

Messung des Kundennutzens der Anlageberatung

–

**Wissenschaftliche Studie im Auftrag des Bundesministeriums
für Ernährung, Landwirtschaft und
Verbraucherschutz (BMELV)**

Prof. Dr. Andreas Hackethal, Prof. Dr. Roman Inderst (Projektverantwortliche)
Dr. Steffen Meyer, Tilman Rochow, LL.M.

Juristische Teile: Prof. Dr. Katja Langenbucher
Definition Kundennutzen und Umfrage zu Kundenpräferenzen: Prof. Dr. Bernd Skiera
Versicherungen: Prof. Dr. Helmut Gründl

Version vom 15.12.2011

*Wir bedanken uns bei
Florian Deuflhard, Carl-Philipp Eberlein, Dominik Hennen, Dr. Simon Kaesler, Benjamin
Loos, Dr. Christiane Martin, LL.M., Dr. Sebastian Pfeil, Sebastian Schlütter, Lisa Schöler
und Tobias Waldenmaier für ihre wertvolle Mitarbeit an dieser Studie, den Teilnehmern der
im Rahmen dieser Studie durchgeführten Umfrage und Tiefeninterviews und allen Vertretern
von Anbietern sowie weiteren Experten, die uns für Experteninterviews zur Verfügung
gestanden haben.*

INHALTSÜBERSICHT

EXECUTIVE SUMMARY	1
MOTIVATION	8
ZIELSETZUNG UND VORGEHENSWEISE	11
KAPITEL 1: GRUNDLAGEN UND BESTANDSAUFNAHME	15
I. Grundlagen und Begrifflichkeiten	16
II. Wissenschaftliche Grundlagen zum Anlegerverhalten und zur Rolle von Beratung	28
III. Bedeutung der Geldanlage und der Anlageberatung in Deutschland	43
IV. Bestandsaufnahme	54
V. Zwischenfazit	100
KAPITEL 2: DARLEGUNG UND BEWERTUNG VON INSTRUMENTEN ZUR MESSUNG DES KUNDENNUTZENS	102
I. Allgemeine Vorüberlegungen und Einengung	104
II. Renditemessung	118
III. Risikomessung	125
IV. Ausweis und Verständlichkeit von Rendite- und Risikomaßen	145
V. Weitere Aspekte der Ausgestaltung der Messung und des Ausweises des Kundennutzens der Anlageberatung	162
VI. Zusammenfassung der Ergebnisse und Vorschlag zum Ausweis des Kundennutzens	171
KAPITEL 3: DARLEGUNG UND BEWERTUNG VON MASSNAHMEN ZUR UMSETZUNG	183
I. Existiert ein „Marktversagen“ bei der Bereitstellung von Transparenz für Anleger?	185
II. Verbraucherautonomie als Folge individueller Informationsbereitstellung	195
III. Maßnahmen zur Umsetzung der Messung des Kundennutzens	200
IV. Empfehlungen und Ausblick	244
ANHANG	247
LITERATURVERZEICHNIS	294

INHALTSVERZEICHNIS

EXECUTIVE SUMMARY	1
MOTIVATION	8
ZIELSETZUNG UND VORGEHENSWEISE	11
KAPITEL 1: GRUNDLAGEN UND BESTANDSAUFNAHME	15
I. Grundlagen und Begrifflichkeiten	16
I.1 Definition von privater Geldanlage und Anlageberatung	17
I.1.1 Der Anlageberatungsprozess	18
I.1.2 Anbieter von Anlageberatung und Anlageprodukten	20
I.1.3 Anlageklassen und Arten von Anlageprodukten	22
I.2 Definition des Kundennutzens der Anlageberatung	23
II. Wissenschaftliche Grundlagen zum Anlegerverhalten und zur Rolle von Beratung	28
II.1 Anlageentscheidungen: Die Rolle von finanzieller Allgemeinbildung, Finanzkompetenz und Finanzwissen	29
II.2 Die Rolle von Anlageberatung	31
II.3 Risiko und Komplexität von Anlageentscheidungen	35
II.4 Anlageentscheidungen: Eine Prozesssicht im Überblick	38
III. Bedeutung der Geldanlage und der Anlageberatung in Deutschland	43
III.1 Geldanlage in Deutschland	44
III.2 Anbieter von Anlageprodukten und Rolle der Anlageberatung in Deutschland	48
IV. Bestandsaufnahme	54
IV.1 Bestandsaufnahme Banken und Versicherungen	56
IV.1.1 Banken	57
IV.1.2 Versicherungen	65
IV.2 Bestandsaufnahme weitere Anbieter	69
IV.2.1 Produktanbieter	69
IV.2.2 Internetportale und kommerzielle Softwarelösungen	73
IV.2.3 Testinstitute („Mystery Shopping“)	74
IV.3 Bestandsaufnahme Kundenseite – Umfrage zu Kundenpräferenzen	75

IV.4	Bestandsaufnahme Rechtsrahmen – Anlegerschutz durch Information.....	83
IV.4.1	Anlageberatung.....	85
IV.4.2	Produktinformation.....	92
IV.4.3	Nachlaufende Beratungs-/Produktbeobachtungspflichten?.....	96
V.	Zwischenfazit.....	100
KAPITEL 2: DARLEGUNG UND BEWERTUNG VON INSTRUMENTEN ZUR		
MESSUNG DES KUNDENNUTZENS		
I.	Allgemeine Vorüberlegungen und Einengung	104
I.1	Kriterienkatalog	105
I.2	Fokus der Messung des Kundennutzens auf ergebnisbezogene Faktoren (Rendite und Risiko).....	106
I.3	Zusammenhängende Betrachtung separater Risiko- und Renditegrößen	109
I.4	Beschränkung auf standardisierte Risiko- und Renditemaße	110
I.5	Notwendigkeit der Portfolioperspektive	115
II.	Renditemessung.....	118
II.1	Definition Finanzrendite	119
II.2	Klassifizierung und Beschreibung von Renditemaßen	120
III.	Risikomessung.....	125
III.1	Herleitung von Risikomaßen.....	126
III.1.1	Definition Finanzrisiko.....	126
III.1.2	Klassifizierung und Beschreibung von Risikomaßen.....	127
III.2	Bewertung der Risikomaße anhand realer Portfolios.....	138
III.2.1	Welches Risikomaß beschreibt die Risiken privater Anleger am besten? ...	138
III.2.2	Sind die Risikomaße persistent?.....	142
IV.	Ausweis und Verständlichkeit von Rendite- und Risikomaßen	145
IV.1	Grundlegende Überlegungen zu einem „Mehr an Information“	145
IV.2	Wissenschaftliche Erkenntnisse zu Ausweis und Verständnis von Rendite- und Risikomaßen.....	147
IV.3	Studie auf der Basis von Tiefeninterviews.....	152

IV.3.1	Einführung in die Technik und Vorgehensweise	152
IV.3.2	Ergebnisse der Tiefeninterviews	155
V.	Weitere Aspekte der Ausgestaltung der Messung und des Ausweises des Kundennutzens der Anlageberatung	162
V.1	Wahl eines Messhorizontes.....	163
V.2	Optionen zur Ausgestaltung von Risikokategorien	165
V.3	Möglicher Ausweis eines Benchmarks	167
VI.	Zusammenfassung der Ergebnisse und Vorschlag zum Ausweis des Kundennutzens	171
VI.1	Zusammenfassung der Ergebnisse – Zielbild der Methodik.....	171
VI.2	Ausweis des Kundennutzens gegenüber dem Anleger	175
VI.3	Exkurs – Übertragbarkeit des Zielbilds zur Messung des Kundennutzens auf Einlagen und Lebensversicherungen.....	177
VI.3.1	Übertragbarkeit auf Einlagen.....	177
VI.3.2	Übertragbarkeit auf Lebensversicherungen.....	180
KAPITEL 3: DARLEGUNG UND BEWERTUNG VON MASSNAHMEN ZUR UMSETZUNG		183
I.	Existiert ein „Marktversagen“ bei der Bereitstellung von Transparenz für Anleger?	185
I.1	Marktversagen.....	185
I.2	Qualitätssicherung durch Transparenz (und Alternativen)	188
I.3	Anreize für Transparenz.....	190
II.	Verbraucherautonomie als Folge individueller Informationsbereitstellung	195
II.1	Informationsdefizite von Verbrauchern und Informationsvorteile von Anbietern	195
II.2	Maßnahmen zur Stärkung der Verbraucherautonomie	197
III.	Maßnahmen zur Umsetzung der Messung des Kundennutzens	200
III.1	Darlegung von Maßnahmen zur Umsetzung.....	200
III.2	Bewertung der Maßnahmen	203

III.3	Konkrete Ausgestaltung der relevanten Maßnahmen	207
III.3.1	Ausgestaltungsvarianten der Option „Buchungsdaten“	207
III.3.2	Ausgestaltungsvarianten der Option „Kennzahlen“	217
III.4	Legislative Umsetzung der Maßnahmen	219
III.4.1	Option „Buchungsdaten“	219
III.4.2	Option „Kennzahlen“	234
IV.	Empfehlungen und Ausblick	244
ANHANG.....		247
I.	Beschreibung ausgewählter Anlageklassen.....	247
II.	Weitere wissenschaftliche Grundlagen zum Anlegerverhalten und zur Rolle von Beratung	251
II.1	Der Ansatz der „Verhaltensökonomie“ („behavioral economics“)	251
II.2	Können Kleinanleger den Markt „schlagen“? Die akademische Perspektive	255
III.	Hintergrund empirische Untersuchung Risikomaße – Beschreibung des Datensatzes	258
IV.	Hintergrund zu Tiefeninterviews.....	261
IV.1	Anhang zu Teil I – Hintergrundfragen.....	261
IV.2	Anhang zu Teil II – Verständnis von Risiko und Risikomaßen.....	265
IV.3	Anhang zu Teil III – Verständnis von Rendite und Kosten	269
IV.4	Anhang zu Teil IV – Informationsüberflutung	273
IV.5	Auswertungsbögen	276
V.	Exemplarische Übersicht von Buchungsdaten eines illustrativen Anlegerdepots... 291	
V.1	Exemplarische Buchungsdaten (Bestandsveränderungen)	291
V.2	Exemplarische Buchungsdaten (Bestände).....	292
V.3	Exemplarisches Rendite-Risikoprofil des Depots	293
LITERATURVERZEICHNIS		294

DARSTELLUNGSVERZEICHNIS

Abbildungen

Abbildung 1: Der Anlageberatungsprozess aus Anlegersicht	19
Abbildung 2: Anbieter von Anlageberatung und Anlageprodukten	21
Abbildung 3: Wichtige Anlageklassen.....	23
Abbildung 4: Gegenüberstellung von Nutzen aus Sicht der Bank und aus Sicht des Kunden	24
Abbildung 5: Faktoren des Kundennutzens der Anlageberatung.....	25
Abbildung 6: Nutzen der Anlageberatung – Potenziale für Anbieter und Kunden.....	26
Abbildung 7: Bruttogeldvermögen deutscher Privathaushalte (in Mrd. EUR)	45
Abbildung 8: Anzahl privater Wertpapierdepots und Zahl der Aktionäre und Fondsbesitzer in Deutschland (in Millionen)	46
Abbildung 9: Aufteilung des Bruttogeldvermögens deutscher Privathaushalte auf verschiedene Anlageklassen.....	47
Abbildung 10: Vertriebskanäle von Anlagefonds in Deutschland (2009)	50
Abbildung 11: Vertriebskanäle von Lebensversicherungen in Deutschland (Marktanteil am Neugeschäft).....	51
Abbildung 12: Rolle von Anlageberatung auf Basis verschiedener Anlegerumfragen	52
Abbildung 13: Wertpapiergeschäft deutscher Banken (Gesamtertrag in Mrd. EUR).....	53
Abbildung 14: Überblick über Depotrisiko (Anbieterbeispiel).....	61
Abbildung 15: GIPS-konformes Performancereporting (Beispiel).....	70
Abbildung 16: Antwortmöglichkeiten im Fragebogen (Beispiel).....	76
Abbildung 17: In der Umfrage eingebettetes Experiment zur Auswahl von Anlageberatern..	77
Abbildung 18: Wichtigkeit von verschiedenen Anbietern von Anlageberatung in %	79
Abbildung 19: Wichtigkeit verschiedener Aspekte der Geldanlage und der Anlageberatung aus Anlegersicht	80
Abbildung 20: Wichtigkeit verschiedener Kriterien bei der Auswahl von Anlageberatern ...	82
Abbildung 21: Anlegerschutz durch Information – rechtliche Instrumente	84
Abbildung 22: Entwicklung eines Ansatzes zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung - Vorgehensweise.....	103
Abbildung 23: Vorüberlegungen und Einengung der Instrumente zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung	105
Abbildung 24: Klassifizierung von Risikomaßen	128
Abbildung 25: Klassifizierung der beschriebenen Risikomaße	129

Abbildung 26: Vergleich des Depotwertverlaufs und der Renditeverteilung von zwei exemplarischen Anlegerdepots	131
Abbildung 27: VaR schematisch unter Annahme einer Standardnormalverteilung	133
Abbildung 28: Darstellung VaR anhand des exemplarischen Anlegerdepots A.....	134
Abbildung 29: Darstellung VaR anhand des exemplarischen Anlegerdepots B.....	134
Abbildung 30: CVaR schematisch unter Annahme einer Standardnormalverteilung.....	136
Abbildung 31: Darstellung CVaR anhand des exemplarischen Anlegerdepots A.....	137
Abbildung 32: Untersuchungszeiträume zur empirischen Bewertung der Risikomaße	140
Abbildung 33: Verteilung der Standardabweichungen	164
Abbildung 34: Definition von Risikokategorien nach OGAW-/UCITS-IV und bei der Verwendung unterschiedlicher Messzeiträume in Standardabweichungen	167
Abbildung 35: Entwicklung eines konkreten Ansatzes zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung – 5 Schritte	172
Abbildung 36: Klassifizierung potenzieller Maßnahmenbündel/Optionen zur Umsetzung ..	201
Abbildung 37: Optionen „Kennzahlen“ und „Buchungsdaten“ aus prozessualer Sicht.....	203

Tabellen

Tabelle 1: Durchschnittliches Bruttogeldvermögen je Privathaushalt und Aufteilung auf Anlageklassen auf Basis EVS 2008	48
Tabelle 2: Überblick über historische Depotrendite (Anbieterbeispiel)	60
Tabelle 3: Monatlicher Depotreport (Anbieterbeispiel – Auszug).....	62
Tabelle 4: Datenfelder bei Depotbuchung (Anbieterbeispiel)	64
Tabelle 5: Kriterien zur Einengung und späteren Bewertung von Instrumenten zur Messung des Kundennutzens.....	105
Tabelle 6: Weitere ausgewählte Risikomaße	137
Tabelle 7: Vergleich der Risikomaße.....	141
Tabelle 8: Investoren mit „fat tails“-Problematik	142
Tabelle 9: Durchschnittlich jährliche Rangkorrelation der Privatinvestorenportfolien je Risikomaß.....	144
Tabelle 10: Bewertung der Optionen „Buchungsdaten“ und „Kennzahlen“ (Übersicht)	205
Tabelle 11: Mögliche Ausgestaltungsvarianten der Option „Buchungsdaten“ (Übersicht) ..	208
Tabelle 12: Mögliche Ausgestaltungsvarianten Option „Kennzahlen“ (Übersicht)	217

Textboxen

Textbox 1: Der Begriff des Anlageberaters	21
Textbox 2: Bedeutung der Anlageberatung aus Bankensicht	53
Textbox 3: Risiko-Rendite-Profil („Synthetic Risk and Reward Indicator“ SRRI) laut OGAW- /UCITS-IV-Richtlinie.....	95
Textbox 4: Exkurs – Gesetzliche Anforderungen zur Informationsübergabe durch den Versicherer vor und nach Abschluss einer Lebensversicherung.....	98
Textbox 5: Herausforderungen bei der Definition eines Benchmarks für Privatanleger	169
Textbox 6: Analyse von privaten Depotinformationen auf der Basis von Buchungsdaten (Beispiel USA: toolsformoney.com)	199
Textbox 7: Spezifikation der Buchungsdaten	214

EXECUTIVE SUMMARY

Ziel dieser Studie ist es, eine wissenschaftlich fundierte Einschätzung zu erlangen, ob und wie sich der Kundennutzen der Anlageberatung über wichtige Klassen von Anlageprodukten wie Wertpapiere, Bankeinlagen und Kapitallebensversicherungen hinweg akkurat messen und zusätzlich hinreichend verständlich ausweisen lässt. Durch einen solchen Ausweis sollen dem Anleger¹ die Ergebnisse seiner Anlageentscheidungen bzw. der in Anspruch genommenen Anlageberatung transparent gemacht werden. Die hinzugewonnene Transparenz soll ihn bei seinen künftigen Entscheidungen unterstützen und den Leistungswettbewerb unter den Anbietern von Anlageberatung fördern.

Um Möglichkeiten und Potenziale der Messung von Kundennutzen aus Anlageberatung beurteilen zu können, schafft diese Studie zunächst die hierfür nötigen konzeptionellen und praktischen Grundlagen. Unter anderem wird die Vielfalt an unterschiedlichen Anlagemöglichkeiten skizziert, mit denen Verbraucher bei Anlageentscheidungen konfrontiert werden. Die jeweiligen Besonderheiten hinsichtlich der offenen und verdeckten Risiken, der typischen Gebührenschemata aber auch hinsichtlich der Verfügbarkeit von Preisdaten müssen bei der Entwicklung von Instrumenten zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung berücksichtigt werden. Die deutlichen Unterschiede zwischen den verschiedenen Anlagen legen nahe, sich im Rahmen dieser Studie zumindest in einem ersten Schritt auf eine Auswahl von Anlagen zu fokussieren. Wertpapiere mit gut verfügbaren Preisdaten eignen sich hier insbesondere, da potenziell wichtige Dimensionen des Kundennutzens, wie Rendite und Risiko, auf Portfolioebene standardisiert berechnet werden können. Wir argumentieren, dass gerade bei der Anlageberatung solche objektiven Aspekte des Kundennutzens im Vordergrund stehen müssen, insbesondere, wenn es das Ziel ist, dadurch Vergleichbarkeit zwischen Anbietern herzustellen und damit Leistungstransparenz zu fördern. Die Wichtigkeit von Rendite und Risiko für Anleger wird auch durch die Ergebnisse unserer eigenen repräsentativen Umfrage bestätigt.

Eine bessere Qualität der Anlageberatung kann sowohl den Kundennutzen als auch die Ertragsmöglichkeiten auf Anbieterseite steigern. Dies wird auch durch die Auswertung der wissenschaftlichen Literatur zu Anlageentscheidungen von Privathaushalten bestärkt. Die Literatursichtung macht die erhebliche Komplexität von Anlageentscheidungen deutlich und weist auf grundlegende Wissensdefizite von Anlegern hin. Der Entscheidungsprozess kann auch durch sogenannte „Verhaltensanomalien“ („behavioral biases“) erschwert werden, die

¹ Zu Gunsten der besseren Lesbarkeit wird im Rahmen dieser Studie das generische Maskulinum verwendet. Die

etwa zur systematischen Fehleinschätzung von Risiko führen. Mangelnde Diversifikation oder ein zu hoher Depotumschlag sind mögliche Konsequenzen. Insgesamt ist daher davon auszugehen, dass viele Verbraucher aufgrund ihrer geringen Kenntnisse, wegen der Komplexität von Finanzentscheidungen und möglicherweise auch durch solche „Verhaltensanomalien“ ohne Beratung entweder systematisch Fehlentscheidungen treffen oder aber nur ein zu enges Spektrum von Anlageprodukten in Betracht ziehen. Das Potenzial einer kompetenten und interessenskongruenten Beratung ist daher hoch, was auch die prinzipielle Bedeutung von Anlageberatung aus Sicht des Verbraucherschutzes unterstreicht.

Das Potenzial von Anlageberatung wird noch zusätzlich durch die wachsende Bedeutung der Geldanlage in Deutschland verstärkt, sowie durch die Tatsache, dass Privatanleger nach wie vor mehrheitlich auf Beratung setzen. Beides dokumentieren wir ebenfalls in dieser Studie. Während Wertpapiere hierbei eine wichtige Rolle spielen, sind weiterhin konservative Anlagen wie Bankeinlagen und Versicherungen dominierend. Dies unterstreicht, dass der Fokus einer Messung des Kundennutzens der Anlageberatung zwar im ersten Schritt auf den Wertpapieren liegen kann, jedoch eine Anwendung auf weitere Anlageklassen diskutiert werden muss. Zudem muss sichergestellt werden, dass ein Ausweis des Kundennutzens – wie wir ihn in dieser Studie diskutieren – nicht die Wahl zwischen verschiedenen Anlageformen oder aber die Wahl zwischen verschiedenen Anbietern von Anlageberatung ungewollt verzerrt.

Hierbei muss ebenfalls berücksichtigt werden, inwieweit Anleger bereits heute eigeninitiativ für Leistungstransparenz sorgen bzw. ob und wie einzelne Anbieter von Anlageberatung ihrerseits versuchen, den Kundennutzen der Beratung zu erheben und zu steuern. Unsere Untersuchungen zeigen jedoch, dass die Schaffung von Transparenz auf Kundeninitiative mit derzeit prohibitiv hohen Hürden bei der Datenbeschaffung und -auswertung verbunden ist und die meisten Anbieter von Anlageberatung den Kundennutzen der eigenen Beratung nur indirekt über Kundenbefragungen zur subjektiven, generellen Zufriedenheit mit den angebotenen Leistungen erheben. Nur in Ausnahmefällen werden objektive Rendite- und Risikoprofile von Kundendepots berechnet, die dann jedoch meist nur für die interne Steuerung des Kundennutzens eingesetzt werden. Bei Versicherungen fokussiert sich die Bereitstellung von Informationen an Kunden auf vorvertragliche Aspekte und die gesetzlich bereits vorgeschriebenen nachvertraglichen Informationspflichten. Daneben hat unsere Bestandsaufnahme noch weitere erhebliche Unterschiede zwischen Versicherungs- und Wertpapierberatung deutlich gemacht und uns damit darin bestärkt, die Messung des

Kundennutzens der Wertpapierberatung in den Mittelpunkt der Studie zu stellen. Schließlich haben wir uns bei der Bestandsaufnahme auch mit der Bereitstellung von Informationen zum Kundennutzen durch spezialisierte Anbieter von Anlageprodukten sowie durch spezialisierte Dienstleister beschäftigt. Hier existieren bereits Standards für Berechnung und Ausweis von kundennutzenrelevanten Kennzahlen. Allerdings finden diese Standards genau wie fast alle geltenden regulatorischen Anlegerschutzmaßnahmen Anwendung in der vorvertraglichen Phase und weniger nach dem Produktkauf. Dies bedeutet auch, dass das Pflichtenprogramm des Beraters bzw. des Anbieters von Anlageberatung zurzeit im Wesentlichen nach dem Produktkauf endet.

