

Der Homo Oeconomicus – Wie rational gehen Menschen mit Geld um?

Viele Anleger machen systematische Fehler bei ihren Investments

von **Steffen Meyer,**
Maximilian Köstner,
Andreas Hackethal

Vielfältige Einschnitte im Rentensystem haben die Bedeutung der privaten Altersvorsorge in den vergangenen Jahren massiv erhöht. Neben Immobilienbesitz, Lebensversicherungen und staatlich geförderten Programmen zur privaten Vorsorge hat sich inzwischen auch die eigenverantwortliche Altersvorsorge mit Wertpapierdepots etabliert, so dass die Anzahl privater Depots in den letzten 25 Jahren von 8,0 auf 27,9 Millionen gestiegen ist. Vor diesem Hintergrund ist die Frage von zentraler Bedeutung, wie gut Anleger ihr Geld investieren.

wirken. Für die USA zeigen Barber und Odean (2000), dass Anleger den Markttrenditen um 3,7 Prozent pro Jahr hinterherhinken. Für Deutschland liegen die Schätzungen laut Meyer et al. (2012) sogar bei über 5 Prozent Renditenachteil pro Jahr, was signifikante Auswirkungen auf die ökonomische Wohlfahrt hat. Durch eine Analyse der Wertpapiertransaktionen aller Privathaushalte in Taiwan konnten Barber et al. (2009) zeigen, dass sich die jährlichen Anlageverluste der Privatanleger auf 2,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts von Taiwan summieren.

Vier mögliche Lösungsansätze

Während die Existenz von zahlreichen Investmentfehlern von Privatanlegern unbestritten ist, steht die Forschung zu möglichen Lösungsansätzen noch am Anfang. Aus der Literatur lassen sich grundsätzlich vier mögliche Lösungsansätze ableiten, die teilweise noch kontrovers diskutiert werden.

Der erste Lösungsansatz lautet: Finanzbildung. Calvet, Campbell und Sodini (2007) dokumentieren einen positiven Zusammenhang zwischen finanziellem Sachverstand und besserem Anlageverhalten, was sich beispielsweise in einer rechtzeitigen Altersvorsorge zeigt. Jedoch führen Schulungen, die grundsätzliches Finanzwissen vermitteln, nicht zwangsläufig zu besserem Anlageverhalten, wie beispielsweise Benartzi und Thaler (2007) zeigen konnten.

Der zweite Lösungsansatz hängt eng mit dem von Thaler und Sunstein (2009) verwendeten Konzept des libertären Paternalismus zusammen. Übertragen auf Finanzentscheidungen ist damit gemeint, dass der einzelne Investor frei über seine Finanzen entscheiden kann, der Staat oder andere Institutionen jedoch einen unverbindlichen Rahmen vorgeben, um so Invest-



Für Anleger, die die wichtigsten Anlagerregeln befolgen, ist Geldanlage alles andere als ein Glücksspiel.

Studien zeigen, dass Privatanleger bei ihren Anlageentscheidungen systematische Investmentfehler begehen und damit vom Leitbild des Homo Oeconomicus abweichen, der seinen erwarteten Nutzen maximiert. Campbell (2006) definiert Investmentfehler als Diskrepanz zwischen normativem Anlageverhalten (»Was Privathaushalte tun sollten«) und positivem Anlageverhalten (»Was Privathaushalte tatsächlich tun«).

Zu den größten Fehlern gehören mangelnde Diversifikation und übermäßiges und damit kostenintensives Handeln.

Die häufigsten Anlagefehler: Zu geringe Streuung und übermäßiges Handeln

Eine wachsende Zahl von Studien belegt, dass sich die verschiedenen Anlagefehler in ihrer Summe signifikant negativ auf den Anlageerfolg von Privatanlegern aus-

mentfehler einzuschränken. Ein konkretes Anwendungsbeispiel sind betriebliche Altersvorsorgepläne, die so gestaltet sind, dass die Teilnahme für Arbeitnehmer zwar freiwillig ist, eine Anmeldung jedoch automatisch erfolgt, falls nicht aktiv widersprochen wird.

Ein dritter Lösungsansatz besteht darin, dass Anleger über Erfahrung lernen und Anlagefehler mit der Zeit selbst abstellen. Nicolosi, Peng und Zhu (2009) dokumentieren, dass Privatanleger mit steigender Erfahrung bessere Finanzentscheidungen treffen. Jedoch zeigen Seru, Shumway und Stoffman (2010), dass ein substanzieller Teil des aggregierten Lernerfolgs auf den Rückzug von erfolglosen Privatanlegern aus dem Kapitalmarkt zurückzuführen ist und daher die Lerneffekte der einzelnen Investoren begrenzt sind.

