpunktleiter war. 2008 nahm er einen Ruf auf eine Finanzprofessur im House of Finance der Goe-

the-Universität an und übernahm die Leitung der Goethe Business School. Zudem leitet er im House of Finance das »Retail Banking Competence Center« (Forschung im Bereich Anlageentscheidungen von Haushalten und die Rolle der Finanzberatung) und ist einer der Direktoren des E-Finance Lab.

**Prof. Utpal Bhattacharya, Ph.D.**, 52, ist Visiting Associate Professor an der Booth School of Business der Universität von Chicago und Associate Professor

an der Kelley School of Business der Indiana University. Er machte seinen Ph.D. 1990 an der Columbia Business School. Seine Forschungsschwerpunkte liegen im Bereich empirischer Kapitalmarktfor-

**Dr. Steffen Meyer**, 29, studierte Betriebswirtschaftslehre an der European Business School, Oestrich-Winkel, und promovierte dort 2005 bei Prof. Hackethal. Seit Juni 2008 ist er wissenschaftlicher As-

sistent an der Professur für Finanzen und am »Retail Banking Competence Center« (RBCC) der Goethe-Universität. Seine Forschung konzentriert sich auf Anlageentscheidungen privater Haushalte und die Effekte von Anlageberatung.

**Simon Kaesler**, 27, Diplom-Kaufmann, ist Doktorand an der Professur für Finanzen von Prof. Andreas Hackethal. Seine Forschung konzentriert sich auf die Effekte von Anlageberatung und Anlageentschei-

dungen privater Haushalte, insbesondere Renditemessung und passive Investments.

**Benjamin Loos**, 31, Diplom-Kaufmann, arbeitet als wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Professur für Finanzen von Prof. Andreas Hackethal. Seine Forschung konzentriert sich auf die Effekte von Anlageberatung und Anlageentscheidungen privater Haushalte, insbesondere Rendite- und Risikomesung sowie Performance Attribution.

hackethal@finance.uni-frankfurt.de  
ubhattac@indiana.edu

meyer@finance.uni-frankfurt.de  
kaesler@finance.uni-frankfurt.de

loos@finance.uni-frankfurt.de  
www.finance.uni-frankfurt.de/hackethal

**Literatur**

Barber, Brad M., Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, and Terrance Odean, 2009 <i>Just how much do individual investors lose by trading?</i> Review of Financial Studies 22, 609–632.	ous to Your Wealth: <i>The Common Stock Investment Performance of Individual Investors</i> Journal of Finance 55, 773–806.	<i>Mutual Fund Industry Review of Financial Studies</i> 22, 4129–4156.	cal Economy 115, 707–747.	Journal of Finance, forthcoming.	<i>Their Losses?</i> Journal of Finance 53, 1775–1798.	<i>to Medical Recommendations: A Quantitative Review of 50 Years of Research</i> Medical Care 42, 200–209
Barber, Brad M., and Terrance Odean, 2000 <i>Trading is Hazard-</i>	Bergstresser, Daniel, John M. R. Chalmers, and Peter Tufano, 2009 <i>Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the</i>	Calvet, Laurent E., John Y. Campbell, and Paolo Sodini, 2007 <i>Down or Out: Assessing the Welfare Costs of Household Investment Mistakes</i> Journal of Politi-	Campbell, John Y., 2006 <i>Household Finance</i> Journal of Finance 61, 1553–1604.	Inderst, Roman, und Marco Ottaviani, 2009 <i>Mis-selling through Agents</i> American Economic Review 99, 883–908.	Odean, Terrance, 1999 <i>Do Investors Trade Too Much?</i> American Economic Review 89, 1278–1298.	
		Journal of Political Economy 115, 707–747.	Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 2010 <i>Luck Versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns</i>	American Economic Review 99, 883–908.	Di Matteo, M. Robin, 2004 <i>Variations in Patient's Adherence</i>	