Das erste Kapitel der Studie endet in einem Zwischenfazit, wonach 1) Anlageberatung ein hohes Potenzial hat, Kundennutzen zu stiften, 2) dieses Potenzial und inwieweit es realisiert wurde, sich wesentlich in Risiko- und Renditegrößen ausdrücken lässt und 3) zurzeit weder das geltende Anlegerschutzsystem noch die meisten Beratungsanbieter (nachvertraglich) ihren Kunden Transparenz über den empfangenen Kundennutzen bieten. Beratungskunden können damit zurzeit in der Regel rückblickend weder belastbar das Risiko-Rendite-Profil ihrer Anlage und noch viel weniger den Einfluss der Beratung darauf einschätzen, was zwangsläufig auch die Möglichkeit ausschließt, verschiedene Anbieter miteinander vergleichen zu können. Diese Erkenntnis veranlasst uns, im zweiten Kapitel zunächst die konzeptionellen Grundlagen zur Messung und zum Ausweis von Risiko und Rendite zu entwickeln und im Anschluss die konkrete Ausgestaltung zu diskutieren.

Ausgehend von einem Kriterienkatalog, der sowohl Verständlichkeit auf Seiten der Anleger als auch technische Aspekte wie Robustheit der Maße beinhaltet, leiten wir Anforderungen an die Instrumente zur Messung des Kundennutzens ab. Wir empfehlen den separaten Ausweis von Risikogrößen und Renditegrößen und eben nicht einen kombinierten Ausweis in einer einzigen Kennzahl, der prinzipiell möglich wäre, aber den Anforderungen und Fähigkeiten der meisten Privatanleger nicht gerecht werden würde. Verständnis, Relevanz und auch Vergleichbarkeit sind auch die ausschlaggebenden Kriterien dafür, dass nicht verschiedene Risikokennzahlen für verschiedene Anlagehorizonte oder spezifische Risikoarten definiert werden sollten, sondern besser eine einzige Risikokennzahl mit möglichst breitem Anwendungsspektrum. Wir diskutieren im Detail die möglichen Problematiken, die durch einen solchen vereinfachten und standardisierten Ausweis auftreten. Darauf aufbauend empfehlen wir deshalb, die Anpassung an Anlagehorizonte und die Berücksichtigung bestimmter Risikotypen über eine knappe Kommentierung (narrativer Ausweis)

vorzunehmen. Wir empfehlen zudem, den Ausweis von Rendite und Risiko bei Finanzprodukten auf Portfoliobasis und nicht auf Einzelproduktbasis durchzuführen. Zwar weisen Untersuchungen in der Literatur und auch unsere eigenen Tiefeninterviews darauf hin, dass Anleger eine solche Portfoliosicht oft nicht gewohnt sind, allerdings ist langfristig nur so eine nachhaltige Steigerung des Kundennutzens aus Anlageberatung quantifizierbar und auch steuerbar. Auch in diesem Punkt erwarten wir wichtige anlegerseitig Lerneffekte von zusätzlicher Transparenz.

Wir diskutieren verschiedene Arten, Rendite- und Risikomaße zu berechnen und gehen hierbei auch auf relevante Detailfragen wie etwa die Messfrequenz, die Wahl des Zeithorizontes, oder die Verwendung von Brutto- gegenüber Netto-Renditen ein. Im Falle der Renditeberechnung plädieren wir für die Verwendung von Netto-Werten (nach Transaktionskosten), für die zeitgewichtete Durchschnittsbildung über Wochenrenditen und für die Verwendung realisierter Transaktionspreise. Im Falle der Risikoberechnung plädieren wir für die alleinige Verwendung historischer Renditereihen ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten wie z.B. Ausgabeaufschlägen. Weil historische Renditereihen Ausfall- und Liquiditätsrisiken in der Regel nur unzureichend erfassen, empfehlen wir, auf diese Risiken genauso gesondert narrativ einzugehen, wie auf die etwaigen Besonderheiten strukturierter Produkte. Dieser Vorschlag schließt direkt an den im Rahmen der OGAW-/UCITS-IV-Richtlinie spezifizierten vorvertraglichen Ausweis von Risiko und Rendite für Anlagefonds an. Die zwei wichtigsten Unterschiede sind, dass wir erstens explizit die Risiken der Vergangenheit abbilden wollen und eben nicht die Übertragung auf die Zukunft bezwecken und zweitens, dass wir die Risikomessung stets auf Ebene des Gesamtportfolios anstreben und nicht auf Ebene von Einzelprodukten.

Um Privatanlegern verständliche und vergleichbare Information zu geben, plädieren wir auch bei der Definition von Risikoklassen im Rahmen des Risikoausweises für eine weitestgehende Orientierung an OGAW-/UCITS-IV. OGAW-/UCITS-IV ordnet jedes Einzelprodukt aufgrund der Standardabweichung seiner Renditen über die letzten fünf Jahre in eine von insgesamt sieben Risikoklassen ein. Wir zeigen anhand realer Portfoliodaten, dass jedoch durch die Verwendung der Standardabweichung als Risikomaß wesentliche Aspekte von Privatanlegerportfolios nicht immer hinreichend erfasst werden, da deren Renditeverteilungen auch aufgrund mangelnder Diversifikation teils sogenannte „fat tails“ aufweisen. Stark negative Renditen treten in jenen Depots häufiger auf als unter üblichen Verteilungsannahmen, was für die Verwendung eines eher asymmetrischen Risikomaßes

sprechen würde. In diesem Zusammenhang diskutieren wir alternative Maße, wie etwa den Value-at-Risk oder den Conditional-Value-at-Risk, zeigen aber auch, dass diese nicht bei allen Kriterien besser abschneiden als die konventionelle Standardabweichung, die eben auch OGAW-/UCITS-IV zugrunde liegt. In der Gesamtschau überwiegt aus unserer Sicht die Kompatibilität mit bestehenden Marktstandards. Die Analyse mittels realer Portfoliodaten von beratenen Anlegern zeigt jedoch auch, dass die Klassifizierung gemäß OGAW-/UCITS-IV in sieben Risikokategorien ungleicher Breite für Privatdepots ungeeignet ist. Dies gilt insbesondere dann, wenn zur Berechnung der Maße ein einjähriger, und nicht wie von OGAW-/UCITS-IV gefordert, ein fünfjähriger, historischer Zeithorizont genutzt wird. Gerade hinsichtlich des optimalen historischen Zeithorizonts legt unsere Studie allerdings auch zusätzlichen Detailanalysen nahe. Fünf Jahre Historie führen in unserem Datensatz zu einer stabileren Einordnung von Depots in Risikolassen und damit zu tendenziell weniger Verwirrung auf Anlegerseite. Ein Jahr Historie hat den Vorteil, dass Kennzahlen bereits nach 12 Monaten und nicht erst nach 60 Monaten Depot- und Beraterhistorie berechnet werden können und Einjahreszeitscheiben nachträglich zu beliebigen, längeren Zeitscheiben aggregiert werden können. Zusatzanalysen sind auch im Hinblick auf die optimale Definition von Vergleichsgrößen (Benchmarks) ratsam, die dem Anleger möglicherweise zusammen mit seinen persönlichen Rendite- und Risikokennzahlen ausgewiesen werden.

Unsere Vorschläge orientieren sich damit methodisch eng an den Anforderungen, die unter OGAW-/UCITS-IV mit der Novellierung des Investmentgesetz (InvG) bereits zu Zwecken der vorvertraglichen Anlegerinformation für Anlagefonds eingeführt wurden. Sowohl unsere Literaturlauswertung als auch unsere eigenen Tiefeninterviews bekräftigen diese Orientierung an bestehenden Standards, weil damit die zusätzliche Komplexität durch den Ausweis weiterer Finanzkennzahlen minimiert würde und damit auch die Gefahr, dass ein Großteil der Anleger von der hinzugewonnenen Transparenz überfordert wäre.

Die etwaige Verpflichtung von Anbietern zu einem Ausweis von historischen Depotrenditen und Depotrisiken gegenüber Kunden setzt die Existenz eines Marktversagens voraus und muss auch im Hinblick auf die erwarteten Kosten und den erhofften Nutzen angemessen sein. Unsere Studie zeigt das erhebliche Potenzial von interessenskongruenter Anlageberatung auf sowie die geringe Leistungstransparenz im Markt, die womöglich auf Koordinationsprobleme zwischen den Anbietern zurückzuführen ist. Wir dokumentieren allerdings auch, dass erste Anbieter die Initiative ergreifen und freiwillig zumindest für partielle Leistungstransparenz sorgen. Außerdem ist nicht zuletzt aus der Literatur zur Finanzkompetenz von Privatanlegern

bekannt, dass einige Anleger auch mit einfachsten Risiko- und Renditemaßen überfordert sind. Gerade vor diesem Hintergrund scheint uns ein stufenweises Vorgehen für angemessen, durch das die Anpassungs- und Innovationskräfte des Marktes genutzt werden können. Wir leiten hierfür zwei Maßnahmenbündel ab.

Das erste Bündel räumt Anlegern die Möglichkeit ein, von ihrer Depotbank die Buchungsdaten zum eigenen Depot in einem standardisierten, elektronischen Format anzufordern, um diese dann z. B. von einer zentralen Auswertungsstelle nach einem standardisierten Verfahren betreffend Risiko und Rendite auswerten und vergleichen zu lassen. Die Anforderungen an die Anbieter sind hier noch gering gehalten, der Markteingriff ist weniger intensiv. Es ist zu erwarten, dass die zusätzlich geschaffene Option sowie die dadurch vor allem von Dritten bereitgestellten zusätzlichen Auswertungen und vergleichenden Kennzahlen eher von kompetenten Anlegern genutzt werden. Andererseits ist auch zu erwarten, dass sich dadurch anbieter- und anlegerseitige Lerneffekte im Umgang mit Kennzahlen aber auch bei der Pflege von qualitativ hochwertigen und umfassenden Marktdaten zu deren Berechnung einstellen. Um diese Prozesse zu beschleunigen und Skaleneffekte zu erreichen, bietet sich hier optional die Etablierung einer zentralen Datenbank für Wertpapierinformationen an. Auch die Auswertung von Buchungsdaten durch eine zentrale, möglicherweise staatlich geförderte Auswertungsstelle hätte Vorteile, da dadurch schnell und kontrolliert Standards im Markt etabliert werden könnten.

Das zweite Maßnahmenbündel greift stärker in den Markt ein. Es verpflichtet Depotbanken beziehungsweise die Anbieter von Anlageberatung dazu, ihren Kunden mindestens einmal pro Jahr Depotrendite und Depotrisko(-kategorie) in einem standardisierten Format auszuweisen. Für Berechnung und Ausweis dieser Kennzahlen bieten sich die von uns entwickelten Vorschläge auf Basis von OGAW-/UCITS-IV an.

Die beiden Maßnahmenbündel sind in ihren Stärken und Schwächen weitgehend komplementär, was aus unserer Sicht die vorgeschlagene zeitversetzte Implementierung nahelegt. Mit einer schnellen Implementierung des ersten Maßnahmenbündels ließe sich frühzeitig Evidenz sammeln, ob nur die kompetenteren Anleger oder vielleicht sogar breitere Anlegergruppen direkt oder auch indirekt über Wettbewerbseffekte von der hinzugewonnenen Transparenz profitieren. Abhängig von den ersten Markterfahrungen könnte dann zeitversetzt das zweite Maßnahmenbündel, welches auch höhere technische Anforderungen an die Anbieterseite stellt, implementiert werden.

Die Studie diskutiert ausführlich die jeweiligen Möglichkeiten einer legislativen Umsetzung der beiden Maßnahmenbündel und insbesondere, inwieweit mit den zusätzlichen Transparenzpflichten an bestehendes Recht angeknüpft werden kann. Hinsichtlich des ersten Maßnahmenbündels "Buchungsdaten" erscheint die Einführung einer expliziten gesetzlichen Vorschrift im Rahmen der im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) definierten Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen empfehlenswert. Alternativ könnte die Einführung von Pflichten nach dem Vorbild der Wertpapier-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV) erwogen werden, wobei es hier aus unserer Sicht der Schaffung einer entsprechenden Ermächtigungsgrundlage bedürfte. Auch für eine etwaige legislative Umsetzung des zweiten Maßnahmenbündels "Kennzahlen" scheint die Erweiterung von Verhaltensregeln im Rahmen des WpHG sinnvoll. Im Hinblick auf das geltende Europarecht ist hier aktuell keine Einschränkung des Gestaltungsspielraums auszumachen. Es läge vielmehr nahe, eine für Deutschland erwogene Regelung in den Prozess der MiFID-Revision einzuspeisen, um hier gestalterisch Einfluss zu nehmen.

MOTIVATION

Der demografische Wandel in Deutschland ist vorgezeichnet. Die Verschiebung der Alterspyramide zwingt zu mehr privater Altersvorsorge. Damit tragen die Verbraucher selbst mehr Verantwortung für Geldanlage- und Vorsorgeentscheidungen. Gleichzeitig nehmen Komplexität der Finanzmärkte und Bandbreite verfügbarer Finanzprodukte stetig zu. Viele Verbraucher sind angesichts dieser Komplexität überfordert. Ihr Finanzwissen ist beschränkt und vereinfachende Entscheidungsregeln, die in vielen Lebensbereichen vorteilhaft sind, können bei der Geldanlage falsch sein und negative Auswirkungen auf die langfristigen Konsummöglichkeiten haben.

Wie lässt sich dieser Graben zwischen bedeutsamen aber komplexen Finanzentscheidungen auf der einen Seite und geringer Finanzkompetenz auf der anderen Seite überbrücken? Drei grundsätzliche Optionen kommen in Frage. Erstens könnte die Komplexität der Finanzentscheidungen reduziert werden, indem weniger Wahlmöglichkeiten über eine deutlich eingeschränkte Produktvielfalt zugelassen werden. Zweitens könnte auf der anderen Seite die Finanzkompetenz der Verbraucher über Schulungen und Information ausgebaut werden. Beide Optionen sind problematisch. Restriktionen bei der Produktvielfalt werden unter Umständen den Wettbewerb zwischen Ideen und Anbietern hemmen – ohne Garantie, dass die Verbraucher bezüglich der verbleibenden Angebote bessere Entscheidungen treffen. Der Erfolg von Schulungen und Informationen basiert auf der Bereitschaft und Verarbeitungskapazität der Empfänger. Bisherige wissenschaftliche Ergebnisse lassen daran zweifeln, dass Bereitschaft und Kapazität ausreichend sind, um das für komplexe Finanzentscheidungen nötige Wissen zu übertragen.

Die dritte Möglichkeit, den Graben zu überbrücken, ist Anlageberatung. Im Lehrbuchfall delegieren Verbraucher ihre Finanzentscheidungen an kompetente Berater, die im Interesse der Verbraucher handeln und nach Abzug aller Beratungskosten positiven Kundennutzen produzieren. Weil die Anlageberatung ein Vertrauensgut ist, lässt sich dieser Kundennutzen jedoch nicht direkt beobachten. Und weil wie bei jeder Geschäftsbeziehung Interessenkonflikte im Spiel sein können, muss der Zusatznutzen der Beratung auch nicht notwendigerweise positiv ausfallen.

Die vorliegende Studie ist von diesem Spannungsfeld motiviert. Einerseits bietet die Anlageberatung theoretisch die wohl beste Möglichkeit, um die Qualität der Anlageentscheidungen von Verbrauchern zu verbessern. Auf der anderen Seite gibt es handfeste Hürden, warum die Beratung in der Realität das Nutzenpotenzial für die

Verbraucher nicht ausschöpft. Dabei kommen nicht nur anbieterseitige Hürden in Frage. Auch auf Seiten der Nachfrage sind Hürden denkbar, die nutzenstiftende Beratung behindern. In Analogie zur Medizin, wo einige Patienten die eigentlich zweckgerechten Empfehlungen ihres Arztes nicht umsetzen, gibt es auch Beratungskunden, die den wohlgemeinten und auch nutzenfördernden Empfehlungen ihres Beraters nicht oder nur teilweise folgen.

Es ist eine Ausgangshypothese dieser Studie, dass die Hürden auf beiden Seiten insbesondere durch mehr Transparenz betreffend die tatsächliche Beratungsqualität und damit den erbrachten Zusatznutzen abgebaut werden können. Mehr Transparenz würde im Idealfall dazu führen, dass überlegene Geschäftsmodelle ihr Nutzenpotenzial glaubwürdig im Wettbewerb signalisieren können und außerdem, dass Verbraucher weniger Anreize haben, von den nutzenstiftenden Empfehlungen abzuweichen.

Doch was bedingt aus Sicht der Verbraucher eine hohe Beratungsqualität und damit ein vorteilhaftes Preis-Leistungsverhältnis der Anlageberatung? Das ist letztlich vor allem eine empirische Frage. Die Antwort der Theorie ist eindeutig: Gute Anlageberatung senkt netto die Informationsakquisitions- und Marktpartizipationskosten für die Kunden und verhilft mittels besserer Entscheidungsqualität zu einem höheren erwarteten Kundennutzen. Zu den zentralen Entscheidungen gehören aus wissenschaftlicher Sicht die Folgenden: Wie viel sollte ein Haushalt in jeder Periode sparen bzw. entsparen, um zukünftige, meist mit Unsicherheit behaftete Konsumpläne zu realisieren? Wie viel Finanzrisiken sollte er dabei anfänglich in Kauf nehmen? In Abhängigkeit der auf das getragene Risiko realisierten Rendite: Besteht in den Folgeperioden Anpassungsbedarf für Sparverhalten und Anlagestrategie? Es fällt auf, dass bei allen drei Fragen Unsicherheit und Risiko prominente Rollen einnehmen. Zumindest aus theoretischer Perspektive wird die Beratungsqualität also durch Identifikation und Steuerung von Finanzrisiken maßgeblich bedingt.

Es wäre daher auch durchaus zu erwarten gewesen, dass sich in der Praxis der Anlageberatung mit der Zeit ein weithin gebräuchliches Risiko-Vokabular für den Dialog zwischen Berater und Kunden entwickelt hätte. Ein solches Vokabular, das es Kunden z.B. erlauben würde zu überprüfen, inwieweit das tatsächlich getragene Risiko mit dem ursprünglich vielleicht gemeinsam mit einem Berater angestrebten Risiko übereinstimmt, existiert zumindest im deutschen Privatkundenmarkt jedoch eindeutig nicht. Stattdessen sind viele Teillösungen im Umgang mit Risiken zu beobachten, die jedoch kaum dafür geeignet scheinen, Risiken über mehrere Anlageklassen zu aggregieren, oder im Zeitablauf bzw. über verschiedene Anbieter hinweg zu vergleichen. Auch dürfte es Verbrauchern schwer fallen,

sich untereinander über ihre konkreten individuellen Risikopräferenzen und den eigenen bzw. den beratungsunterstützten Umgang mit Finanzrisiken auszutauschen und dadurch langfristig Lerneffekte zu erzielen. Als Konsequenz bleiben derzeit wichtige Aspekte des Preis-Leistungsverhältnisses der Anlageberatung zumindest aus theoretischer Sicht im Dunkeln. Dies mag umso mehr verwundern, als sich, anders als bei anderen Vertrauensgütern, theoretisch naheliegende Qualitätsmerkmale, in diesem Fall insbesondere historische Rendite und Risiko, methodisch robust und objektiv messen und kompakt ausweisen lassen.

Eine Erklärung für die Diskrepanz zwischen theoretisch Naheliegender und praktisch Beobachtbarem könnte sein, dass für die Anleger in der Realität der Einfluss der Beratung auf Risiko und Rendite ihrer Anlage nur eine untergeordnete Rolle spielt und andere Aspekte im Vordergrund stehen und den erwarteten Anlegernutzen bedingen. Wäre diese Erklärung korrekt, müssten einige Passagen in den einschlägigen Finanzlehrbüchern überdacht werden und die Studie müsste vielmehr untersuchen, welche anderen Aspekte für den Zusatznutzen der Beratung verantwortlich sind und gegebenenfalls, wie diese Aspekte gemessen und ausgewiesen werden sollten.

Eine alternative Erklärung für die Diskrepanz könnte sein, dass Koordinationsprobleme auf Anbieterseite die Entwicklung eines Standard-Vokabulars für Finanzrisiken im Privatkundengeschäft bisher behindert haben und dass gleichzeitig Kompetenz und Bereitschaft auf Anlegerseite nicht ausreichen, um auch ohne ein standardisiertes Vokabular eigene Auswertungen zu Risiko und Rendite der eigenen Anlagen vorzunehmen. Wäre diese zweite Erklärung korrekt, dann könnte zumindest *eine* notwendige Voraussetzung für einen regulatorischen Markteingriff gegeben sein. Die einheitliche Definition in Verbindung mit der verpflichtenden Nutzung eines Vokabulars für Risiko und Rendite könnte dann klar positive Externalitäten sowohl für die Anbieterseite (glaubhafte Signale für hohe Beratungsqualität) als auch Nachfrageseite (Transparenz zu Entscheidungsqualität) produzieren.

Folglich besteht eine zweite wichtige Motivation für diese Studie darin herauszufinden, welcher der beiden Erklärungsalternativen mehr Validität zukommt, um entsprechende nicht-legislative und legislative Umsetzungsszenarien für geeignete Messinstrumente zu entwickeln.

Zusammengenommen ist die vorliegende Studie motiviert von der Grundidee, dass Leistungstransparenz im Beratungsmarkt eine wichtige Voraussetzung für die prinzipiell mögliche, substanzielle Verbesserung von individuellen Geldanlage- und Altersvorsorgeentscheidungen ist.

ZIELSETZUNG UND VORGEHENSWEISE

Zielsetzung

Ziel dieser Studie ist es, eine wissenschaftlich fundierte Einschätzung zu erlangen, ob und wie sich der Kundennutzen der Anlageberatung über wichtige Klassen von Anlageprodukten wie Wertpapiere, Bankeinlagen und Kapitallebensversicherungen hinweg akkurat messen und zusätzlich hinreichend verständlich ausweisen lässt. Die Messung des Kundennutzens soll dabei primär dem Zweck dienen, dem Anleger die Ergebnisse seiner Anlageentscheidungen bzw. der in Anspruch genommenen Anlageberatung transparent zu machen, und somit auch als zusätzliche und vor allem hilfreiche Entscheidungsunterstützung bei der Auswahl eines Anlageberaters genutzt werden können. Die Messung des Kundennutzens soll jedoch auch anbieterseitig eingesetzt werden können, um beispielsweise die eigenen Geschäftsprozesse stärker daran auszurichten. Im Idealfall könnte auf Basis der zu entwickelnden Ansätze der Wettbewerb im Bereich Anlageberatung noch deutlicher auf die Erzielung von Kundennutzen abzielen.

Vor diesem Hintergrund beschäftigen wir uns in dieser Studie mit drei zentralen Fragestellungen:

- 1) Wie lässt sich Kundennutzen aus Anlageberatung definieren und welche Messinstrumente sind derzeit in der Praxis vorzufinden?
- 2) Welche Messinstrumente erscheinen sowohl aus theoretischer als auch praktischer Sicht am geeignetsten, um den Kundennutzen zukünftig standardisiert zu erfassen?
- 3) Wie ließe sich eine als geeignet befundene Messung des Kundennutzens im heutigen Marktumfeld der Anlageberatung in Deutschland sinnvoll umsetzen?