Finanzberatung stellt den vierten Lösungsansatz dar. Auch hier sind die empirischen Ergebnisse gemischt. So erzielen die Kunden von Finanzberatern im Schnitt niedrigere Renditen bei höheren Risiken (Hackethal, Haliassos und Jappelli 2010), haben aber weniger Informationskosten und besser diversifizierte Portfolios. Darüber hinaus kommen Bhattacharya et al. (2012) zu dem Schluss, dass die Anleger, die Finanzberatung am nötigsten hätten, diese nicht in Anspruch nehmen beziehungsweise nicht befolgen.

Auswirkungen von Lernen und Beratung auf die Rationalität der Entscheidungen

Wir beschäftigen uns in jüngster Zeit damit, wie sich Erfahrung und Beratung auf drei spezifische und bedeutsame Anlagefehler auswirken: auf mangelnde Diversifikation, übermäßiges Handeln und auf den Dispositionseffekt (Gewinneraktien werden zu früh verkauft, Verluste werden zu lange ausgesessen). Hierfür wird ein Datensatz verwendet, der die vollständige und anonymisierte Investmenthistorie von mehreren Zehntausend Privatanlegern über einen Zeitraum von zehn Jahren umfasst.

Lernen hilft (nur), Kosten zu sparen

Um die Wirkung von Anlageerfahrung zu testen, untersuchen wir ausschließlich solche Privatanleger

aus der Stichprobe, die keine Anlageberatung in Anspruch nehmen. Die Analysen zeigen, dass steigende Investorenerfahrung im Schnitt nicht mit besser diversifizierten Portfolios oder einer geringeren Neigung zum Dispositionseffekt einhergeht. Allerdings gehen mit steigender Anlageerfahrung das Handelsvolumen und die damit verbundenen Transaktionskosten leicht zurück. Der Effekt auf das Anlageergebnis ist insgesamt recht gering. Vergleicht man die Portfolio-Renditen vor und nach der Berücksichtigung von Transaktionskosten, so zeigt sich, dass die leichte Steigerung der Renditen fast vollständig auf den Rückgang von Handelsaktivität und den damit verbundenen Transaktionskosten zurückzuführen ist. Da die negativen Folgen übermäßigen Handelns in Form höherer Kosten leichter zu erkennen sind als die Folgen mangelnder Diversifikation oder die Folgen des Dispositionseffekts, schließen wir aus den Beobachtungen, dass Privatanleger nur dann ihre Investmentfehler mit Erfahrung abstellen, wenn der Zusammenhang zwischen Einbußen und Anlagefehlern leicht beobachtbar ist. Anbieter und vielleicht auch Regulierer sollten sich folglich Gedanken machen, wie zum Beispiel Depotauszüge genutzt werden könnten, um auf individuelle Anlagefehler und deren Folgen hinzuweisen.

Beratung hilft dem Kunden dort, wo es auch dem Berater hilft

In dem beschriebenen Datensatz befinden sich 663 Anleger, die sich während der Beobachtungsperiode entschieden, erstmals das Finanzberatungsangebot der Bank anzunehmen. Jene Privatanleger wur-

den fortan von einem fest zugewiesenen Finanzberater betreut, der primär über Vertriebs- und Bestandsprovisionen vergütet wurde. In der empirischen Analyse werden jene 663 Investoren als Experimentalgruppe genutzt und alle anderen Investoren, die weiterhin ohne Finanzberatung handeln, als Kontrollgruppe. Diese Konstellation erlaubt es, den Einfluss der Finanzberatung auf die drei genannten Anlagefehler ökonomisch solide zu messen.

Die Ergebnisse zeigen, dass über Provisionen vergütete Finanzberater sehr wohl Anlagefehler abzustellen helfen. Jedoch geschieht dies vor allem dort, wo auch der Berater Vorteile erzielt. Zum Beispiel steigt nach der Beratung der Anteil an Investmentfonds im Depot merklich an. Dies reduziert zwar den Mangel an Diversifikation in vielen Anlegerdepots, führt aber gleichzeitig über die Ausgabeaufschläge zu höheren Erträgen für den Berater. Profitieren Finanzberater indirekt vom Anlagefehler



der Kunden, wie im Falle übermäßigen Handelns, dann versuchen sie auch nicht gegenzusteuern. Es gibt im Gegenteil sogar Anzeichen dafür, dass Privatanleger, die zuvor wenig gehandelt haben, durch Finanzberater zu einem höheren Handelsvolumen motiviert werden, selbst wenn man einmalige Transaktionen zur Umstrukturierung der Portfolios nach Beratungsbeginn ausnimmt. Wenn Finanzberater von der Existenz eines Investmentfehlers weder profitieren noch einen Nachteil erfahren, wie im Falle des Dispositionseffektes, dann zeigt sich in den Analysen kein Beratungseffekt.