Auf Basis der Analyseergebnisse werden dann Empfehlungen abgeleitet, aus denen gegebenenfalls konkrete legislative und nicht-legislative Maßnahmen entwickelt werden können.

Folgende Voraussetzungen *sollten* dabei mindestens gegeben sein, wenn Eingriffe in den Markt der Anlageberatung erwogen werden.

- Voraussetzung I: Entscheidungsrelevante Dimensionen der Beratungsqualität sind für Beratungskunden gegenwärtig nicht oder nur verzerrt beobachtbar und es kann nicht davon ausgegangen werden, dass dies von den Marktteilnehmern im Eigeninteresse geändert wird. Beispiel: Kunden suchen Berater, die Gebühren zu

reduzieren helfen oder aber Finanzrisiken treffsicher und verlässlich steuern. Sie erhalten jedoch hierzu keine anbieterübergreifend vergleichbaren Informationen.

- Voraussetzung II: Es existieren Barrieren für Anbieter mit hoher Beratungsqualität, diese gegenüber potenziellen Kunden zu kommunizieren. Beispiel 1: Die Kosten der internen Erhebung übersteigen den erhofften Zusatzertrag. Beispiel 2: Die Kommunikation ist nicht zielführend, weil Vergleichsgrößen und Standards fehlen.
- Voraussetzung III: Die positiven Wohlfahrtseffekte aus der Beseitigung der Barrieren übersteigen kurz- und mittelfristig bei Weitem die Kosten. Beispiel: Standards bei der Messung und beim Ausweis von Kosten oder des Risikos schaffen Möglichkeiten und Anreize auf der Anbieterseite, Kosten für den Kunden zu reduzieren oder aber das Finanzrisiko der Kunden im Einklang mit deren adäquat erhobenen Präferenzen zu steuern.
- Voraussetzung IV: Auch langfristig sind keine ungewollten negativen Wohlfahrtseffekte zu erwarten. Negativbeispiel: Viele Anbieter verzichten auf das Angebot von grundsätzlich Nutzen stiftenden Beratungsleistungen.

Im Rahmen dieser Studie werden die nötigen Voraussetzungen so weit wie möglich abgeprüft.

Vorgehensweise

Um eine zielgerichtete Erörterung der zentralen Fragestellungen zu gewährleisten, legen wir im Folgenden den Fokus unserer Untersuchungen auf einen Teilbereich von für Privatanleger relevanten Anlageprodukten, nämlich Wertpapiere. Eine Messung des Kundennutzens der Anlageberatung bei Bankeinlagen und Kapitallebensversicherungen diskutieren wir analog am Beispiel des Wertpapiers. Dies erklärt auch einen gewissen Fokus unserer Studie auf Banken, die insbesondere für Anlageberatung bei Wertpapieren verantwortlich zeichnen. Auf Versicherungen, als weiteren wichtigen Anbieter im Feld der Anlageberatung, gehen wir an den entsprechenden Stellen in weniger umfassender Form ein. Die Messung des Kundennutzens der Anlageberatung muss die praktischen Gegebenheiten im Markt der Anlageberatung berücksichtigen. Zum Beispiel lässt sich nicht immer trennscharf zwischen beratenen und nicht beratenen Anlegern unterscheiden. Daher erscheint für uns eine breite Definition der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung im Sinne von *Kundennutzen aus Geldanlage* sinnvoll, die nicht beratene Kunden nicht a priori ausschließt.

Den Kernfragen dieser Studie entsprechend haben wir diesen Bericht in drei Kapitel gegliedert. Im *ersten Kapitel* werden die Grundlagen für diese Studie gelegt und der Status quo der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung aus verschiedenen Perspektiven festgestellt. Hierfür ist es zuvorderst notwendig, ein klar umrissenes Verständnis für das Themengebiet zu entwickeln. Entsprechend beschreiben wir in *Abschnitt I - Grundlagen und Begrifflichkeiten* kurz den Anlageberatungsprozess, verschiedene Anbieter und Anlageklassen und -produkte und nehmen eine Definition des Kundennutzens in diesem Bereich vor. In *Abschnitt II - Wissenschaftliche Grundlagen zum Anlegerverhalten und zur Rolle von Beratung* fassen wir wissenschaftliche Überlegungen zum Anlegerverhalten, der Komplexität von Anlageentscheidungen und zur Rolle von Beratung zusammen. *Abschnitt III - Bedeutung der Geldanlage und Anlageberatung in Deutschland* geht auf die Relevanz der Geldanlage und Anlageberatung für deutsche Privathaushalte ein. Kern des ersten Kapitels ist die Bestandsaufnahme zum aktuellen Stand der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung. Hierfür diskutieren wir in *Abschnitt IV - Bestandsaufnahme* die Ergebnisse unserer Untersuchung im Hinblick auf Anbieter von Finanzprodukten und Beratung, weitere Akteure und das Marktumfeld, Anleger und ihre Präferenzen sowie Aufsichtsbehörden und den Rechtsrahmen der Anlageberatung in Deutschland. *Abschnitt V* zieht ein Zwischenfazit zu den gewonnenen Erkenntnissen.

Im *zweiten Kapitel* entwickeln wir aufbauend auf diesem Grundlagenkapitel einen Vorschlag für das Zielbild der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung. Nach der Definition von Anforderungen an die Messung des Kundennutzens und einer Einengung auf bestimmte Messgrößen im Sinne von Rendite und Risiko in *Abschnitt I - Allgemeine Vorüberlegungen und Einengung* gilt es im ersten Schritt, mögliche Instrumente hierfür zu definieren. In *Abschnitt II - Renditemessung* und *Abschnitt III - Risikomessung* diskutieren wir daher unterschiedliche Ansätze für die Messung von Renditen und Risiko bei Privatanlegerportfolien. *Abschnitt IV - Ausweis und Verständlichkeit von Rendite- und Risikomaßen* erörtert insbesondere die Anlegerperspektive auf Rendite- und Risikomaße. In *Abschnitt V - Weitere Aspekte der Ausgestaltung der Messung und des Ausweises des Kundennutzens der Anlageberatung* fassen wir verschiedene Aspekte der praktischen Ausgestaltung im Hinblick auf Rendite- und Risikomessung zusammen und vervollständigen damit ein mögliches methodisches Grundgerüst bzw. Zielbild für die Messung des Kundennutzens der Anlageberatung. Dieses wird in *Abschnitt VI - Zusammenfassung der Ergebnisse und Vorschlag zum Ausweis des Kundennutzens* kurz zusammengefasst.

Das *dritte Kapitel* beschreibt mögliche Umsetzungsoptionen zur Messung und zum Ausweis des Kundennutzens in der Praxis und die hierfür notwendigen nicht-legislativen und legislativen Maßnahmen. Zuvorderst muss hierfür in *Abschnitt I - Existiert ein „Marktversagen“ bei der Bereitstellung von Transparenz für Anleger?* erörtert werden, inwieweit tatsächlich ein „Marktversagen“ im Markt der Anlageberatung vorliegt, das Eingriffe rechtfertigen würde. Als wesentliche Vorbereitung zur Erarbeitung von zielgerichteten Umsetzungsmaßnahmen diskutieren wir in *Abschnitt II - Verbraucherautonomie als Folge individueller Informationsbereitstellung* Möglichkeiten, Verbraucherautonomie durch die Bereitstellung von Information zu fördern. In *Abschnitt III - Maßnahmen zur Umsetzung der Messung des Kundennutzens* folgt aufbauend auf den im Rahmen dieser Studie gewonnenen Erkenntnissen die Definition und Bewertung möglicher Umsetzungsmaßnahmen. Hierzu gehört auch die Diskussion möglicher legislativer Schritte. *Abschnitt IV* schließt mit unseren Empfehlungen und einem Ausblick hinsichtlich der Zukunft der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung ab.

KAPITEL 1: GRUNDLAGEN UND BESTANDSAUFNAHME

Im ersten Kapitel dieser Studie setzen wir uns mit der Fragestellung auseinander, was den Kundennutzen der Anlageberatung ausmachen kann und inwieweit er aktuell bereits erhoben wird. Zunächst gilt es, ein konkretes Verständnis für das Themenfeld der Anlageberatung und daraus resultierenden Kundennutzen zu entwickeln. Daher beschreiben wir in Abschnitt I kurz den Anlageberatungsprozess, verschiedene Anbieter sowie Anlageklassen und -produkte und nehmen eine Definition des Kundennutzenkonzepts vor. Wir erachten es als sinnvoll, im Folgenden zu erörtern, inwieweit Anlageberatung überhaupt Nutzen stiften kann. Entsprechend diskutieren wir in Abschnitt II das Verhalten von Privatanlegern, die Komplexität von Anlageentscheidungen und die daraus resultierende Rolle von Beratung. In Abschnitt III gehen wir auf die Bedeutung von Geldanlage und Anlageberatung in Deutschland ein, die eine weitere Indikation für die Wichtigkeit des behandelten Themenfeldes geben kann. Wir hoffen, unseren Lesern mit diesen Ausführungen einen allgemein verständlichen und sachlichen Überblick über das Themenfeld der Anlageberatung und Anlageentscheidungen von Privatanlegern geben zu können. Gleichzeitig wollen wir vermitteln, wie Kundennutzen aus Anlageberatung entstehen kann, was wiederum wichtige Rückschlüsse auf die später diskutierte Messung desselbigen zulässt.

Die eigentliche Bestandsaufnahme zum Status quo der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung schließt sich in Abschnitt IV an. Hier gilt es zu ermitteln, inwieweit Kundennutzen bereits heute von verschiedenen Akteuren im Markt der Anlageberatung gemessen wird bzw. welche Instrumente dafür verwendet werden. Da es bisher keinerlei akzeptierten Standard der Messung des Kundennutzens gibt, haben wir unsere Recherche breit angelegt. Es ist naheliegend, den aktuellen Stand der Messung des Kundennutzens bei Anbietern wie Banken und Versicherungen zu erheben (Abschnitt IV.1). Darüber hinaus gilt es jedoch, auch Anhaltspunkte aus anderen Bereichen zu sammeln. Hierfür untersuchen wir in Abschnitt IV.2 z. B. Anbieter von speziellen Anlageprodukten oder Internet-Plattformen. Um zu ermitteln, welche Präferenzen auf Kundenseite bestehen, haben wir eine eigene repräsentative Umfrage durchgeführt, deren Ergebnisse wir in Abschnitt IV.3 zusammenfassen. Wir schließen die Bestandsaufnahme mit einem Blick auf den Rechtsrahmen der Geldanlage und der Anlageberatung (Abschnitt IV.4), der weitere Hinweise auf Instrumente zur Messung des Kundennutzens gibt und zudem eine fundamentale Grundlage für die in Kapitel 3 erfolgende Diskussion eigener Maßnahmenvorschläge darstellt. In Abschnitt V ziehen wir ein Zwischenfazit.

I. Grundlagen und Begrifflichkeiten

Überblick: Zum Einstieg in diese Studie gilt es zunächst, ein konkretes und dennoch konsensfähiges Verständnis für das behandelte Themenfeld zu entwickeln. Zuvorderst stellen sich die Fragen, wofür der Begriff Anlageberatung steht und was ein Kundennutzenkonzept für die Anlageberatung umfassen kann. Durch die Beantwortung dieser Fragen lässt sich diese Studie einordnen und wir können weiter präzisieren, was eine Messung des Kundennutzens der Anlageberatung leisten kann und soll. Entsprechend werden in den folgenden Abschnitten die Begriffe Geldanlage und Anlageberatung kurz definiert sowie Grundlagen, wie der Anlageberatungsprozess, die Anbieter von Anlageberatung und Anlageprodukten sowie die verschiedenen Arten von Anlageprodukten, beschrieben. Darauf aufbauend wird auf Basis der bestehenden wissenschaftlichen Literatur eine Definition des Kundennutzens der Anlageberatung vorgenommen.

Die Definition des Anlageberatungsprozesses sowie verschiedener Anbietertypen unterstreicht den Fokus dieser Studie, nämlich die nachvertragliche Messung des Kundennutzens bei Anbietern, die Beratungsleistungen anbieten. Die Beschreibung der verschiedenen Anlageklassen verdeutlicht, mit welcher Vielfalt von unterschiedlichen Anlagemöglichkeiten Verbraucher bei Anlageentscheidungen konfrontiert werden. Signifikante Unterschiede, beispielsweise bei Risiken, in der Datenverfügbarkeit im Sinne von Marktpreisen sowie im Hinblick auf den Ausweis und die Transparenz von Kosten, müssen bei der Entwicklung von Instrumenten zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung berücksichtigt werden. Die Unterschiedlichkeit der verschiedenen Anlagen deutet bereits darauf hin, dass sich eine Messung des Kundennutzens der Anlageberatung zumindest in einem ersten Schritt auf eine Auswahl von Anlagen beschränken sollte. Hierbei bietet sich die Gruppe der Wertpapiere (Anlagefonds, Rentenwerte, Aktien sowie Derivate/Zertifikate) besonders an.

Im Gegensatz zu vielen anderen Produkten oder Dienstleistungen lassen sich bei der Anlageberatung die Ergebnisse beobachten und auch messen. Der Kundennutzen der Anlageberatung umfasst aus Sicht des Kunden auf ergebnisbezogener Seite sowohl qualitative als auch quantitative Aspekte, wie

Rendite, Risiko, jedoch auch Kosten. Insbesondere diese quantitativen Aspekte bieten sich auf den ersten Blick für die Messung des Kundennutzens der Anlageberatung an. Wenn sich die Qualität der Anlageberatung erhöht, können sich sowohl der Nutzen aus Sicht des Kunden als auch der Nutzen aus Sicht der Bank erhöhen. Daher gleicht die Verbesserung der Qualität der Anlageberatung keinem Nullsummenspiel.

I.1 Definition von privater Geldanlage und Anlageberatung

Private Geldanlage steht für Investitionen von Privatanlegern mit dem Ziel, regelmäßige Erträge und/oder einen Wertzuwachs zu erwirtschaften bzw. zumindest die Erhaltung des investierten Kapitals zu gewährleisten. Geldanlage dient somit primär dazu, derzeit nicht für den Konsum benötigte Einkünfte und heutiges Vermögen in Werte umzuwandeln, die in der Zukunft genutzt werden können. Angefangen bei der Bestimmung von Anlagezielen und der Auswahl von Anlagemöglichkeiten, muss der Anleger bei der Geldanlage eine Vielzahl von oftmals komplexen Entscheidungen treffen (siehe hierzu auch im Detail Abschnitt II). Anlageberatung soll Privatanlegern bei diesen Entscheidungen helfen.

Anlageberatung ist somit die Unterstützung des Anlegers bei der Entwicklung einer Anlagestrategie, die sich auf die persönlichen Ziele und Umstände des Anlegers stützt, und die Erarbeitung von konkreten Anlagevorschlägen, die diese Strategie umsetzen. In diesem Sinne ist Anlageberatung in Deutschland auch durch den Gesetzgeber im Rahmen des Kreditwesengesetzes definiert: „[Anlageberatung ist] die Abgabe von persönlichen Empfehlungen an Kunden oder deren Vertreter, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird und nicht ausschließlich über Informationsverbreitungs Kanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben wird“.² Als Dienstleistung wird Anlageberatung von einer Vielzahl von Anbietern angeboten, wobei die Tätigkeit des Anlageberaters oder vielmehr die des Anlagevermittlers, der in den meisten Fällen für Anlageberatung sowie -vermittlung verantwortlich zeichnet, und der betreffenden Institutionen unterschiedlichen gesetzlichen Bestimmungen unterliegt.³ In der Praxis hat sich ein strukturierter Beratungsprozess entwickelt, entlang dessen Anlageberatung im Idealfall durchgeführt wird. Zum besseren Verständnis der

² Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz – KWG) § 1 Abs. 1a S. 1a.

³ Für eine detaillierte Darstellung des Rechtsrahmens der Anlageberatung in Deutschland siehe Abschnitt IV.4.

Anlageberatung wird dieser Prozess im Folgenden weiter ausgeführt. Des Weiteren werden die betroffenen Anbieter und Anlageprodukte kurz vorgestellt.

I.1.1 Der Anlageberatungsprozess

Im Folgenden fokussieren wir uns auf Anlageentscheidungen, bei denen der Anleger Beratung erhält, aber letztendlich selbst die Entscheidung trifft, ob er die Beratung auch umsetzt. Damit klammern wir insbesondere den Fall der Vermögensverwaltung aus, bei dem ein Vermögensverwalter unter einem Mandat innerhalb gewisser Grenzen auch ohne Rücksprache mit dem Investor Kauf- und Verkaufsentscheidungen treffen kann. Auch wenn hier keine klare (definitivische und rechtliche) Abgrenzung möglich ist, so klammern wir für diese Studie ebenfalls den Bereich des „Private Wealth Management“ (oder auch „Private Banking“) aus. Dieser zielt auf besonders wohlhabende Kunden und bietet diesen in der Regel ein Bündel von Dienstleistungen an, bei dem Vermögensverwaltung und Vermögensberatung oft zusammen gehen.

Der idealtypische Anlageberatungsprozess lässt sich in zwei Phasen einteilen, denen sich wiederum verschiedene Aktivitäten zuordnen lassen. Nachdem der Anleger eine Vorauswahl hinsichtlich Beratungsanbietern und möglicherweise auch hinsichtlich Anlagemöglichkeiten getroffen hat,⁴ findet in der *vorvertraglichen* Phase die Beratung ausgehend von den Präferenzen des Anlegers statt, und es kommt schließlich zum Vertragsabschluss. In der *nachvertraglichen* Phase wird der Anleger von seinem Anbieter idealtypisch im Rahmen eines regelmäßigen Reportings informiert und er überprüft auf dieser Basis die Anlageentscheidung. Abbildung 1 stellt den Anlageberatungsprozess schematisch dar, wobei sich die einzelnen Aktivitäten wie folgt beschreiben lassen⁵:

- **Bestimmung der finanziellen Situation/Präferenzen:** Am Anfang der eigentlichen Anlageentscheidung stehen die Beurteilung der finanziellen Situation des Anlegers und die Bestimmung seiner Präferenzen beispielsweise im Hinblick auf Risiko und Anlagehorizont. Diese beiden Schritte stellen die Grundlage für den restlichen Prozess dar.
- **Auswahl der Allokation/Anlagetitel:** Auf dieser Basis gilt es, im nächsten Schritt verschiedene Anlagemöglichkeiten auszuwählen. Es ist gängige Praxis, dass

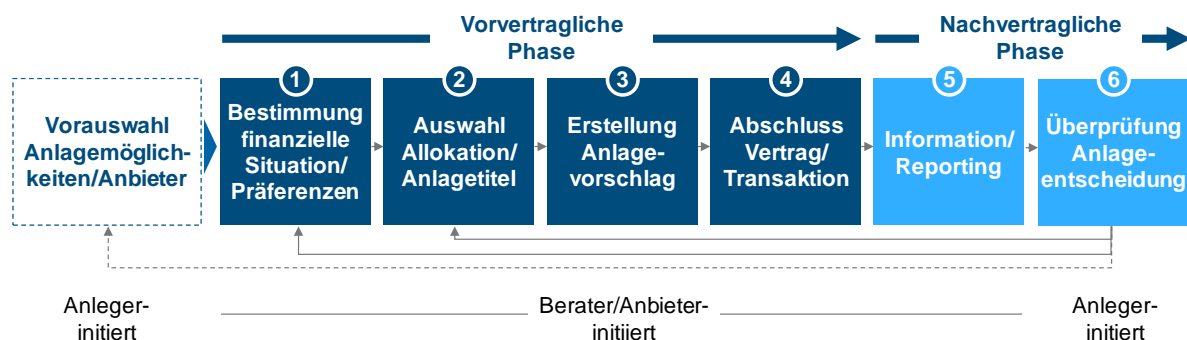
⁴ In der Praxis fällt dieser Schritt oftmals weg, da bereits eine Geschäftsbeziehung zu einem Anbieter (meistens der eigenen Bank) bzw. Anlageberater besteht.

⁵ Siehe beispielsweise Franke et al. (2011) und DG SANCO (2010).

hierfür zuerst die Allokation auf verschiedene Anlageklassen bestimmt wird und im Nachgang einzelne Titel bzw. Wertpapiere ausgewählt werden.

- Erstellung eines Anlagevorschlags: Nach der Auswahl der Anlagemöglichkeiten durch den Anlageberater werden diese dem Anleger als Anlagevorschlag unterbreitet.
- Abschluss eines Vertrages/einer Transaktion: Stimmt der Anleger dem Anlagevorschlag zu, kommt es zu einem Abschluss und die vereinbarten Transaktionen werden ausgeführt.
- Information/Reporting: In der nachvertraglichen Phase bekommt der Anleger von seinem Anbieter Informationen im Sinne eines Reportings zur Entwicklung seiner Anlagen. In der Praxis sind solche Informationen aktuell allerdings relativ beschränkt verfügbar und nicht standardisiert (siehe Abschnitt IV).
- Überprüfung der Anlageentscheidung: Auf Basis dieser Informationen überprüft der rationale Anleger (im Idealfall gemeinsam mit dem Berater) die Anlageentscheidung. Dies kann dazu führen, dass die vorher bestimmten Präferenzen überprüft werden bzw. dass andere Anlagemöglichkeiten betrachtet werden und der Beratungsprozess ab hier von Neuem durchlaufen wird. Gegebenenfalls führt die Überprüfung auch dazu, dass der Anleger einen Anbieterwechsel in Betracht zieht.

Abbildung 1: Der Anlageberatungsprozess aus Anlegersicht



Bei Anlageentscheidungen ohne Beratung sieht der Prozess ähnlich aus. Hier fallen jedoch einzelne Schritte weg bzw. werden vom Anleger selbst übernommen. In Ergänzung zur obenstehenden Kurzbeschreibung sind in Abschnitt II.4 die Schritte von Anlageentscheidungen aus wissenschaftlicher Sicht detaillierter beschrieben.

Verbraucherschutz im Umfeld der Anlageberatung setzt oftmals in der vorvertraglichen Phase an. Hierzu gehören beispielsweise Vorschriften für die Werbung für Finanzprodukte und die Bestimmungen zu Wertpapierprospekten. Des Weiteren werden verschiedene Anforderungen

an Beratungsaktivitäten gestellt. Zielsetzung ist es hier, vor dem Wertpapierkauf eine umfassende Informationsausstattung des Anlegers zu gewährleisten und die Qualität und Angemessenheit der Anlageberatung sicherzustellen. Abschnitt IV.4 gibt einen umfassenderen Überblick über die existierenden rechtlichen Rahmenbedingungen.

Die Messung des Kundennutzens der Anlageberatung bezieht sich auf die nachvertragliche Phase. Grundidee ist, dass der Anleger nach dem Abschluss der Transaktion umfassende Transparenz über die erzielten Ergebnisse erhält. Dies umfasst auch die Ex-post-Betrachtung von Kennzahlen, die den Kundennutzen messen. Somit unterscheiden sich Ansätze zur Messung des Kundennutzens deutlich von den vorgenannten Maßnahmen mit Bezug auf die vorvertragliche Phase. Eine gewisse Konsistenz zwischen den Ansätzen ist jedoch in jedem Fall zu begrüßen. Daher kann die Untersuchung der bereits existierenden Initiativen und rechtlichen Rahmenbedingungen mit Fokus auf die vorvertragliche Phase wichtige Anhaltspunkte für die Ausgestaltung der Messung des Kundennutzens liefern (siehe Kapitel 2).

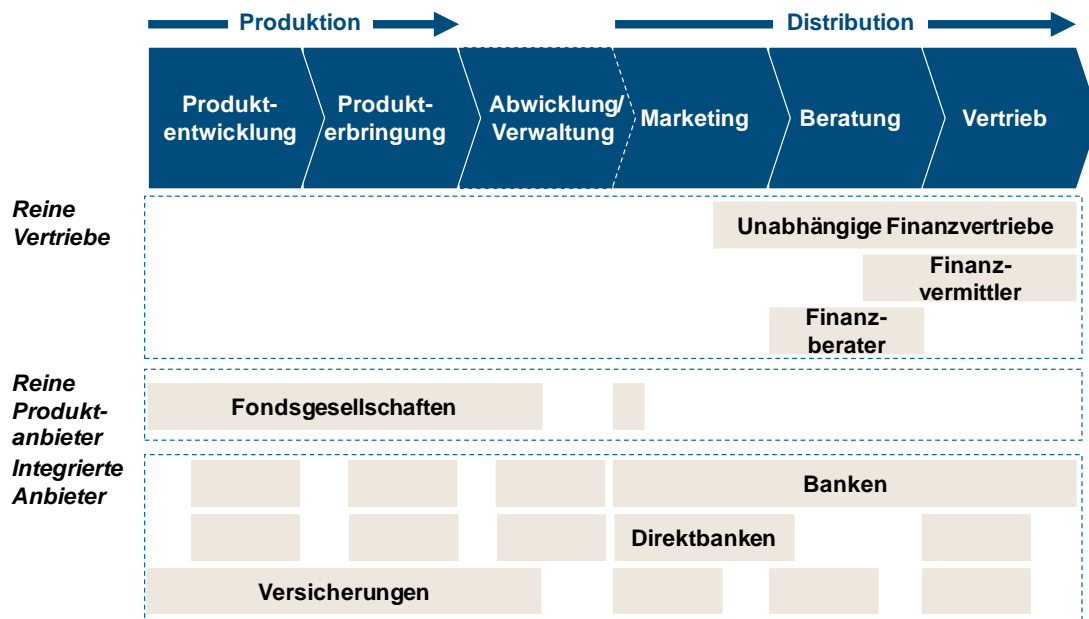
I.1.2 Anbieter von Anlageberatung und Anlageprodukten

Anbieter von Anlageberatung und Anlageprodukten können grob in drei Kategorien unterschieden werden, je nachdem welche relative Bedeutung der *Produktion*, d. h. Entwicklung und Erbringung von Finanzprodukten, oder aber der *Distribution*, d. h. Marketing, Beratung und Vertrieb von Finanzprodukten, beigemessen wird.

Die Gruppe der *reinen Vertriebe* beschäftigt sich fast ausschließlich mit der Distribution von Finanzprodukten und damit einhergehend auch mit Anlageberatung. Zu ihr gehören beispielsweise unabhängige Finanzvertriebe, Finanzvermittler sowie Finanzberater ohne Vermittlertätigkeit. Die Gruppe der *reinen Produktanbieter* übt weitestgehend Tätigkeiten der Produktion von Finanzprodukten aus. Die Distribution gegenüber dem Anleger steht bei dieser Art von Anbietern nicht im Vordergrund. Zu dieser Kategorie sind Fondsanbieter zu zählen. Die dritte und am weitesten verbreitete Gruppe sind *integrierte Anbieter*, die Produktions- und Distributionsaktivitäten vereinen. Die meisten Banken und Versicherungen fallen in diese Kategorie. Direktbanken stellen dabei eine Sonderform dar, weil sie, wenn überhaupt, typischerweise nur in sehr begrenztem Maße Beratungsdienstleistungen anbieten. Neben den drei genannten Gruppen gibt es noch weitere Anbieter, die sich auf Teilbereiche der Wertschöpfungskette, beispielsweise die Abwicklung und Verwaltung von Aufträgen oder Anlegerdepots, spezialisiert haben. Abbildung 2 verdeutlicht die Kategorisierung nach Anbietertypen entlang der Wertschöpfungskette Geldanlage. Im Rahmen dieser

Anbieterklassifizierung definieren wir auch den Begriff des Anlageberaters, den wir in dieser Studie verwenden (siehe Textbox 1).

Abbildung 2: Anbieter von Anlageberatung und Anlageprodukten⁶



Textbox 1: Der Begriff des Anlageberaters⁷

Im Rahmen dieser Studie verwenden wir den Begriff *Anlageberater* als Oberbegriff für die Akteure, die Anlageberatungsdienstleistungen erbringen. In der Praxis gibt es eine Vielzahl von Beratertypen, wobei sich diese oftmals nicht zweifelsfrei voneinander abgrenzen lassen. Entlang der beiden beschriebenen Gruppen, die Beratung anbieten, lassen sich die folgenden wichtigsten Typen bei Anlageprodukten (ohne Versicherungen) identifizieren:

- Reine Vertriebe
 - *Ungebundene Finanzvermittler* erbringen Anlageberatung und vertreiben Anlageprodukte unabhängig von einzelnen Produkt- bzw. integrierten Anbietern; dafür erhalten sie in der Regel eine Provision.
 - *Ungebundene Finanzberater ohne Vermittlertätigkeit* beraten unabhängig in Geldanlageangelegenheiten; oftmals findet diese Art von Beratung auf Honorarbasis statt.
 - Unabhängige Finanzvertriebe beschäftigen *Handelsvertreter*, die eine *Finanzvermittlertätigkeit ausüben*; während die Beratung und der Vertrieb in der Regel unabhängig von bestimmten Produktanbietern stattfinden, sind diese jedoch an den betreffenden Finanzvertrieb gebunden.

⁶ Siehe eigene Abbildung in Anlehnung an Koch (2006, S. 93).

⁷ Mit Fokus auf Beratung und Vertrieb von Anlageprodukten (ohne Versicherungen). Im Bereich der Versicherungen gibt es verschiedene Beratertypen, deren Tätigkeit rechtlich klar definiert ist und die wir daher an dieser Stelle nicht gesondert aufführen (siehe beispielsweise Habschick und Evers, 2008). In Abschnitt IV.4 nehmen wir eine durch die entsprechenden Rechtsvorschriften geprägte Definition der Anlageberatung und des Anlageberaters vor.

- Integrierte Anbieter
 - *Bankberater* zeichnen für Beratung und Vertrieb von Anlageprodukten gebunden an eine bestimmte Bank verantwortlich; teilweise üben diese ihre Tätigkeit selbstständig aus, haben jedoch exklusive Vereinbarungen mit einer oder mehreren Banken.

Intuitiv sind die Messung des Kundennutzens der Anlageberatung und das darauf aufbauende Reporting insbesondere für Anbieter relevant, die im direkten Kundenkontakt Beratung anbieten. Damit sind sowohl die reinen Vertriebe als auch integrierte Anbieter im Fokus. Um eine zuverlässige Messung des Kundennutzens zu gewährleisten, erscheint es jedoch unerlässlich, dass auch beispielsweise auf Abwicklung und Verwaltung spezialisierte Anbieter gewisse Standards in der Informationsaufbereitung und -weitergabe befolgen bzw. Informationen direkt zur Verfügung stellen. Eine klare Abgrenzung in Bezug auf Anbietertypen ist somit an dieser Stelle nicht möglich.

I.1.3 Anlageklassen und Arten von Anlageprodukten

Anleger können aus einer Vielzahl von Anlageprodukten aus verschiedenen Anlageklassen auswählen.⁸ Die klassischen Anlageklassen sind Bargeld und Bankeinlagen, Rentenwerte, Aktien, Kapitallebensversicherungen, Rentenversicherungen und private Altersvorsorge. Innerhalb der meisten Anlageklassen kann grundsätzlich zwischen Basisprodukten, den originären Instrumenten, und Derivatprodukten, den abgeleiteten Instrumenten, unterschieden werden.⁹ Wegen der besonderen Charakteristika solcher Derivatprodukte (auch: Derivate und Zertifikate) sind diese im Folgenden als eigene Anlageklasse beschrieben. Analog behandeln wir Anlagefonds als eigene Anlageklasse, obwohl diese streng genommen eher eine gesonderte Anlageform darstellen. Abbildung 3 zeigt in Übersicht die wichtigsten Anlageklassen. Diese sind in Anhang I näher beschrieben. Rentenwerte, Aktien, Anlagefonds, sowie Derivate und Zertifikate sind den Wertpapieren zuzurechnen und stehen wegen ihrer besonderen Charakteristika im Fokus dieser Studie.

Neben den beschriebenen Anlageklassen gibt es noch weitere Möglichkeiten der Geldanlage, wie beispielsweise direkte und indirekte Beteiligungen an Unternehmen¹⁰ oder Rohstoffkäufe, auf die wir aber wegen ihrer relativ geringen Bedeutung für Privatanleger nicht weiter eingehen. Zudem können Anleger ihr Vermögen in Sachanlagen anlegen. Während solche Sachanlagen beispielsweise in Immobilien einen signifikanten Teil des Gesamtvermögens deutscher Anleger ausmachen (siehe Abschnitt III.1), unterscheiden sie sich deutlich von den

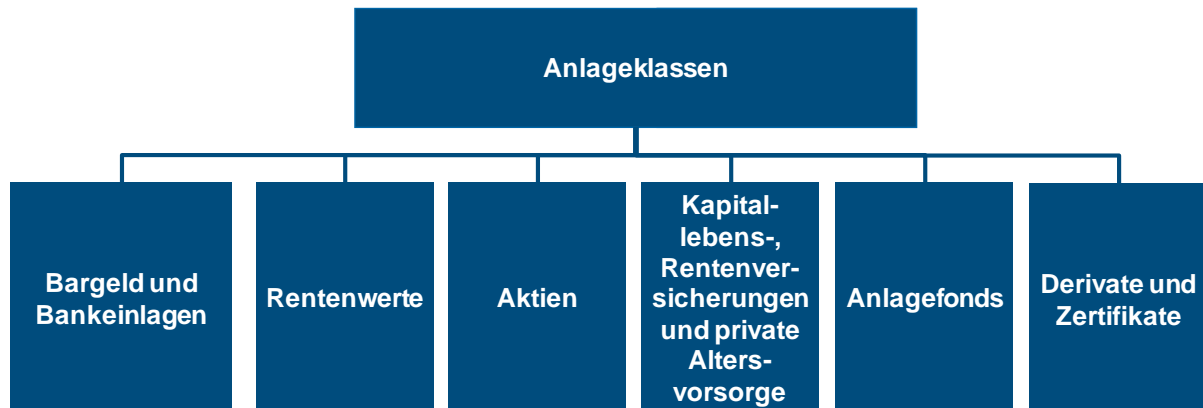
⁸ Siehe beispielsweise May und May (2007) und Lüscher-Marty (2010). Die folgenden Beschreibungen der Anlageklassen beruhen in Teilen auf May und May (2007).

⁹ Siehe Lüscher-Marty (2010).

¹⁰ Hierzu ist auch Private Equity, die Anlage von Eigenkapital in nichtbörsennotierten Unternehmen, zu zählen.

vorgenannten Finanzanlagen. Zudem sind die betreffenden Anbieter auch oft andere als die in Abschnitt I.1.2 beschriebenen Anbieter von Anlageberatung und Anlageprodukten. Sachanlagen werden im weiteren Verlauf dieser Studie daher weitestgehend ausgeklammert.

Abbildung 3: Wichtige Anlageklassen¹¹



I.2 Definition des Kundennutzens der Anlageberatung

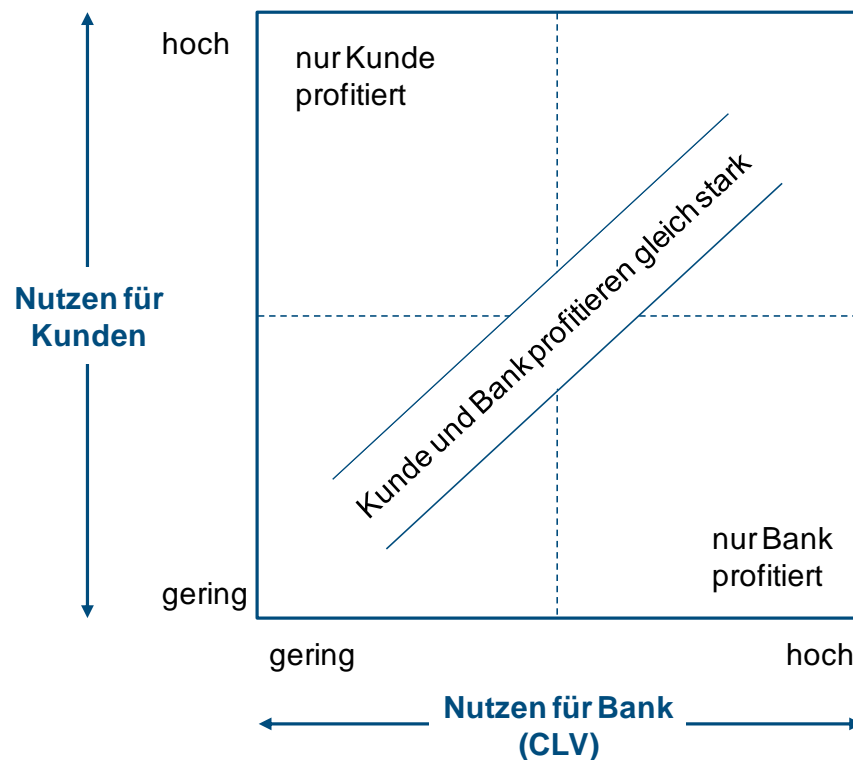
Kundennutzen kann aus zwei Perspektiven betrachtet und definiert werden, nämlich aus Sicht des Kunden und aus Sicht der Bank. Aus Sicht der Bank geht es vielfach darum, den monetären Wert des Kunden für die Bank zu berechnen, also festzustellen, welchen Wertbeitrag der Kunde zum Gewinn der Bank geleistet hat. Typische Konzepte zur Messung dieses Werts sind die Kundendeckungsbeitragsrechnung oder der Kundenlebenswert, auch "Customer Lifetime Value" (CLV) genannt.¹² Aus Perspektive des Kunden geht es darum, wie gut seine Bedürfnisse von der Bank befriedigt wurden.

Idealerweise gehen beide Sichtweisen einher, sodass ein hoher Nutzen aus Sicht des Kunden auch zu einem hohen Nutzen aus Sicht der Bank führt. Abbildung 4 zeigt aber, dass dies keineswegs immer der Fall sein muss. So können beispielsweise Kunden Beratungsleistungen bei einer Filialbank nachfragen und dann kostengünstiger das Produkt bei einer im Wettbewerb stehenden Online-Bank abschließen (nur der Kunde profitiert). Genauso kann eine Bank über Provisionen gut am Kunden verdient haben, während dieser Kunde mit seinen von der Bank empfohlenen Anlagen aber überdurchschnittlich hohe Verluste erzielt hat (nur die Bank profitiert).

¹¹ Ohne Sachanlagen.

¹² Siehe Wiesel et al. (2008).

Abbildung 4: Gegenüberstellung von Nutzen aus Sicht der Bank und aus Sicht des Kunden



Vor dem Hintergrund dieser Studie geht es uns im weiteren Verlauf um den Nutzen der Anlageberatung für den Kunden. Dieser Nutzen weist bei der Anlageberatung eine wesentliche Besonderheit gegenüber vielen anderen Dienstleistungen auf, da die Wertentwicklung einer Finanzanlage vielfach sehr einfach erfasst werden kann. So kann bei einer Aktie beispielsweise einfach festgestellt werden, welche Wertentwicklung bzw. Rendite diese Aktie innerhalb eines Jahres erzielt hat.¹³

Diese Besonderheit von Finanzanlagen bedeutet, dass Kundennutzen prinzipiell anders und gegebenenfalls auch besser gemessen werden kann als in vielen anderen Dienstleistungsbranchen. Dort ist eine Erfassung eines in Geldeinheiten gemessen Kundennutzen vielfach schwierig, sodass der Kundennutzen ausschließlich über Wahrnehmungskonstrukte wie Kundenzufriedenheit ("Wie zufrieden sind Sie mit der Dienstleistung?")¹⁴ oder Weiterempfehlungsbereitschaft ("Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie die Dienstleistung einem Freund oder Kollegen weiterempfehlen werden?") gemessen wird.¹⁵ Der Einsatz von derlei Wahrnehmungskonstrukten ist auch in Banken möglich, und wie Abschnitt IV zeigt, auch offensichtlich weit verbreitet. Allerdings wird durch den

¹³ In der Regel ist dies die Summe aus der Differenz von Jahresendkurs und Jahresanfangskurs und der Dividendenzahlung in Prozent des Jahresanfangskurses.

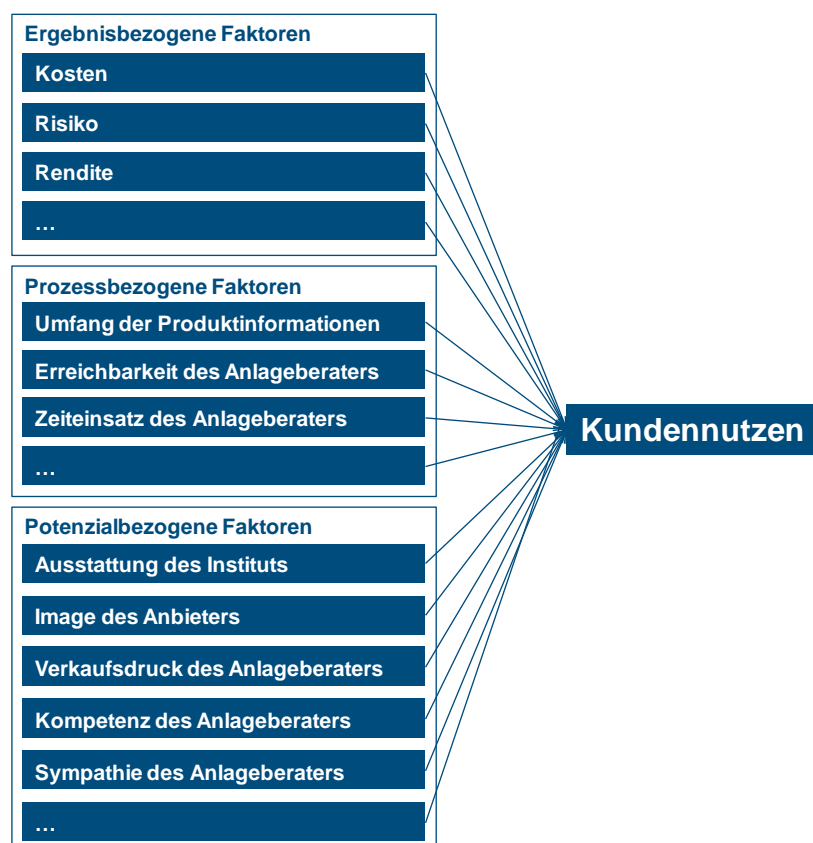
¹⁴ Siehe Magi (2003).

¹⁵ Siehe Gupta und Zeithaml (2006) und Schmitt et al. (2010).

ausschließlichen Einsatz von Befragungen die Besonderheit von Finanzanlagen hinsichtlich der objektiven Messbarkeit ihrer Wertentwicklung und ihrer Wertschwankungen nicht voll ausgenutzt.

Allerdings greift eine ausschließliche Betrachtung der Wertentwicklung bzw. anderer quantitativer Faktoren wie Risiko und Kosten von Finanzanlagen auch zu kurz, da einerseits nicht jede Anlageempfehlung der Bank vom Kunden umgesetzt wird und andererseits auch die Beratung selbst Nutzen jenseits der Wertentwicklung der Finanzanlage schaffen kann. So können beispielsweise mithilfe der Beratung unterschiedliche Präferenzen von Ehepartnern aufgedeckt und in Einklang gebracht werden oder zusätzliche Informationen für Anlageentscheidungen bereitgestellt werden, die dem Kunden dann eine eigenständige Anlageentscheidung ermöglichen. Deswegen unterteilen wir den Kundennutzen in die drei in Abbildung 5 dargestellten Faktoren.

Abbildung 5: Faktoren des Kundennutzens der Anlageberatung



Die ergebnisbezogenen Faktoren beziehen sich auf das Ergebnis der Anlageberatung und dessen Folgen.¹⁶ Wie bereits diskutiert wurde, lässt sich ein erheblicher Anteil dieser ergebnisbezogenen Faktoren häufig gut beobachten bzw. ist objektiv messbar. Dies betrifft

¹⁶ Siehe Zuber (2005).

die Rendite der Finanzanlage und die mit der Finanzanlage verbundenen Kosten für den Kunden. Auch das Risiko lässt sich historisch messen und damit zumindest rückwärtsgerichtet vergleichsweise gut beobachten. Im Idealfall sind hierfür natürlich nicht nur einzelne Produkte von einem Anbieter, sondern alle Finanzanlagen des Kunden, also auch solche, die bei anderen Finanzinstitutionen getätigt wurden, im Sinne einer Portfoliosicht einzubeziehen.

Bei den prozessbezogenen Faktoren geht es um Aktivitäten, die während der Erstellung der Leistung, also während der Anlageberatung, ablaufen.¹⁷ Hierzu zählen etwa der Umfang der Produktinformationen, die der Anlageberater an seine Kunden weitergibt, der Zeitaufwand des Anlageberaters sowie die Erreichbarkeit des Anlageberaters.

Die potenzialbezogenen Faktoren beziehen sich auf die zeitlich stabilen Leistungsvoraussetzungen.¹⁸ Auch hier lässt sich ein Teil der Faktoren beobachten. Dies betrifft das Markenimage eines Anbieters oder die Ausstattung einer Filiale. Zu den nicht beobachtbaren potenzialbezogenen Faktoren zählen der Verkaufsdruck, die Kompetenz und die Sympathie des Anlageberaters. Auch diese sind zumindest für einen gewissen Zeitraum als stabil zu erachten.