Insgesamt drängt sich somit der Schluss auf, dass Finanzberater zwar über die nötigen Fähigkeiten zur Korrektur von Anlagefehlern verfügen, diese jedoch aufgrund von Interessenskonflikten nur teilweise zum Wohle ihrer Kunden einsetzen. Die Gegenprobe, ob Beratung, die frei von Interessenskonflikten ist, Anlagefehler signifikant reduziert, kann gegenwärtig aus Mangel an entsprechenden Daten nicht geführt werden. Somit schlussfolgern wir, dass mehr Informationen über den eigenen Anlageerfolg und eine transparentere Anlageberatung notwendige Voraussetzungen sind, um Lerneffekte erzielen und Beratung beurteilen

zu können. Diese Empfehlung findet sich auch in einem Gutachten für das Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Ver-

braucherschutz, an dem auch zwei der Autoren dieses Artikels mitgewirkt haben (Hackethal et al. 2012). ♦

Die Autoren



Dr. Steffen Meyer, 30, studierte Betriebswirtschaftslehre an der European Business School, Oestrich-Winkel, und promovierte dort 2008 bei Andreas Hackethal. Seit Juni 2008 ist er wissenschaftlicher Assistent 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.



Dr. Maximilian Köstner, 29, studierte Betriebswirtschaftslehre an der European Business School, Oestrich-Winkel, und promovierte 2011 an der Goethe-Universität bei Andreas Hackethal. Seine Forschung konzentriert sich auf Anlagefehler privater Investoren sowie Effekte von Anlageberatung privater Haushalte.



Prof. Dr. Andreas Hackethal, 41, studierte Betriebswirtschaftslehre an der Goethe-Universität und an der University of Iowa, USA. Er promovierte 1999 bei Prof. Dr. 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. 2008 nahm er einen Ruf auf eine Finanzprofessur im House of Finance der Goethe-Universität an und übernahm die Leitung der Goethe Business School. Seit Oktober 2011 ist er Dekan des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften. 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.



meyer@finance.uni-frankfurt.de
hackethal@em.uni-frankfurt.de

mkoestner@gmail.com

Literatur

- | | | | | | |
|--|---|---|--|---|---|
| Barber, Brad M. und Terrance Odean, 2000 <i>Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors</i> Journal of Finance 55, 773–806. | Benartzi, Shlomo und Richard H. Thaler, 2007 <i>Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior</i> Journal of Economic Perspectives 21, 81–104. | Calvet, Laurent E., John Y. Campbell und Paolo Sodini, 2007 <i>Down or Out: Assessing the Welfare Costs of Household Investment Mistakes</i> Journal of Political Economy 115, 707–747. | nancial Advisors: A Case of Babysitters? Journal of Banking & Finance 36, 509–524. | n%2FStudienutzenAnlageberatung.pdf%3F__blob%3DpublicationFile&lnkname=StudieKundennutzenAnlageberatung. | <i>Do Individual Investors Learn from Their Trading Experience?</i> Journal of Financial Markets 12, 317–336. |
| Brad M., Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu und Terrance Odean, 2009 <i>Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading?</i> Review of Financial Studies 22, 609–632. | Bhattacharya, Utpal, Simon Kaesler, Benjamin Loos und Steffen Meyer, 2012 <i>Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study</i> Review of Finan- | Campbell, John Y., 2006 <i>Household Finance</i> Journal of Finance 61, 1553–1604. | Hackethal, Andreas, Roman Inderst, Steffen Meyer, Tilman Rochow, 2012 <i>Der Kundennutzen von Anlageberatung</i> , Gutachten für das BMELV http://etracker.zadi.de/lnkcncnt.php?et=k3K&url=http%3A%2F%2Fwww.bmelv.de%2FSharedDocs%2FDownloads%2FVerbraucher-schutz%2FFinanz-Versicherunge | Meyer, Steffen, Dennis Schmoltzi, Christian Stammschulte, Andreas Hackethal, Simon Kaesler und Benjamin Loos, 2012 <i>No Skill, Mere Luck? – An Analysis of Individual Investors' Investment Performance</i> mimeo. | Seru, Amit, Tyler Shumway und Noah Stoffman, 2010 <i>Learning By Trading</i> Review of Financial Studies 23, 705–739. |
| Barber, Brad M., 2011 <i>The Behavior</i> | | Hackethal, Andreas, Michael Halliassos und Tullio Jappelli, 2010 <i>Fi-</i> | | Nicolosi, Gina, Liang Peng und Ning Zhu, 2009 | Thaler, Richard H., and Cass R. Sunstein, 2009 <i>Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness</i> (Penguin Books, New York). |