Abbildung 6: Nutzen der Anlageberatung – Potenziale für Anbieter und Kunden

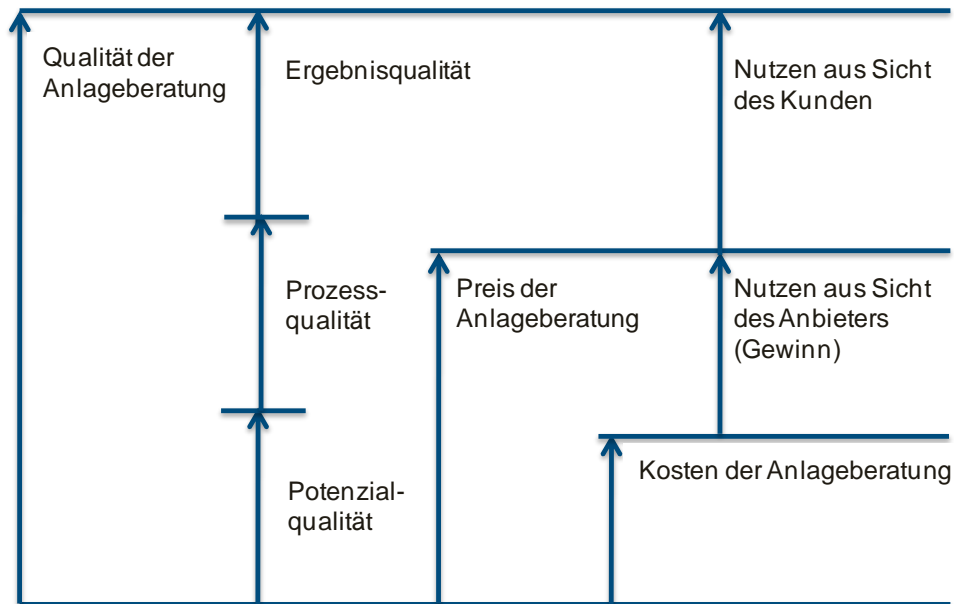


Abbildung 6 stellt den Nutzen, den der Kunde aus der Geschäftsbeziehung mit dem Anbieter schöpft, und den Nutzen, den der Anbieter aus der Geschäftsbeziehung mit dem Kunden schöpft, dar.¹⁹ Der Nutzen der Anlageberatung aus Sicht des Kunden ergibt sich als Summe

¹⁷ Siehe Zuber (2005).

¹⁸ Siehe Zuber (2005).

¹⁹ Siehe Khalifa (2003).

der Ergebnis-, Prozess- und Potenzialqualität abzüglich der Kosten der Anlageberatung. Der Nutzen aus Sicht des Anbieters ergibt sich als Differenz zwischen Erlösen und Kosten der Anlageberatung. Wenn sich die Qualität der Anlageberatung erhöht, können sich sowohl der Kundennutzen als auch der Anbieternutzen erhöhen. Daher gleicht die Erhöhung der Qualität der Anlageberatung nicht notwendigerweise einem Nullsummenspiel.

II. Wissenschaftliche Grundlagen zum Anlegerverhalten und zur Rolle von Beratung

Überblick: Bei der folgenden Sichtung und Auswertung der wissenschaftlichen Literatur wird zunächst gefragt, welche Rolle eine professionelle Anlageberatung für die Anlageentscheidung von Privathaushalten spielen kann. Es gibt vor allem außerhalb Deutschlands eine mittlerweile breite Literatur zur Frage der „finanziellen Allgemeinbildung“ (auch: „financial literacy“). Auch wenn diese Ergebnisse nicht immer vollständig übertragbar sind, so zeigt die Literatur doch fundamentale Wissensdefizite bei privaten Investoren auf. Die Sichtung der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur macht ferner die erhebliche Komplexität der Anlageentscheidung deutlich. Ferner dokumentiert die Literatur, dass Preise und Gebühren für teils sehr ähnliche oder sogar nahezu identische Finanzprodukte oft erheblich unterschiedlich sind. Der Entscheidungsprozess kann auch durch sogenannte „Verhaltensanomalien“ („behavioral biases“) erschwert werden, die etwa zur systematischen Fehleinschätzung von Risiko führen. Mangelnde Diversifikation oder zu hohes „churning“ (Kauf- und Verkauf) sind mögliche Konsequenzen. Insgesamt ist daher davon auszugehen, dass viele Verbraucher aufgrund ihrer geringen Kenntnisse, aufgrund der Komplexität von Finanzentscheidungen und möglicherweise auch aufgrund solcher „Verhaltensanomalien“ ohne Beratung entweder systematisch Fehlentscheidungen treffen oder aber nur ein zu enges Spektrum von Anlageprodukten in Betracht ziehen (wie etwa nur Einlagen).

Der Beratung kann damit eine zentrale Bedeutung zukommen, um Kundennutzen zu schaffen. Die Verringerung von Informationsdefiziten sowie mögliche „Verhaltensanomalien“, die zu systematischen Fehlern führen, sind hierbei vorrangig zu nennen. Der Nutzen, den Beratung dann schaffen kann, muss daher insbesondere an diesen Punkten ansetzen, etwa bei der Vermeidung unnötiger Kosten, der Vermeidung von systematischen Fehlern, die etwa zu einem unterdiversifizierten Portfolio führen, sowie einem besseren „matching“ der Anlage mit den Kundenpräferenzen (Anlagehorizont, Risikotoleranz).

Die wenigen Arbeiten, die sich mit der Rolle von Anlageberatung befassen, zeigen, dass vor allem besser gebildete Haushalte sowie Haushalte mit besserem Finanzwissen aktiv Beratung suchen und sich dazu auch mehrerer Quellen

bedienen. Andererseits zeigt sich aber, dass es vor allem die weniger (finanz-)gebildeten Haushalte sind, bei denen die Beratung einen größeren unabhängigen Einfluss auf die tatsächliche Finanzentscheidung hat. Einige aktuelle Untersuchungen dokumentieren aber auch die Schattenseite der Beratung. Zwar kann Beratung prinzipiell das Informationsdefizit von weniger (finanz-)gebildeten Haushalten ausgleichen sowie Transaktionskosten reduzieren und auch Fehlern durch die genannten „Verhaltensanomalien“ vorbeugen. Andererseits kann eigennützige Beratung auch die Informationsdefizite ausnutzen sowie die systematischen „Verhaltensanomalien“ und Fehlwahrnehmungen mancher Haushalte verstärken, statt sie zu korrigieren.

Anlageberatung hat wesentliche Eigenschaften eines sogenannten „Vertrauensgutes“. Sofern nicht durch Regulierung und Aufsicht Fehlverhalten hinreichend eingeschränkt wird, müssen sich Anleger des potenziellen Interessenkonfliktes selbst bewusst werden. Die wenigen vorhandenen Arbeiten zeigen aber, dass dies oft nicht hinreichend der Fall ist, da Anleger etwa nicht über die Anreize in Beratung und Vertrieb informiert sind bzw. diese Information bei der Kaufentscheidung nicht hinreichend berücksichtigt werden. Ferner ist eine nachträgliche Beurteilung einer getroffenen Anlageentscheidung, die ja Voraussetzung der Beurteilung der Beratungsleistung ist, generell nur möglich, wenn der Anleger die nötigen Informationen hat und sie auch adäquat verwenden kann. Gerade hier setzt die vorliegende Studie an.

II.1 Anlageentscheidungen: Die Rolle von finanzieller Allgemeinbildung, Finanzkompetenz und Finanzwissen

Die Güte der Anlageentscheidung hängt davon ab, inwieweit eine Anlage gefunden wurde, die den Zielen und Bedürfnissen des Anlegers gerecht wird. In der Literatur geht es hierbei vornehmlich um das Risiko-Rendite-Profil, aber auch um die Liquidität und die Kosten der Anlage. Auf die adäquate Bestimmung des Kundennutzens wurde gesondert im Abschnitt I.2 eingegangen. Die Güte der Anlageentscheidung wird von den Finanzkenntnissen des Anlegers und der Qualität der Anlageberatung bestimmt. Die Literatur zu diesen Themen wird im ersten Teil dieses Kapitels diskutiert. Im Anschluss daran wird auf die Besonderheiten von Finanzentscheidungen eingegangen und dabei insbesondere auf die Komplexität von Entscheidungen und auf die Rolle von Risiko.

Finanzkompetenz

Obwohl es keine allgemeingültige Definition des Begriffes „finanzielle Allgemeinbildung“ gibt, wird damit in der Regel die Fähigkeit beschrieben, Anlageentscheidungen zu treffen, die im eigenen langfristigen Interesse sind. Eine Reihe aktueller Forschungsarbeiten deutet jedoch darauf hin, dass es vielen Haushalten an genau dieser finanziellen Allgemeinbildung fehlt. Akademisch solide Studien, wie sie meist nur für die USA und Großbritannien existieren, zeigen, dass es vielen Erwachsenen am Verständnis grundlegender ökonomischer Zusammenhänge und zentraler Begriffe wie Zinsen, Inflation oder Risiko mangelt. Vielen Anlegern ist auch nicht bewusst, welche Kennzahlen (wie z. B. Risiko, Gebühren oder Fondsgröße) relevant für ihre Anlageentscheidung sind.²⁰ Dabei fällt auf, dass diese Wissensdefizite stärker ausgeprägt sind in Haushalten mit geringem generellem Bildungsniveau sowie bei Jugendlichen, deren Eltern geringe Finanzkompetenz besitzen. Darüber hinaus gibt es einen positiven Zusammenhang zwischen Vermögen und Finanzkompetenz, wobei die Richtung der Kausalität hier nicht klar ist: Vermögende Haushalte besitzen häufiger riskante, komplexe Anlageprodukte. Es kann daher sein, dass diese Haushalte a priori mehr Finanzkompetenz besitzen oder aber, dass diese Kompetenz erst im Umgang mit den von ihnen gehaltenen Produkten erworben wird.

„Behavioral Biases“

Auch die oben bereits kurz angesprochenen Verhaltensanomalien fallen umso stärker ins Gewicht, je schlechter die finanzielle Bildung eines Anlegers ist. Ein relativ junger Forschungszweig untersucht, welche weiteren Charakteristika von Anlegern Fehlentscheidungen (wie etwa mangelnde Diversifikation) verringern. Diese Arbeiten zeigen, dass Anleger mit einem höheren generellen Bildungsniveau, größerem Vermögen oder längerer Erfahrung im Umgang mit riskanten Anlageklassen am wenigsten anfällig für solche Fehler sind.²¹

Die zunehmende Verfügbarkeit umfangreicher Datensätze zu den Anlageentscheidungen von Haushalten erlaubt es zudem, die Bedeutung kognitiver Fähigkeiten für das Auftreten von Anlagefehlern zu untersuchen. In diesen Studien zeigt sich, dass sowohl Erfahrung mit Anlageprodukten als auch kognitive Fähigkeiten helfen, Fehlentscheidungen zu vermeiden. Kognitive Fähigkeiten nehmen in der Regel ab einem gewissen Alter ab, während die

²⁰ FSA (2004).

²¹ So zum Beispiel Calvet et al. (2009b), Lusardi et al. (2010).

Erfahrung mit Finanzentscheidungen zunächst mit dem Alter zunimmt.²² Dieser Lernprozess kann jedoch nicht einsetzen bei langfristigen Anlageprodukten, die keine wiederholten Entscheidungen verlangen oder wenn die Qualität der Entscheidung nicht direkt vom Anleger beobachtet werden kann.²³

Für manche Forscher – insbesondere Forscher, die eine „verhaltensökonomische“ Sichtweise haben – stellt sich die grundsätzliche Frage, ob Maßnahmen zur Verbesserung der finanziellen Bildung geeignet sind, das Auftreten von Anlagefehlern zu verringern (falls nicht, so hätte dies zwangsläufig Konsequenzen für die optimale Verbraucherschutzpolitik). Viele Forscher mit verhaltensökonomischem Hintergrund bezweifeln den Nutzen von Finanzbildung, da aus ihrer Sicht Fehler vor allem aufgrund von tiefsitzenden Verhaltensanomalien gemacht werden, welche im Gegensatz zu Informationsdefiziten nicht durch Aufklärung verringert werden können. Diese Sichtweise deckt sich mit den Ergebnissen einer Studie der britischen Finanzaufsicht FSA zur Bedeutung von Verhaltensanomalien und finanzieller Bildung.²⁴ Außerdem zeigen Studien zur Wirksamkeit von Finanzkursen in amerikanischen High-Schools und Erfahrungen mit unternehmensinternen Aufklärungsprogrammen zur privaten Altersvorsorge, dass diese Programme nur einen geringen Einfluss auf die Qualität der Anlageentscheidungen der Teilnehmer haben.²⁵ Diese Ergebnisse sind aufgrund ihrer relativ kleinen Stichprobe allerdings mit Vorsicht zu genießen und sollten nicht verallgemeinert werden. Es scheint jedoch, dass Fehlentscheidungen zumindest teilweise auf Verhaltensanomalien zurückzuführen sind, was im Umkehrschluss bedeutet, dass das Problem nicht alleine durch die Verringerung von Informationsdefiziten zu lösen ist. Hier sind neben Information auch kreative Maßnahmen gefragt, wie z. B. eine Anlageberatung, die darauf abzielt, Anlegern ihre Anfälligkeit für psychologisch begründete Fehlentscheidungen bewusst zu machen.

II.2 Die Rolle von Anlageberatung

Beratung ist bereits jetzt ein elementarer Bestandteil des Privatkundengeschäfts von Banken in Deutschland (siehe hierzu auch im Detail Abschnitt III). Im europäischen Durchschnitt sieht das Bild ähnlich aus – nahezu 90 % aller Anleger erwarten, von ihrer Bank beraten zu

²² Agarwal et al. (2009) nennen eine Reihe von psychologischen und medizinischen Studien, die abnehmende kognitive Fähigkeiten bei älteren Erwachsenen beschreiben. Diese U-förmige Beziehung zwischen Alter und der finanziellen Allgemeinbildung wurde auch von Lusardi und Mitchell (2011) beschrieben.

²³ Bzgl. dieses Lernprozesses siehe auch Agarwal et al. (2011).

²⁴ Siehe FSA (2008b).

²⁵ Siehe Mandell (2006), Benartzi und Thaler (2007).

werden und diese Kunden folgen in der Regel auch den Empfehlungen ihres Beraters.²⁶ Auch in den Vereinigten Staaten wird bei einem Großteil der Aktien- und Aktienfondskäufe vorher Beratung in Anspruch genommen.²⁷ Obwohl Anlageberatung für einen Großteil der Transaktionen von Bedeutung zu sein scheint, ist noch relativ wenig darüber bekannt, inwiefern sich die Beratung in den Anlageentscheidungen der Kunden widerspiegelt und ob diese letztlich von der Beratung profitieren. Aus einer aktuellen empirischen Studie geht hervor, dass mehr als die Hälfte der befragten Bankkunden durchweg den Empfehlungen ihres Bankberaters vertrauen. Sie verfügen in der Regel über geringes Finanzwissen und vermuten keinen Interessenkonflikt. Dass dieses Vertrauen wohl nicht immer gerechtfertigt ist, zeigt sich darin, dass diese Kunden eine weitaus höhere Anzahl von Transaktionen durchführen und deutlich höhere Gewinne für die beratende Bank generieren.²⁸ Eine andere Studie untersucht, ob die Tatsache, dass ein Anleger seinem Berater vertraut, dessen Kaufentscheidung beeinflusst. In der Tat folgen Haushalte mit niedrigem Bildungsniveau eher der Empfehlung, Aktien und andere riskante Produkte zu kaufen, wenn sie ihrem Berater vertrauen. Für Haushalte mit hohem Bildungsniveau war dieser Zusammenhang jedoch nicht festzustellen.²⁹

Obwohl Anlageberatung allgegenwärtig zu sein scheint, findet sie, bis auf wenige Ausnahmen, kaum Beachtung in empirischen Arbeiten zu Anlageentscheidungen von Haushalten. Im Gegenteil gehen die meisten wissenschaftlichen Arbeiten von „aktiven“ Investoren aus, die sich zwar anhand externer Quellen über die Eigenschaften eines Produkts informieren, nicht jedoch Empfehlungen im Sinne einer Anlageberatung einholen. Diese Annahme mag auf einige erfahrene Anleger zutreffen, weniger erfahrene Anleger fällen ihre Entscheidungen jedoch häufig unter Zuhilfenahme von Anlageberatung.

In der Regel zahlen Privatkunden für Anlageberatung nicht direkt, sondern indirekt in Form von Ausgabeaufschlägen und anderen umsatzabhängigen Zahlungen vom Anbieter eines Produkts an den (unter Umständen nicht ganz) unabhängigen Anlageberater.

²⁶ Siehe Eurobarometer 60.2, Nov.–Dez. 2003. Zum Vergleich: 95 % in Deutschland, 90 % in Dänemark, 95 % in Österreich, 91 % in den Niederlanden, 86 % in Finnland, aber nur 40 % in Griechenland erwarten Finanzberatung von Finanzinstitutionen. Darauf aufbauend vertrauen 65 % der Deutschen ihrem Finanzberater, verglichen mit 76 % in Dänemark, 75 % in Österreich, 60 % in den Niederlanden, 79 % in Finnland, aber nur 22 % in Griechenland.

²⁷ So in „Equity Ownership in America 2005“, http://www.ici.org/pdf/rpt_05_equity_owners.pdf. In einer Umfrage des Investment Company Institute „Why do Mutual Fund Investors use Professional Financial Advisers?“, <http://www.ici.org/pdf/fm-v16n1.pdf> gaben über 80 % der Befragten an, professionelle Beratung in Anspruch zu nehmen.

²⁸ Siehe Hackethal et al. (2010).

²⁹ Siehe Georgarakos und Inderst (2011).

Schlimmstenfalls haben diese Zahlungen die Form von versteckten Provisionen, welche für den Kunden nicht transparent sind.

Anlageberatung weist wie oben erwähnt Eigenschaften eines sogenannten „Vertrauensguts“ auf, d. h., ein Anlageberater kann besser beurteilen, welches Anlageprodukt für einen Kunden geeignet ist. Er kann jedoch auch versucht sein, dem Kunden ein ungeeignetes Produkt zu empfehlen, wenn ihm selbst dabei eine höhere Provision winkt. Dieses Problem wird dadurch verschärft, dass es im Nachhinein oft schwierig zu beurteilen ist, ob tatsächlich eine Fehlberatung vorliegt oder ob ein adäquates Produkt sich nur nicht wie erhofft entwickelt hat.³⁰ Es gibt jedoch Anlass zu der Annahme, dass häufig nicht das beste Produkt, sondern das mit der attraktivsten Rückvergütung für den Berater oder der höchsten Marge für das Institut empfohlen wird.³¹ Studien aus den USA zeigen, dass sich Aktienfonds, die über Broker oder Berater vertrieben werden, schlechter entwickeln als andere.³² Dem Kunden kann auch nahegelegt werden, regelmäßig sein Portfolio umzuschichten, was jedes Mal zu Provisionen für den Anbieter führt. Eine jüngere Studie für Deutschland zeigt, dass die risikoadjustierte Nettorendite von beratenen Kunden durchschnittlich geringer ausfällt als die von eigenständig entscheidenden Anlegern.³³

Ob das Zahlen von Provisionen die Qualität der Beratung beeinträchtigt, hängt jedoch nicht nur davon ab, ob diese Zahlungen für den Kunden transparent sind, sondern auch davon, ob der Kunde in der Lage ist, diese Informationen adäquat zu verarbeiten. Das heißt, ob sich ein Kunde des Interessenkonflikts bewusst ist, der durch diese Art der variablen Entlohnung entstehen kann. In der Tat spricht einiges dafür, dass dieses Bewusstsein nicht bei allen Anlegern gleichermaßen vorhanden ist. Aus einem Bericht der Amerikanischen Federal Trade Commission zu Transparenzvorschriften für Hypothekemakler geht hervor, dass viele Konsumenten Hypothekemakler für „vertrauenswürdige Berater“ halten, deren Hauptaufgabe es ist, das für den Kunden beste Angebot zu finden.³⁴ Auch eine Umfrage der

³⁰ Siehe Bolton et al. (2007) und Inderst und Ottaviani (2009) für Ansätze, die die Rolle von Reputation oder Haftung in diesem Fall untersuchen. Eine Angleichung der Interessen von Beratern und Kunden kann auch durch eine an der Rendite orientierte Bezahlung erfolgen (siehe etwa Stoughton et al., 2011).

³¹ Siehe auch die Umfrage unter EU-Mitgliedern des CFA Institute (2009), in der 64 % der Befragten angaben, dass die bestehende Provisionsstruktur eher der Steuerung von Umsatzzahlen als der adäquaten Beratung von Kunden dient.

³² Siehe Bergstresser et al. (2009), Edelen et al. (2008) und Chen et al. (2011).

³³ Siehe Hackethal et al. (2011).

³⁴ Siehe Lacko und Pappalardo (2007). Wie weiter oben bereits erwähnt, finden Hackethal et al. (2010) jedoch auch Hinweise darauf, dass sich diese Wahrnehmung zwischen Kunden unterscheidet.

britischen Finanzaufsicht FSA belegt, dass das Vertrauen in den Berater ausschlaggebend für die Entscheidung ist, dessen Kaufempfehlung zu folgen.³⁵

Es ist eine verbreitete Sichtweise in der akademischen Literatur, dass Konsumenten unter Umständen naiv sein können in Bezug auf mögliche Interessenkonflikte, unter denen dann die Qualität der Beratung leidet. Arbeiten, welche die Reaktion von Investoren auf Analystenempfehlungen untersuchen, stützen die Sichtweise, dass zumindest ein Teil der Investoren naiv ist.³⁶ Zusätzlich lässt sich in experimentellen Studien eine Tendenz beobachten, Empfehlungen blind zu vertrauen. Interessanterweise ließ sich dieses Verhalten selbst dann noch beobachten, wenn die Versuchsteilnehmer vorher auf einen möglichen Interessenkonflikt hingewiesen wurden.³⁷ Allerdings hängt hier der Umgang mit mehr oder weniger transparent gemachten Interessenkonflikten stark vom Kontext ab und insbesondere von der Frage, inwieweit die Versuchsteilnehmer (und damit auch die Anleger in der Realität) Zeit haben, sich ohne weitere Beeinflussung mit den Fakten auseinanderzusetzen. In einer größeren Studie für die Europäische Kommission wurde dies bestätigt.³⁸ Dabei wurden gravierende Unterschiede zwischen dem Verhalten von Versuchsteilnehmern in einer kontrollierten Laborumgebung und solchen, die „online“ zu Hause an Experimenten teilnahmen, festgestellt. Wesentlich war auch der Unterschied zwischen „Beratung“, die völlig anonym und ohne weitere Interaktion vonstattenging, und solcher, in der zumindest ein schriftlicher Austausch möglich war.

Zusammenfassend ergibt sich damit, dass sich auch die (internationale) akademische Literatur zunehmend (wenn auch verspätet) der Rolle der Anlageberatung annimmt. Zum einen wird darin dokumentiert, dass insbesondere bereits besser informierte Haushalte Anlageberatung aktiv suchen. Zum anderen zeigen aber auch erste Untersuchungen, die es erlauben, auch die kausale Wirkung von Anlageberatung zu isolieren, dass Anlageberatung einen besonders starken Effekt hat, wenn Anleger wenig informiert sind – vorausgesetzt, sie bringen ein hinreichend großes Vertrauen mit. So ist bei wenig informierten Kunden Vertrauen in die Anlageberatung quasi notwendig, um sie zu riskanteren Finanzanlagen zu bewegen. Dies

³⁵ Siehe FSA (2008c).

³⁶ Siehe Malmendier und Shanthikumar (2007) und Hong et al. (2008). In verschiedenen theoretischen Modellen wurde versucht, diese zugrunde liegende eingeschränkte Rationalität abzubilden (z. B. Crawford, 2003 und Kartik et al., 2007).

³⁷ In Cain et al. (2005) werden Versuchsteilnehmer für eine möglichst exakte Schätzung der Anzahl von Münzen in einem Glas bezahlt. Darüber hinaus wurde ihnen ein Berater zur Seite gestellt. Während der Berater im ersten Versuch nach der Präzision seiner Schätzung bezahlt wurde, erhielt er im zweiten Durchlauf eine höhere Zahlung, falls die Schätzung des Teilnehmers höher ausfiel. Die Schätzergebnisse im zweiten Durchlauf fielen um 28 % höher aus als im ersten.

³⁸ Siehe Chater et al. (2010).

kann natürlich aufgrund der höheren Renditeerwartung auch vorteilhaft sein. Die bisherigen belastbaren, meist internationalen empirischen Untersuchungen zeigen allerdings auch, dass Beratung Kundennutzen sogar verringern kann. Beratung ist vor allem für weniger informierte Kunden ein Vertrauensgut. Gerade wenn Interessenkonflikte nicht transparent sind, kann dieses Vertrauen auch missbraucht werden. Hier zeigt eine Reihe von Untersuchungen, dass nicht unbedingt davon ausgegangen werden kann, dass Konsumenten den durch Provisionen oder andere Anreize entstehenden Interessenkonflikt hinreichend antizipieren und bei ihrer Entscheidung berücksichtigen. Die direkte Beurteilung des Kundennutzens aus Beratungsleistung, sofern diese durch die Bereitstellung zusätzlicher Informationen möglich ist, könnte hier Abhilfe schaffen.

II.3 Risiko und Komplexität von Anlageentscheidungen

Viele der angebotenen Anlageprodukte sind riskant. Beispielsweise beinhalten strukturierte Produkte nicht nur eine „Wette“ auf die Wertentwicklung des zugrunde liegenden Wertpapiers – etwa einer Aktie oder eines Index –, sondern auch auf die Zahlungsfähigkeit des Emittenten. Verhaltensanomalien, die die Bewertung verschiedener riskanter Alternativen beeinflussen, sind daher möglicherweise von großer Bedeutung für die Auswahl von Finanzanlageprodukten. Auch sind Finanzentscheidungen inhärent komplex – so etwa die Entscheidung, welcher Teil des Einkommens gespart werden soll, wie das Vermögen zwischen den verschiedenen Vermögensklassen aufzuteilen ist und schließlich welches spezifische Produkt aus dem schier unbegrenzten Angebot ausgewählt werden soll.

Risiko und Risikoempfinden

Klassischerweise geht man davon aus, dass finanzielles Risiko anhand einfacher Kennzahlen objektiv messbar ist, wie z. B. anhand der Volatilität einer Renditereihe. Unterschiedliche Renditereihen können dann relativ einfach miteinander verglichen werden, indem man den erwarteten Ertrag um die jeweilige Volatilität „korrigiert“. Nun ist es jedoch häufig der Fall, dass Anleger nicht in der Lage sind, die Volatilität einer Renditereihe richtig zu erfassen. Das ist insbesondere der Fall für unerfahrene Anleger, die mit Risikokennzahlen nicht vertraut sind. Das Ergebnis ist häufig eine Fehlallokation des Portfolios, beispielsweise wenn deshalb profitable – wenn auch riskante – Anlageprodukte gemieden werden. Außerdem hat sich gezeigt, dass potenzielle Investoren verschiedene Risikofaktoren unterschiedlich bewerten. Diese Faktoren beinhalten z. B. Misstrauen in bestimmte Produktklassen oder Anbieter, Furcht vor Verlusten, subjektiv empfundene Volatilität (welche nicht mit der wahren

Volatilität übereinstimmen muss), eigenes Unwissen oder fehlende Regulierung und Verbraucherschutz.³⁹

Eine große Herausforderung bei der Anlageberatung stellt das subjektive Risikoempfinden des Anlegers dar. Für eine aktuelle Studie wurden Kunden einer großen deutschen Bank nach ihrer Risikopräferenz und ihrer Einschätzung der Volatilität ihres Portfolios befragt. Außerdem wurden die jeweiligen Kundenberater gebeten, die Risikoneigung der Anleger und das Risiko ihrer Portfolios einzuschätzen. Hierbei hat sich gezeigt, dass ein Berater seine Kunden in der Regel als risikofreudiger einschätzt, als diese sich selbst. Das tatsächliche Risiko der Kundenportfolios entsprach dann auch eher der Einschätzung des Beraters als der des Kunden.⁴⁰

Das Phänomen, dass sich die Risikoeinschätzung von Experten und Laien systematisch unterscheidet, ist in der sozialwissenschaftlichen und der ingenieurwissenschaftlichen Forschung seit Langem bekannt. Es wurde in Bezug auf Finanzdienstleistungen bis dato jedoch weitgehend ausgeblendet.⁴¹ Experten sehen Risiko in der Regel als objektive, exakt quantifizierbare Größe an. Im Alltag wird Risiko jedoch häufig intuitiv mit Hilfe von Heuristiken oder Daumenregeln bewertet. Diese Heuristiken sind individuell und hängen von der Erfahrung mit der jeweiligen Situation ab – ein Umstand, der die unterschiedliche Wahrnehmung von Risiko erklären kann. Ein großer Forschungszweig beschäftigt sich mit der Frage, wodurch sich die (durch Umfragen ermittelte) Risikoaversion eines Haushalts erklären lässt. Die bedeutendsten Faktoren scheinen Bildungsniveau, finanzielle Allgemeinbildung, Einkommen und Beschäftigung zu sein. Aber auch Alter und Geschlecht haben einen Einfluss auf die Risikoneigung von Individuen.⁴² Zu unterscheiden ist hierbei insbesondere auch zwischen den in der Finanzliteratur abgeleiteten „normativen Regeln“, die etwa den optimalen Anteil von Aktien in einem Portfolio in Abhängigkeit vom Alter oder Einkommen eines Anlegers bestimmen, und dem faktisch beobachteten Verhalten. Eine häufig beobachtete Abweichung betrifft hier insbesondere das „Nichtteilnahme-Paradoxon“, welches die Beobachtung beschreibt, dass ein Großteil der Haushalte nicht in Aktien oder ähnliche riskante Produkte investiert, obwohl dies die Modelle einer optimalen Vermögensallokation empfehlen (siehe auch Abschnitt II.4).

³⁹ Siehe z. B. Capon et al. (1996) oder MacGregor et al. (1999).

⁴⁰ Siehe Jansen et al. (2008).

⁴¹ Siehe Diacon (2004) für eine detaillierte Diskussion.

⁴² Siehe z. B. Grable (2000) für eine nichtökonomische Studie. Eine detaillierte Abhandlung befindet sich auch in Abschnitt 2 von Collard (2009), wobei hauptsächlich auf nichtökonomische Literatur zurückgegriffen wird.

Komplexität der Anlageentscheidung

Potenzielle Anleger haben eine Vielzahl unterschiedlicher Produkte zur Auswahl. So übersteigt mittlerweile die Anzahl der angebotenen Aktienfonds bei Weitem die der verfügbaren Aktien. Dazu kommen strukturierte Produkte wie Optionen und andere derivative Finanzprodukte, deren Zahl allein in Deutschland in die Hunderttausende geht. Die enorme Produktvielfalt in Kombination mit der erheblichen Komplexität der meisten Produkte kann es erheblich erschweren, auch nur eine Handvoll Produkte miteinander zu vergleichen. Wenn Anleger vor dieser Aufgabe kapitulieren, kommen häufig simplifizierende Anlagestrategien zum Einsatz, wie z. B. die „1/N-Regel“, bei der alle Wertpapiere im Portfolio gleich stark gewichtet werden.⁴³

Die Preise für Anlageprodukte, oft in Form von zusätzlichen Aufschlägen und Gebühren, variieren selbst bei vermeintlich einfachen Produkten. Die Gesamtkostenquote unterscheidet sich selbst bei ansonsten praktisch identischen Indexfonds, etwa solchen, die die Wertentwicklung des S&P 500 nachbilden.⁴⁴ Ähnlich verhält es sich mit vielen, in Deutschland gehandelten Index-Optionen: Produkte, die nahezu identische Leistungen bieten, werden zu unterschiedlichen Preisen gehandelt.⁴⁵ Auch in experimentellen Studien zeigt sich, dass die Versuchsteilnehmer selbst bei einfachsten Produkten nicht immer die günstigste Alternative auswählen.⁴⁶

Warum ist es so schwer, das Produkt mit dem günstigsten Preis zu finden? Mögliche Gründe sind eine Informationsüberflutung oder die Tatsache, dass Gebühren manchmal recht versteckt sind.⁴⁷ Eine solche komplexe Preispolitik kann auch ein strategisches Instrument zur Verringerung des Wettbewerbsdrucks sein⁴⁸ (siehe hierzu auch noch Kapitel 3 – Abschnitt I).

⁴³ Siehe Huberman und Jiang (2006).

⁴⁴ Siehe Hortacsu und Syverson (2004).

⁴⁵ Siehe Dorn (2010).

⁴⁶ Siehe Choi et al. (2009). Im Zusammenhang mit Fonds wurde dies beispielsweise untersucht von Agnew und Szykman (2005).

⁴⁷ So Barber et al. (2005). Dies liegt z. B. an hohen Suchkosten für den Kunden neben einer insgesamt hohen Intransparenz. Bezogen auf Geldmarktfonds vergleiche hierzu z. B. Christoffersen und Musto (2002), für Anlagefonds siehe Bergstresser et al. (2009), für Kommunalanleihen Green et al. (2007) sowie für Leibrenten Mitchell et al. (1999). Möglicherweise setzt jedoch mit der Zeit ein Lernprozess ein, auf den der Markt entsprechend reagieren muss. Barber et al. (2005) zeigen, wie sich Gebühren von Anlagefonds in den USA dramatisch verändert haben. Der Anteil der Investments in sogenannte „front-end-load funds“ (Gebühren fallen bei Einbringen des Investments an) ist signifikant gesunken (für eigenkapitalbasierte Anlagefonds etwa von 91 % auf 35 % im Zeitraum von 30 Jahren).

⁴⁸ Siehe z. B. Carlin (2009).

Es gibt jedoch bis dato keine Erkenntnisse darüber, ob Anlageberatung diese Art der Preis- und Produktpolitik verhindern kann oder im Gegenteil sogar begünstigt.⁴⁹

Es existieren auch nur wenige wissenschaftliche Studien zu der Frage, ob und wie sich Haushalte hinreichend über Anlageprodukte informieren, um dann eine optimale Wahl zu treffen. Eine Umfrage der britischen Finanzaufsicht FSA deutet jedoch darauf hin, dass dies kaum der Fall ist; die Mehrzahl der Befragten gab an, vor dem Kauf von Anlageprodukten nur eine einzige Informationsquelle zu nutzen. Jene Studie zeigt auch, dass die Bereitschaft eines Anlegers, mehrere Informationsquellen zu nutzen, von seiner Erfahrung mit Finanzdienstleistungen abhängt.⁵⁰

Ein besonderer Aspekt der Anlageentscheidung betrifft die prinzipielle „Umkehrbarkeit“. Warum kaufen und verkaufen Privatanleger Aktien, d. h., warum handeln sie „aktiv“? Ein Zweig der Verhaltensökonomie beschäftigt sich mit dieser Frage und zeigt, dass exzessives Handeln (z. B. häufiges Umschichten des gesamten Portfolios) Privatanleger einen Großteil der erzielten Rendite kostet. Exzessives Handeln kann entweder eine Überschätzung der eigenen Fähigkeiten bei der Auswahl profitabler Papiere oder eine (Über-)Reaktion auf irrelevante Informationen widerspiegeln.⁵¹ Außerdem neigen Anleger dazu, jede ihrer Geldanlagen isoliert und nicht anhand des jeweiligen Beitrags zum gesamten Einkommen zu bewerten. Daher werden z. B. auch „gute Aktien“ zu früh verkauft und „schlechte Aktien“ zu lange gehalten.⁵²

II.4 Anlageentscheidungen: Eine Prozesssicht im Überblick

Im Folgenden soll nun noch einmal genauer auf die Komplexität der Anlageentscheidung eingegangen werden. Wir betrachten hierfür den Prozess einer Geldanlage aus Sicht eines hypothetischen Haushalts. Hierbei soll die Rolle der Anlageberatung für den Moment ausgeblendet werden. Dies erlaubt eine engere Orientierung an der existierenden akademischen Literatur.⁵³ Der Einfachheit halber werden wir im Folgenden ebenfalls von der Sparentscheidung des Haushaltes abstrahieren. Wir wollen nun detailliert auf die folgenden Schritte einer typischen Anlageentscheidung eingehen:

⁴⁹ Im Labor durchgeführte Experimente zu eventuellen Maßnahmen, wie z. B. der Veröffentlichung von Informationen zu Hypothekenkosten (Lacko und Pappalardo, 2007), weisen zumindest darauf hin, dass Verbesserungen der Markttransparenz möglich sind.

⁵⁰ Siehe FSA (2008c).

⁵¹ Zum Beispiel Odean (1999), Barber und Odean (2001) sowie Barber et al. (2009).

⁵² Siehe Shefrin und Statman (1985) sowie, aktueller, Weber und Welfens (2008). Ein Teil der Literatur versucht auch die aggregierten Verluste, die Investoren mit solchen Handelsstrategien einfahren, zu berechnen. Siehe z. B. Barber et al. (2009).

⁵³ Siehe z. B. Campbell (2006).

- Beurteilung der persönlichen finanziellen Situation;
- Einschätzung der persönlichen Präferenzen, wie Risikoaversion und Anlagehorizont;
- Allokation des Vermögens (gemäß der Präferenzen) auf verschiedene Anlageklassen;
- Auswahl einzelner Wertpapiere;
- Kauf der ausgewählten Wertpapiere;
- kritische Hinterfragung der Anlageentscheidung und Beobachtung des Portfolios.

Im Vergleich zu den Schritten in Abbildung 1 (siehe Abschnitt I.1) wird daher an dieser Stelle, wie bereits angesprochen, von der Anlageberatung abstrahiert. Stattdessen werden einzelne Schritte noch feiner differenziert, so etwa die Bestimmung der finanziellen Situation und der individuellen Präferenzen, die sich nur teilweise daraus ableiten.

Beurteilung der persönlichen finanziellen Situation

Ein rationaler Entscheider würde, um einen umfassenden Überblick über seine finanziellen Verhältnisse zu erhalten, den barwertigen Bestand seiner gesamten Vermögenswerte und Verbindlichkeiten aufnehmen. Das beinhaltet auch eine Projektion der zukünftigen Einnahmen und Ausgaben, wobei natürlich die Möglichkeit von Einkommensschwankungen mit in Betracht gezogen werden sollte. Anhand der resultierenden Privatbilanz lässt sich auch die sogenannte Risikokapazität eines Haushaltes bestimmen, d. h. das zusätzliche Risiko, das ein Haushalt theoretisch eingehen könnte. Verständlicherweise wird kaum ein Haushalt in der Lage sein, eine derart komplexe Analyse in angemessener Weise auszuführen. Stattdessen neigen Haushalte dazu, dieses Problem zu vereinfachen, indem sie Vermögen und Verbindlichkeiten in sogenannte „geistige Konten“ unterteilen („mental accounting“), welche dann isoliert bewertet werden. Dabei ergibt sich nur zufällig ein zutreffendes Bild der Realität, weil wichtige Interaktionen ausgeblendet werden.⁵⁴

Im Anhang zu dieser Studie stellen wir in kompakter Form die Theorie sowie einige relevante empirische Ergebnisse des Bereichs „behavioral economics“ dar (siehe Anhang II). Hier werden mit ökonomischen, aber auch psychologischen Methoden die diskutierten „Verhaltensanomalien“ systematisch untersucht. Im Haupttext kann hingegen nur eingeschränkt der nötige Hintergrund dargestellt werden.

Einschätzung von Risikoaversion und Anlagehorizont

Nachdem eine Bestandsaufnahme der persönlichen finanziellen Verhältnisse unternommen und die (objektive) Risikokapazität eines Haushaltes bestimmt wurde, muss die Frage nach

⁵⁴ Siehe Thaler (1985).

der (subjektiven) Bereitschaft des Haushaltes, zusätzliche finanzielle Risiken einzugehen, beantwortet werden.⁵⁵ Nach der „klassischen Portfoliotheorie“ würde die Anlagesumme einfach gemäß der Risikoneigung eines Haushaltes auf ein risikoloses Wertpapier (z. B. Staatsanleihen) und ein risikobehaftetes, aber diversifiziertes Portfolio aus Aktien, Unternehmensanleihen etc. aufgeteilt werden. (Letzteres setzt sich idealerweise aus allen sich am Markt befindlichen Wertpapieren zusammen, um einen möglichst starken Diversifikationseffekt zu erzielen.⁵⁶) Modernere Ansätze zur optimalen Portfolioallokation beziehen jedoch auch den geplanten Anlagehorizont und vorhersehbare Liquiditätsbedürfnisse, wie z. B. das Ausscheiden aus dem aktiven Berufsleben, in das Kalkül ein.⁵⁷

Es scheint jedoch, dass viele Haushalte weder ihre Risikokapazität noch ihre Risikoneigung zu beurteilen in der Lage sind. Darüber hinaus wird häufig das tatsächliche Risiko des eigenen Portfolios völlig falsch eingeschätzt.⁵⁸ Diese Problematik wird dadurch erschwert, dass sich subjektive Risikowahrnehmung und Risikoaversion über die Zeit ändern und von verschiedenen Umwelteinflüssen abhängen können.⁵⁹

Allokation des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen

Die Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen, wie z. B. Aktien oder Staatsanleihen, wird als strategische Vermögensallokation bezeichnet. Dieser Schritt wird als weit wichtiger angesehen als die anschließende (taktische) Auswahl einzelner Wertpapiere.⁶⁰

Die klassische Portfoliotheorie impliziert eine strategische Vermögensallokation, die einen hohen Grad an Diversifikation erzielt, wobei es für die meisten Haushalte sinnvoll ist, zumindest einen Teil ihres Vermögens in riskante Wertpapiere (wie z. B. Aktien) zu investieren. In der Realität schrecken jedoch die meisten Haushalte davor zurück, auch nur einen kleinen Betrag in Aktien zu investieren, auch wenn dies vor dem Hintergrund einer überdurchschnittlichen erwarteten Rendite sinnvoll wäre. Eine mögliche Erklärung für dieses, in der Literatur als „Nichtteilnahme-Paradoxon“ bekanntes Phänomen ist, dass sehr kleine Aktienanlagen oft nicht genug absoluten Mehrertrag einbringen, um die entstehenden

⁵⁵ Siehe z. B. Roszkowski et al. (2005) für eine solche Unterscheidung.

⁵⁶ Dies geht auf Markowitz (1952) und Sharpe (1966) zurück.

⁵⁷ Trotz einer lebhaften und anhaltenden Debatte in der einschlägigen Literatur wird bspw. oft unterstellt, dass Aktienrenditen langfristig weniger Volatilität aufweisen als kurzfristig, weshalb Investoren mit längerem Planungshorizont mehr Aktien halten sollten. Eine detailliertere Diskussion darüber findet sich in Campbell und Viceira (2002).

⁵⁸ Siehe Hackethal et al. (2009) sowie Dorn und Huberman (2005).

⁵⁹ Siehe zum Beispiel Campbell (2006).

⁶⁰ Siehe zum Beispiel Brinson et al. (1991) oder Goetzmann und Kumar (2008).

Fixkosten (Depotgebühren etc.) zu decken.⁶¹ Auch hier lässt sich beobachten, dass Haushalte mit einem höheren Bildungsniveau oder besserer finanzieller Bildung häufiger Aktien halten als andere.⁶² Fixkosten erklären jedoch nicht, warum auch viele wohlhabende Haushalte keine Aktien halten. Ein möglicher Grund hierfür könnte eine grundsätzliche Ablehnung riskanter Anlagen sein oder eine positive Korrelation zwischen Arbeitseinkommen und Aktienrenditen, was implizieren würde, dass diese Risiken in dieselbe Richtung wirken.⁶³

Allerdings soll dies nicht suggerieren, dass Privatpersonen immer zu risikoavers sind, zumal manche Risiken für sie nicht hinreichend transparent sind. In der Tat zeigen Umfragen, dass manche Haushalte, die riskante Wertpapiere halten, das Verlustrisiko unterschätzen.⁶⁴ Auch falsche Strategien zur Diversifikation, wie die oben bereits angesprochene „1/N-Regel“ oder die Neigung, nur Aktien aus dem eigenen Land zu kaufen („home bias“), können dazu führen, dass Haushalte am Ende zu riskante Portfolios halten (siehe auch nachfolgend).

In diesem Zusammenhang wird oft beklagt, dass Anleger nicht genügend Sorgfalt bei der Auswahl von Anlageprodukten walten lassen, insbesondere dann, wenn sie nicht über spezifisches Finanz- und Produktwissen verfügen. Dieser Argumentation liegt die implizite Annahme zugrunde, dass besser informierte Anleger automatisch bessere Entscheidungen treffen können.⁶⁵ Dem ist entgegenzusetzen, dass nicht einmal unter ausgewiesenen Experten Einigkeit darüber besteht, wie das optimale Portfolio für einen Haushalt mit gegebenem Vermögen, Anlagehorizont, Risikoneigung etc. aussehen sollte.⁶⁶

Auswahl einzelner Wertpapiere

Eine wichtige Frage in diesem Kontext ist, ob es überhaupt möglich ist, durch die gezielte Auswahl einzelner Aktien „den Markt zu schlagen“, d. h., über einen längeren Zeitraum Überrenditen zu erwirtschaften. In der Tat sind Portfolios oft auch „unterdiversifiziert“ bis zu dem Punkt, dass nur eine Handvoll ausgewählter Aktien, im Extremfall nur die des eigenen Arbeitgebers, gehalten wird.⁶⁷ Letzteres ist besonders prekär, da im Falle einer Insolvenz des

⁶¹ Siehe zum Beispiel Vissing-Jorgensen (2002) und Haliassos und Michaelides (2003).

⁶² Siehe Guiso et al. (2001), Christelis et al. (2010) und Van Rooij et al. (2011).

⁶³ Siehe zum Beispiel Barberis et al. (2006) und Davis und Willen (2000).

⁶⁴ Im Überblick dargestellt in IFF (2007) und FSA (2006). Vergleiche hierzu auch die vorherige Diskussion über finanzielle Allgemeinbildung.

⁶⁵ Benartzi und Thaler (2001) sehen bei Teilnehmern von Pensionsplänen nur relativ schwache Präferenzen bzgl. des selbst ausgewählten Portfolios.

⁶⁶ Siehe z. B. Hens und Bachmann (2008).

⁶⁷ Siehe zum Beispiel Polkovnichenko (2005).

Arbeitgebers nicht nur das Arbeitseinkommen, sondern auch das private Vermögen bedroht ist.⁶⁸

Dazu kommt, dass es auf informationseffizienten Märkten theoretisch gar nicht möglich sein sollte, langfristig Überrenditen durch geschicktes Handeln zu erzielen. Selbst Märkte, die nur eine abgeschwächte Form von Effizienz aufweisen, kann man nur „schlagen“, wenn man einen Informationsvorteil gegenüber allen anderen Marktteilnehmern besitzt. Das ist jedoch bei Kleinanlegern nur äußerst selten der Fall. Vielmehr können vermeintliche Geheimtipps zu einer Art Herdenverhalten führen, welches wiederum von institutionellen Anlegern, die sich auf das Erkennen solcher Trends spezialisiert haben, ausgenutzt wird.⁶⁹

Schließlich gelingt es selbst den meisten professionellen Fondsmanagern nicht, über einen längeren Zeitraum ein besseres Ergebnis zu erzielen als eine Anlage in den Vergleichsindex.⁷⁰ Dennoch scheinen sich viele Anleger bei der Fondsauswahl am Erfolg in der Vergangenheit zu orientieren, wobei sie aber dann wiederum an einem gekauften Anlagefonds festhalten, selbst wenn er über einen langen Zeitraum Verluste einfährt und insbesondere hohe Gebühren mit sich bringt.⁷¹ Siehe hierzu auch die Ausführungen im Anhang II.

Rationale Gründe für eine Wertpapierumschichtung sind beispielsweise der Zufluss von neuen Mitteln, größere Wertveränderungen in einzelnen Bestandteilen des Portfolios oder aber eine Änderung der eigenen Risikopräferenz. Dass Kleinanleger aufgrund von privater Information, die noch nicht im Markt „eingepreist“ ist, bei der Wertpapierumschichtung Gewinne erzielen können, ist in der Regel allerdings auszuschließen.

⁶⁸ Siehe zum Beispiel Benartzi (2001). Eine systematischere Studie mit Daten schwedischer Haushalte stammt von Calvet et al. (2007) und zeigt, dass zu geringe Diversifikation von Haushaltsportfolios einen erheblichen Teil des Portfoliorisikos ausmacht.

⁶⁹ Siehe zum Beispiel Kumar und Lee (2006) und Barber und Odean (2008).

⁷⁰ Für eine kritische Betrachtung siehe Carhart (1997). Der Autor weist darauf hin, dass ein Großteil der früheren Literatur mit verzerrten Daten arbeitete, da schlecht performende Fonds systematisch aus den Datensätzen ausgeschlossen wurden. Barras et al. (2010) zeigen, dass ca. ein Viertel der Fondsmanager konstant schlechter als der Referenzindex abschneidet. Siehe auch Gruber (1996), Elton et al. (1996) oder Kosowski et al. (2006).

⁷¹ Siehe zum Beispiel Gruber (1996) und Keswani und Stolin (2008).

III. Bedeutung der Geldanlage und der Anlageberatung in Deutschland

Überblick: Neben der Erfassung wissenschaftlicher Grundlagen zum Anlageverhalten und zur Anlageberatung ist es im Rahmen dieser Studie unerlässlich, den Status quo der Geldanlage und der Anlageberatung in Deutschland zu skizzieren. Ziel ist es, die generelle Bedeutung der Geldanlage und das konkrete Anlageverhalten deutscher Haushalte, welches u. a. ein erster Indikator zur Wichtigkeit der verschiedenen, in Abschnitt I.1.3 beschriebenen Anlageklassen gibt, zu erörtern. Zudem möchten wir darstellen, welche Rolle die Anlageberatung und verschiedene Anbieter derzeit spielen.

Unsere Auswertungen zur Geldanlage in Deutschland zeigen, dass sich deren Bedeutung in den letzten Jahrzehnten stark erhöht hat. Während Wertpapiere hierbei eine zunehmende Rolle spielen, sind weiterhin konservative Anlagen wie Bankeinlagen und Versicherungen dominierend. Dies unterstreicht, dass der Fokus einer Messung des Kundennutzens der Anlageberatung zwar im ersten Schritt auf den vorgenannten Instrumenten liegen kann, jedoch eine Anwendung auf die weiteren Anlageklassen diskutiert werden muss. Zudem muss sichergestellt werden, dass ein Ausweis des Kundennutzens – wie wir ihn in dieser Studie diskutieren – nicht die Wahl zwischen verschiedenen Anlageformen verzerrt. Dies gilt, wie wir später noch weiter erörtern, sowohl für Anlageformen, die einem anderen Ausweis-Standard unterliegen, als auch für Anlageformen, bei denen ein einheitlicher Ausweis-Standard generell nicht möglich oder aber zurzeit nicht praktikabel erscheint. In diesem Zusammenhang muss auch sichergestellt werden, dass der Ausweis von Rendite- und Risikomaßen nicht zu einer verzerrten Wahrnehmung des Risikos einzelner Anlageformen führt, indem etwa das Marktrisiko über- oder unterschätzt wird (siehe hierzu im Detail auch die generelle Diskussion von Transparenzmaßnahmen und die Auswertung der Tiefeninterviews mit Anlegern in Kapitel 2 - Abschnitt III).

Grundsätzlich spielt Anlageberatung eine wichtige Rolle bei der privaten Geldanlage. Sie wird in Deutschland von der Mehrzahl der Privatanleger genutzt und genießt weiterhin deren Vertrauen. Dies unterstreicht die Relevanz der in dieser Studie behandelten Thematik. Banken spielen hierbei eine besonders gewichtige Rolle. Allerdings dürfen auch weitere Anbieter, wie beispielsweise ungebundene Finanzvermittler und unabhängige Finanzvertriebe, in Abhängigkeit

von der endgültigen Ausgestaltung einer Messung des Kundennutzens der Anlageberatung nicht außer Acht gelassen werden. Auf die diversen Probleme der Entwicklung transparenter Maße für die Messung des Kundennutzens für die verschiedenen Anlageformen werden wir nachfolgend noch wiederholt zu sprechen kommen.

III.1 Geldanlage in Deutschland

Die Bedeutung der Geld- und Wertpapieranlage hat sich für Privathaushalte aufgrund der Notwendigkeit zur stärkeren privaten Vorsorge und anderen Aspekten, wie dem einfacheren Zugang zu Finanzmärkten durch z. B. Direktbanken⁷², in den letzten Jahrzehnten signifikant verstärkt. Deutsche Haushalte sparen einen beträchtlichen Teil ihrer Einkünfte, der somit der Geldanlage zufließen kann. Im ersten Halbjahr 2010 lag die private Sparquote bei 11,5 % des verfügbaren Einkommens, was einem Sparvolumen von ungefähr 93 Mrd. EUR entspricht.⁷³ Eine langfristige Betrachtung des Sparverhaltens zeigt eine hohe Stabilität der Sparquote über die letzten zwanzig Jahre. So lag die Sparquote im Jahr 1991 bei 12,9 %, fiel in der Folge auf 9,2 % im Jahr 2000, und ist seitdem wieder kontinuierlich angestiegen.⁷⁴ Im internationalen Vergleich sparen die Deutschen relativ viel und liegen beispielsweise deutlich über der durchschnittlichen Sparquote in der EU.⁷⁵ Die SAVE-Studie des Mannheimer Forschungsinstituts Ökonomie und Demographischer Wandel erlaubt eine genauere Analyse der Sparmotive. Danach sind die Absicherung vor unvorhergesehenen Ereignissen sowie die Altersvorsorge die beiden wichtigsten Motive fürs Sparen. Für bestimmte Haushalte sind auch das Sparen zum Immobilienerwerb und das Sparen zur Zurückzahlung von Krediten wichtig.⁷⁶

Bedingt durch Netto-Mittelzuflüsse infolge Spartätigkeit und eine insgesamt positive Wertentwicklung hat seit 1991 das Bruttogeldvermögen privater Haushalte in Deutschland

⁷² Siehe beispielsweise Tietmeyer und Rolfes (2007).

⁷³ Die Sparquote errechnet sich aus dem Sparen in Prozent des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte (zuzüglich der Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche). Bewertungsbedingte Änderungen, wie Kursgewinne oder -verluste bei Aktien und Wertänderungen bei Immobilien, zählen nicht zum Sparen, da sie nicht aus erwirtschaftetem Einkommen entstanden sind. Der durch Abschreibungen ausgedrückte Verzehr von Werten, bei privaten Haushalten sind dies vor allem Abschreibungen auf eigengenutzte und vermietete Wohnungen, reduziert das verfügbare Einkommen privater Haushalte und damit auch deren Sparen; siehe Statistisches Bundesamt (2010b).

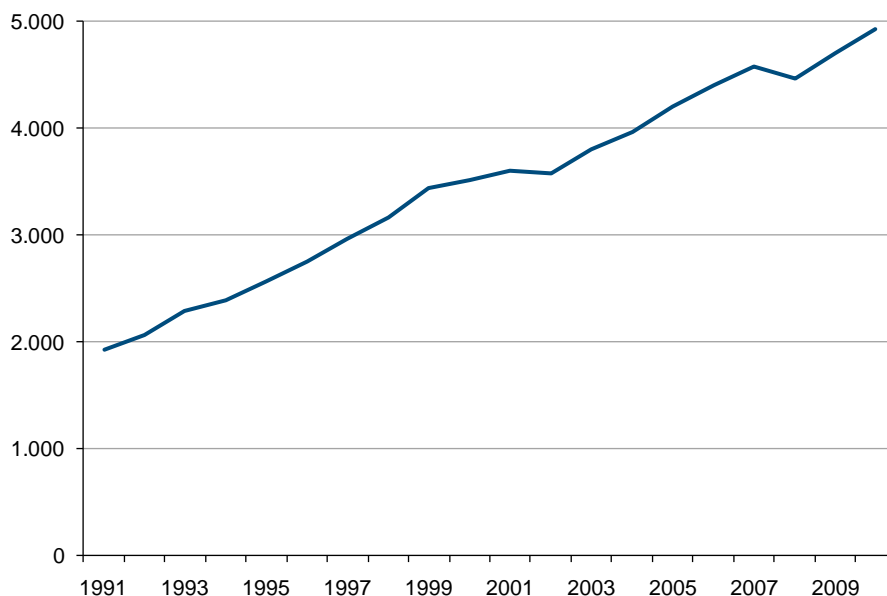
⁷⁴ Siehe Statistisches Bundesamt (2009), Statistisches Bundesamt (2010b).

⁷⁵ Siehe Eurostat (2011). Dies scheint auf den ersten Blick angesichts des im Vergleich zu vielen anderen Ländern ausgeprägten Sozialversicherungssystems in Deutschland erstaunlich. In der Literatur werden hierfür unter anderem die Erfahrung zweier Weltkriege sowie kulturelle Faktoren als Erklärungsansätze präsentiert (Vgl. Börsch-Supan, 2002; Börsch-Supan et al., 2009).

⁷⁶ Siehe Börsch-Supan et al. (2009), Mannheimer Forschungsinstitut Ökonomie und Demographischer Wandel (2008).

mit einer durchschnittlichen jährlichen Steigerungsrate von (nicht inflationsbereinigten) 5 % zugenommen (siehe Abbildung 7). Zum Jahresende 2010 verfügten Privathaushalte über Geldanlagen von 4.933 Mrd. EUR und damit nominal über mehr als doppelt so viel Geldvermögen wie vor 20 Jahren.⁷⁷ Relativ zu weiteren Vermögenswerten ist das Geldvermögen deutlich angewachsen. Während 1992 ungefähr 34 % des Gesamtvermögens der deutschen Haushalte dem Geldvermögen zuzurechnen waren (38 % ohne Gebrauchsvermögen), waren dies in 2006 fast 44 % (49 %)⁷⁸. Das bedeutet, dass die Bedeutung von den in Abschnitt I.1.3 beschriebenen Finanzanlagen gegenüber Sachanlagen, wie Immobilien, sowie gegenüber dem Gebrauchsvermögen zugenommen hat, wobei Sachanlagen weiterhin deutlich über die Hälfte des Gesamtvermögens der Deutschen ausmachen.

Abbildung 7: Bruttogeldvermögen deutscher Privathaushalte (in Mrd. EUR)⁷⁹



Entsprechend suchen heute mehr Anleger den Zugang zu Finanzanlageprodukten und Kapitalmärkten. Die Mehrheit der Deutschen nutzt Anlageprodukte.⁸⁰ Die Anzahl der Wertpapierdepots von Privatpersonen ist laut Daten der Bundesbank in den letzten 20 Jahren (1991-2010) von weniger als 14 auf 27 Millionen gestiegen.⁸¹ Gleichzeitig hat sich die Zahl

⁷⁷ Siehe Deutsche Bundesbank (2011a).

⁷⁸ Siehe Allianz Dresdner Economic Research (2007).

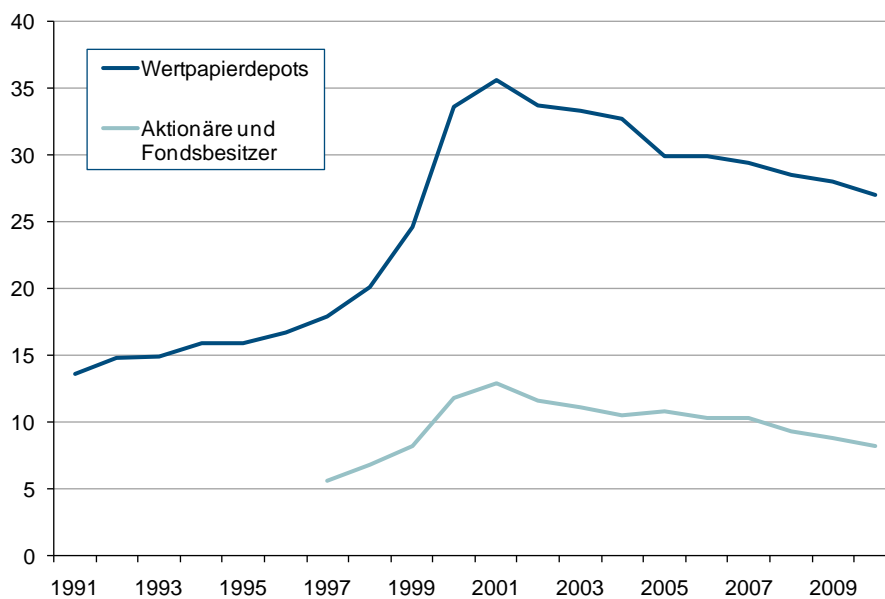
⁷⁹ Eigene Darstellung; Quelle: Deutsche Bundesbank (2011a).

⁸⁰ Siehe beispielsweise Skiera (2009); hier geben 55 % der Befragten einer repräsentativen Umfrage zum Status quo des Retailbankings in Deutschland an, mindestens ein Geldanlageprodukt zu nutzen (Grundgesamtheit: Bevölkerung Deutschlands über 14 Jahren).

⁸¹ Siehe Deutsches Aktieninstitut (2009) und Deutsche Bundesbank (2011b).

der Aktionäre und Fondsbesitzer deutlich erhöht.⁸² Hierzu ist allerdings anzumerken, dass bedingt durch die negative Kapitalmarktentwicklung nach der Jahrtausendwende und auch im Zuge der Finanzkrise in 2007 und 2008 sowohl die Zahl der Aktionäre als auch die Depotanzahl deutlich von den Höchstständen in 2001 zurückgegangen ist (siehe Abbildung 8). Dies verdeutlicht, dass die Nutzung insbesondere von Wertpapieren stark von der aktuellen Marktlage und weiteren Faktoren abhängt. Jedoch lässt eine wachsende Vorsorgelücke⁸³ die Annahme zu, dass sich die Bedeutung von Geldanlage auch in Zukunft weiter verstärkt bzw. zumindest einen hohen Stellenwert behält.

Abbildung 8: Anzahl privater Wertpapierdepots und Zahl der Aktionäre und Fondsbesitzer in Deutschland (in Millionen)⁸⁴



Auf Basis von Bundesbankdaten lässt sich das Geldvermögen deutscher Haushalte auf verschiedenen Kategorien unterteilen und damit auch die Wichtigkeit der in Abschnitt I.1.3 beschriebenen Anlageformen abschätzen. Zum Jahresende 2010 entfällt ein großer Anteil des Geldvermögens neben Bargeld und Einlagen (1.868 Mrd. EUR bzw. 38 % des gesamten Geldvermögens)⁸⁵ auf Versicherungen und Altersvorsorge (1.630 Mrd. EUR bzw. 32 %)⁸⁶.

⁸² Auf Basis von periodisch durchgeführten Infratest-Umfragen gibt das Deutsche Aktieninstitut (2011) die Zahl der Aktionäre und Fondsbesitzer für das 1. Halbjahr 2010 (1997) mit 8,6 Millionen (5,6 Millionen) an.

⁸³ Siehe OECD (2011), Seite 176.

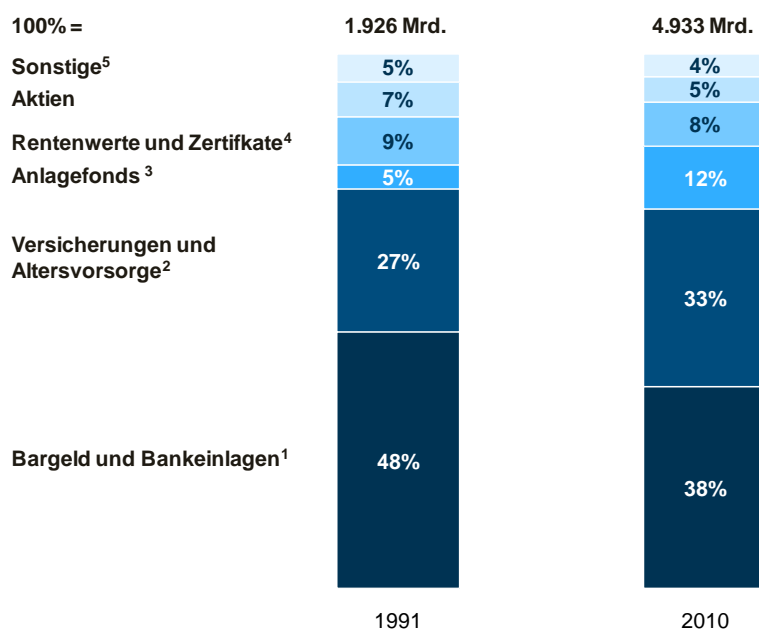
⁸⁴ Eigene Darstellung; Quellen: Deutsche Bundesbank (2005), Sprenger (2008), Deutsches Aktieninstitut (2009), Deutsches Aktieninstitut (2011), Statistisches Bundesamt (2010a), Deutsche Bundesbank (2011b).

⁸⁵ Davon ist mit EUR 922 Mrd. (19 % des gesamten Geldvermögens) der Großteil Bargeld und Sichtvermögen. Das Anlagevolumen in Spareinlagen und Termineinlagen beträgt EUR 609 Mrd. (12 %) bzw. EUR 262 Mrd. (5%). Sparbriefe haben ein Volumen von EUR 75 Mrd. (1 %).

⁸⁶ Davon entfällt ein Großteil auf Ansprüche gegenüber Versicherungen (EUR 1.348 Mrd. bzw. 27 % des Gesamtgeldvermögens). Ansprüche aus Pensionsrückstellungen betragen EUR 282 Mrd. (6 %).

Dann folgen Anlagefonds (588 Mrd. EUR bzw. 12 %) ⁸⁷, Rentenwerte und Zertifikate (403 Mrd. EUR bzw. 8 %) ⁸⁸ und Aktien (231 Mrd. EUR bzw. 5 %) ⁸⁹. Zusammengenommen betrug der Anteil von Wertpapieren, auf die wir uns in dieser Studie primär beziehen, 25 % am gesamten Geldvermögen der deutschen Haushalte. Dieser Anteil ist im Vergleich zu 1991 (20 %) deutlich gestiegen (siehe Abbildung 9). Damals wie auch heute machen den Großteil des Geldvermögens jedoch die zumeist risikoärmeren Anlagen wie Bargeld und Bankeinlagen sowie Versicherungen und Altersvorsorge aus. Im internationalen Vergleich werden deutsche Privatanleger entsprechend oftmals als relativ risikoscheu beschrieben. ⁹⁰

Abbildung 9: Aufteilung des Bruttogeldvermögens deutscher Privathaushalte auf verschiedene Anlageklassen ⁹¹



- 1 Enthält Sparbriefe
- 2 Enthält Ansprüche aus Pensionsrückstellungen
- 3 Enthält in geringem Umfang Geldmarktpapiere
- 4 Enthält in geringem Umfang weitere Kapitalmarktpapiere
- 5 Sonstige Anteilsrechte (bspw. Beteiligungen an Nicht-Aktiengesellschaften) sowie sonstige Forderungen (bspw. Steuerforderungen)

⁸⁷ Hier sind Geldmarktpapiere mit einem Volumen von EUR 0,7 Mrd. enthalten.

⁸⁸ Die Deutsche Bundesbank weist Rentenwerte und Zertifikate nicht gesondert aus, da es sich bei beiden Instrumenten um Inhaberschuldverschreibungen handelt. Laut dem Deutschen Derivate Verband (2010) betrug das Gesamtvolumen des Zertifikatemarkts zum Jahresende 2010 EUR 106 Mrd.; dies entspricht einem Anteil am gesamten Geldvermögen von ungefähr 2 %.

⁸⁹ Siehe Deutsche Bundesbank (2011a).

⁹⁰ Dies gilt vor allem im Vergleich zu den USA, aber auch in geringerem Maße innerhalb Europas. Bei einem länderübergreifenden Vergleich muss berücksichtigt werden, dass nicht nur wesentliche institutionelle Rahmenbedingungen unterschiedlich sind, sondern auch die Bevölkerung sich grundlegend in wesentlichen soziodemografischen Charakteristika unterscheidet. So gilt es, zuvorderst Unterschiede in Einkommen und Vermögen sowie im demografischen Aufbau der Bevölkerung zu berücksichtigen. Eine ökonomisch saubere Analyse wird deshalb mit sogenannten „counterfactuals“ arbeiten und fragen, inwieweit sich die Vermögensanlage eines Haushalts mit konstant gehaltenen soziodemografischen Charakteristika zwischen den Ländern unterscheidet. Christelis et al. (2010) leisten eine solche Analyse, indem sie mehrere vergleichbare Haushaltsumfragen heranziehen, sich dabei allerdings auf die älteren Haushalte beschränken. Unter anderem zeigt sich dabei, dass die „Aktienkultur“ in Deutschland im europäischen Mittelfeld liegt.

⁹¹ Eigene Berechnungen und Darstellung; Quelle: Deutsche Bundesbank (2011a).

Die Bundesbankdaten ermöglichen primär einen Blick auf das Gesamtvermögen aller deutschen Haushalte, wobei sich auf Basis der Gesamtzahl der Haushalte auch Durchschnittswerte errechnen lassen. Für Letzteres lassen sich auch umfragebasierte Studien wie die bereits genannte SAVE-Studie und die periodisch durchgeführte Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS) des Statistischen Bundesamtes heranziehen. In der EVS sind die reichsten deutschen Haushalte nicht abgebildet, wodurch die resultierenden Zahlen wohl besseren Aufschluss auf das Sparverhalten des typischen deutschen Haushalts zulassen.⁹² Auf Basis der EVS-Zahlen für 2008 verfügt ein Haushalt in Deutschland über ein durchschnittliches Geldvermögen von 47.700 EUR (siehe Tabelle 1).⁹³ Hiervon entfällt mit insgesamt 43 % ein Großteil auf Sparguthaben, sonstige Anlagen bei Banken und Bausparguthaben. Wertpapiere, die in diesem Fall – und im Gegensatz zu den weiter oben beschriebenen Bundesbankdaten – auch im Ausland gehaltene Anlagen umfassen, stellen mit 30 % die zweitwichtigste Form des Geldvermögens dar. Dann folgen Lebensversicherungen und ähnliche Vermögenswerte mit 26 %.

Tabelle 1: Durchschnittliches Bruttogeldvermögen je Privathaushalt und Aufteilung auf Anlageklassen auf Basis EVS 2008⁹⁴

	in EUR	%
Bruttogeldvermögen	47.700	100%
Lebensversicherungen und ähnliche Anlagen	12.400	26%
An Privatpersonen verliehenes Geld	800	2%
Bausparguthaben	2.900	6%
Sparguthaben	6.700	14%
Sonstige Anlagen bei Banken/Sparkassen	10.800	23%
Wertpapiere	14.100	30%

III.2 Anbieter von Anlageprodukten und Rolle der Anlageberatung in Deutschland

Anbieterseitig stellen Banken in Deutschland den wichtigsten „Vertriebsweg“ von Anlageprodukten und auch von Anlageberatung dar. Zum Marktanteil verschiedener Anbieter gibt es allerdings nur wenige verlässliche Datenquellen. Zahlen in diesem Bereich resultieren

⁹² Im EVS-Durchführungszyklus 2008 wurden Haushalte mit einem monatlichen Nettoeinkommen von 18.000 EUR und mehr nicht in die Befragung miteinbezogen.

⁹³ Siehe Statistisches Bundesamt (2008); auf Basis der Bundesbankzahlen lässt sich bei ca. 40 Millionen Haushalten ein deutlich höheres durchschnittliches Bruttogeldvermögen von ungefähr EUR 122.000 ableiten. Wie geschrieben, sind hier jedoch im Gegensatz zur stichprobenbasierten EVS sämtliche im Inland gehaltenen Geldvermögenswerte aller Privathaushalten erfasst.

⁹⁴ Quelle: Statistisches Bundesamt (2008)

meist aus stichprobenbasierten Befragungen von Anbietern und Verbrauchern. Auf Basis dieser Studien, auf die wir im Folgenden noch weiter eingehen, lässt sich schlussfolgern, dass Banken der bedeutendste Anbieter von Anlageprodukten gegenüber Privatanbietern sind. Dies wird auch durch eine aktuelle Umfrage, die im Rahmen einer DG SANCO-Studie zum europäischen „Retail Investment Services“-Markt in 2010 durchgeführt wurde, bestätigt. Hier geben 59 % der Befragten an, Anlageprodukte bei bzw. über Banken zu erwerben.⁹⁵ Insbesondere im Versicherungsbereich, aber auch bei Anlagefonds spielen jedoch auch andere Anbieter wie ungebundene Vermittler und die eigentlichen Produzenten eine wichtige Rolle.

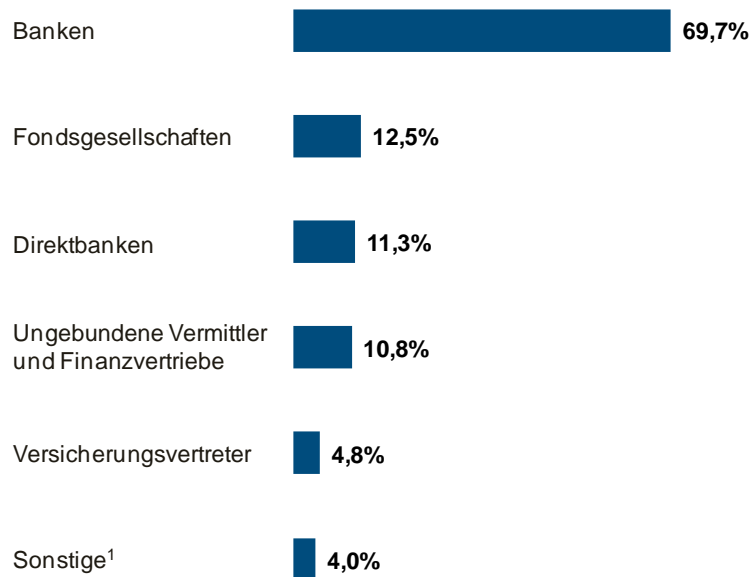
Als Indikator für den Marktanteil beim Vertrieb von Wertpapieren kann eine Studie zum Fondsvertrieb des Bundesverbandes Investment und Asset Management (BVI) herangezogen werden, die auf einer Sondereinfrage des GfK Finanzmarktpanels aufbaut.⁹⁶ Laut dieser Studie aus dem Jahr 2009 erwerben Privatanleger einen Großteil von Anlagefonds bei Banken (69,7 %) und Direktbanken (11,3 %) (siehe Abbildung 10). Fondsgesellschaften (12,5 %) und ungebundene Finanzvermittler und Finanzvertriebe (10,8 %) spielen im Vergleich nur eine untergeordnete Rolle. Ein ähnliches Bild dürfte sich bei anderen Wertpapieren wie Aktien, Rentenwerten und Zertifikaten ergeben. Aufgrund der Tatsache, dass hier die Möglichkeit des Vertriebes durch einen Produkthanbieter (wie der Fondsgesellschaft im Bereich der Anlagefonds) entfällt⁹⁷ und Privatanleger die betreffenden Wertpapiere in der Regel über einen Intermediär erwerben müssen, dürfte der Marktanteil von Banken und Direktbanken in diesen Bereichen ähnlich hoch oder sogar noch höher sein.

⁹⁵ Siehe DG SANCO (2010).

⁹⁶ Siehe BVI – Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2009).

⁹⁷ Eine Ausnahme stellen Zertifikate dar. Diese werden jedoch von Banken emittiert.

Abbildung 10: Vertriebskanäle von Anlagefonds in Deutschland (2009)⁹⁸



Fragestellung: Wo kaufen Sie in der Regel Ihre Investmentfonds? (Mehrfachnennungen möglich)

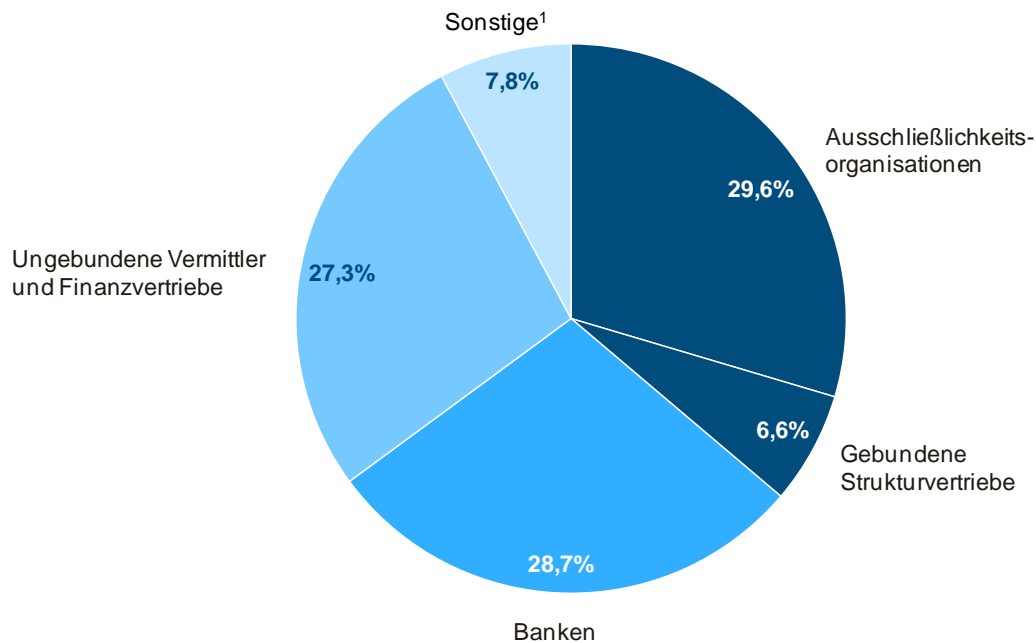
¹ Beinhaltet bspw. Fondsshops und Direktkäufe über die Börse

Auch für den Lebensversicherungsmarkt gibt es Zahlen zu den Vertriebskanälen. Laut einer Studie des Beratungsunternehmens Towers Watson, die auf einer Befragung der größten deutschen Lebensversicherer basiert, verteilten sich die Marktanteile in 2009 in erster Linie auf an ein Versicherungsunternehmen gebundene Vermittler (Ausschließlichkeitsorganisationen und gebundene Strukturvertriebe), Banken und ungebundene Vermittler.⁹⁹ Ausschließlichkeitsorganisationen und gebundene Strukturvertriebe zeichnen für 29,6 % bzw. 6,6 % des Neugeschäfts verantwortlich, während Banken und ungebundene Vermittler 28,7 % bzw. 27,3 % Marktanteil halten (siehe Abbildung 11).

⁹⁸ Eigene Darstellung; Quelle: BVI – Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2009)

⁹⁹ Siehe Towers Watson (2010).

Abbildung 11: Vertriebskanäle von Lebensversicherungen in Deutschland (Marktanteil am Neugeschäft)¹⁰⁰



Anlageberatung wird von der Mehrheit der deutschen Anleger regelmäßig genutzt und hat einen Einfluss auf die Anlageentscheidungen von Privatanlegern. Eine Umfrage der DAB Bank ergab in 2004, dass rund 80 % der Anleger Beratung als Informationsquelle für ihre Anlageentscheidungen in Anspruch nehmen.¹⁰¹ Laut einer Umfrage des Bankenverbandes aus dem Jahr 2009, also nach der Finanzkrise, lassen sich 67 % der Anleger weiterhin persönlich beraten, und das Vertrauen in die eigene Bank und die Beratung ist ungebrochen.¹⁰² Bei unserer eigenen für diese Studie durchgeführten Erhebung kommen wir auf einen Wert von 75 % Inanspruchnahme von Anlageberatung (siehe Abschnitt IV.3).

Konkrete Anhaltspunkte für den Einfluss von Anlageberatung auf die Entscheidungen von Privatanlegern liefern zwei weitere Untersuchungen. Bei der im Rahmen der bereits zitierten DG SANCO-Studie durchgeführten, groß angelegten europäischen Anlegerumfrage gaben 64 % der deutschen Befragten (europäischer Durchschnitt: 58 %) an, dass ihre letzte Anlageentscheidung von einem Anlageberater beeinflusst wurde.¹⁰³ Zu etwas niedrigeren Werten kommt eine durch TNS Sofres für die Fondsgesellschaft Fidelity durchgeführte Studie aus dem Jahr 2009. Hier antworteten 51 % der Befragten, dass ihre letzte Investmententscheidung von einem Bank- oder Versicherungsvertreter bzw. ungebundenen

¹⁰⁰ Eigene Darstellung; Quelle: Towers Watson (2010)

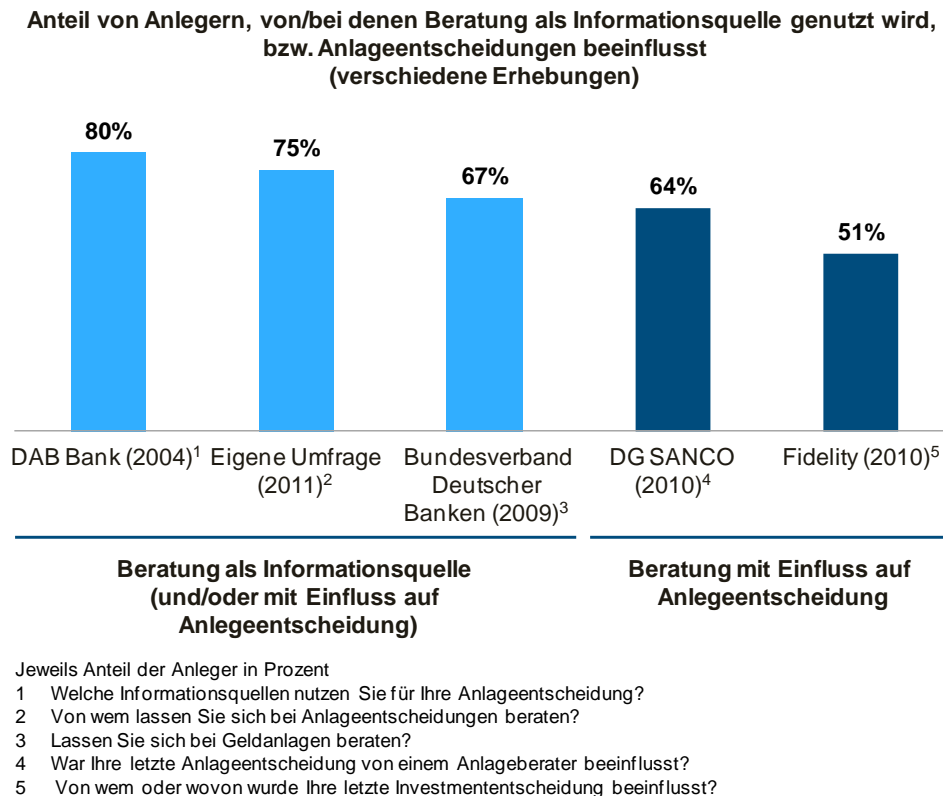
¹⁰¹ Siehe DAB Bank (2004).

¹⁰² Siehe Bundesverband Deutscher Banken (2009).

¹⁰³ Siehe DG SANCO (2010).

Finanzvermittler oder -berater beeinflusst wurde.¹⁰⁴ Auch wenn die Ergebnisse dieser Umfragen aufgrund von verschiedenen Betrachtungszeiträumen, Fragestellungen und Stichproben nicht direkt vergleichbar sind, lässt sich die Bedeutung von Anlageberatung für private Anlageentscheidungen deutlich herauslesen (siehe Abbildung 12).

Abbildung 12: Rolle von Anlageberatung auf Basis verschiedener Anlegerumfragen



Ihrer Rolle als Anbieter bzw. Intermediär für Anlageprodukte entsprechend, zeichnen Banken für einen Großteil der Anlageberatung verantwortlich. Zwar gibt es mit geschätzten 300.000 ähnlich viele Bankberater wie ungebundene und bei Finanzvertrieben beschäftigte Anlagevermittler¹⁰⁵, jedoch ist davon auszugehen, dass angesichts der oben gezeigten vertriebsbezogenen Marktanteile hauptsächlich die Beratung von Bankberatern in Anspruch genommen wird. Die bereits zitierten durchgeführten Umfragen unter Anlegern bestätigen dies. Bei der Studie der DAB Bank gaben 67 % der Befragten an, sich bei

¹⁰⁴ Siehe Fidelity (2009).

¹⁰⁵ Wegen bisher fehlender Registrierungspflichten gibt es keine verlässlichen Daten zur Zahl der Bankberater und Anlagevermittler in Deutschland. Im Rahmen der Debatte zum Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz ist von 300.000 Bankberatern die Rede (Deutscher Bundestag (2011)); der BVI schätzt die Zahl der im ungebundenen Fondsvertrieb Beschäftigten auf über 300.000 (Manager Magazin (2010)), dies sollte ungefähr der Zahl von ungebundenen Finanzvermittlern entsprechen, da diese meist auch Fonds vertreiben. Im Versicherungsbereich müssen sich seit dem 22. Mai 2007 sämtliche Vermittler bei den Industrie- und Handelskammern registrieren lassen; den 211.865 gebundenen Versicherungsvermittlern stehen 48.099 ungebundene gegenüber (DIHK (2011)).

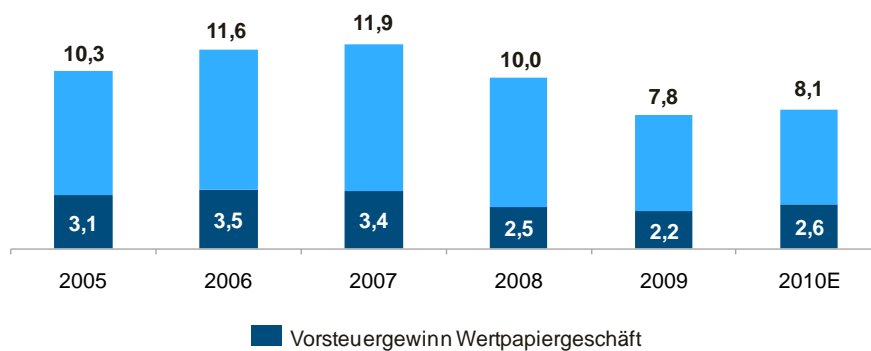
Anlageentscheidungen von ihrer Hausbank beraten zu lassen.¹⁰⁶ Im Hinblick auf weitere professionelle Anbieter von Anlageberatung nehmen laut jener Studie 18 % der Anleger Beratung von ungebundenen Beratern und Vermittlern und 16 % von Versicherungsagenten in Anspruch. Beratung im privaten Umfeld spielt mit 48 % eine gewichtige Rolle. Unsere eigene Erhebung kommt mit einem Anteil von 60 % Beratung durch den Bankberater zu einem ähnlichen Ergebnis (siehe Abschnitt IV.3).

Entsprechend spielt die Anlageberatung auch für Anbieter eine wichtige Rolle. Viele Banken sehen die Möglichkeit, sich über Beratungsdienstleistungen im Wettbewerb im Privatkundengeschäft zu differenzieren (siehe Abschnitt IV.1). Auch in finanzieller Hinsicht hat Anlageberatung für Banken eine große Bedeutung (siehe Textbox 2).

Textbox 2: Bedeutung der Anlageberatung aus Bankensicht

Leider ist es nicht möglich, den genauen Wertbeitrag des Beratungsgeschäftes zu ermitteln. Jedoch kann das beratungsintensive Wertpapiergeschäft als Näherungsgröße herangezogen werden. Laut Schätzungen der Unternehmensberatung McKinsey trug dieses in den letzten Jahren zwischen 7,8 und 11,9 Mrd. EUR zum Ertrag und 2,2 bis 3,5 Mrd. EUR zum Vorsteuergewinn deutscher Banken bei (siehe Abbildung 13).¹⁰⁷ Damit machte es bis zu 15 % des Gesamtertrags im Privatkundengeschäft und sogar zeitweise über 25 % des gesamten Vorsteuergewinns aus.

Abbildung 13: Wertpapiergeschäft deutscher Banken (Gesamtertrag in Mrd. EUR)¹⁰⁸



¹⁰⁶ Siehe DAB Bank (2004).

¹⁰⁷ Quelle: McKinsey Global Banking Pools (2011).

¹⁰⁸ Eigene Darstellung; Quelle: McKinsey Global Banking Pools (2011).

IV. Bestandsaufnahme

Überblick: Die Bestandsaufnahme, d. h. die Erhebung des Status quo der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung, ist Grundlage für die Erarbeitung eigener Instrumente und Voraussetzung für die Ableitung von Empfehlungen. In diesem Zusammenhang sind nicht nur bereits bestehende Verfahren zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung von Interesse. Auch aus Ansätzen in anderen Bereichen – beispielsweise methodischen Überlegungen zur Performancemessung von Anlageprodukten – lassen sich im besten Fall relevante Schlüsse für die Entwicklung eines effektiven Ansatzes zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung ziehen. Entsprechend breit haben wir die folgende Bestandsaufnahme ausgelegt. Neben der Erhebung bei klassischen Anbietern von Anlageberatung (insbesondere Banken und Versicherungen), deren Ergebnisse wir in Abschnitt IV.1 darstellen, gilt es auch, die Aktivitäten weiterer Anbieter zu erfassen, wie z .B. Fondsgesellschaften oder spezialisierte Dienstleister, die Anlegerinformationen über das Internet zur Verfügung stellen (Abschnitt IV.2). Zudem sollten natürlich auch die kundenseitigen Bedürfnisse an die Beratung und an Instrumente zur Messung von Anlegernutzen der Beratung Berücksichtigung finden. Zu diesem Zweck stellen wir in Abschnitt IV.3 die Ergebnisse einer eigenen repräsentativen Kundenumfrage vor. Auch auf regulatorischer Seite gibt es bereits einige Ansätze, die für die Messung des Kundennutzens relevant sind. Entsprechend fassen wir in Abschnitt IV.4 den aktuellen Rechtsrahmen der Anlageberatung in Deutschland mit Fokus auf Informationspflichten gegenüber Privatanlegern zusammen.

Die meisten Anbieter von Anlageberatung erheben den Kundennutzen der eigenen Beratung nur indirekt über Kundenbefragungen zur generellen Zufriedenheit mit den angebotenen Leistungen und nutzen die Ergebnisse ausschließlich intern. Teilweise wird sogenanntes *Mystery Shopping* zur Qualitätssicherung eingesetzt. In wenigen Fällen werden von Banken zudem Rendite- und Risikoprofile von Kundendepots berechnet, die jedoch ebenfalls nur für die interne Steuerung des Kundennutzens eingesetzt werden. Nur in Einzelfällen werden Privatanlegern regelmäßig Rendite-Risiko-Profile auf Depotebene ausgewiesen, wobei der Ausweis wiederum keinem institutsübergreifenden Standard folgt und sich damit nicht für Vergleiche zwischen Anbietern eignet. In keinem uns bekannten Fall wurde der spezifische

Einfluss der Anlageberatung auf Rendite und Risiko explizit gemessen und ausgewiesen. Schließlich können wir auch festhalten, dass die eigenständige Messung von Depotrendite und -risiko durch die Anleger selbst mit hohen Hürden im Hinblick auf Datenverfügbarkeit und Datenauswertung verbunden ist. Bei Versicherungen fokussiert sich die Information von Kunden auf vorvertragliche Aspekte und die bereits gesetzlich vorgeschriebenen Informationspflichten. Insbesondere werden hier bei unserer Bestandsaufnahme deutliche Unterschiede zur Anlageberatung bei Wertpapieren deutlich, was uns in unserem primären Fokus auf Wertpapiere bei der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung bestärkt.

Ein Blick auf weitere Anbieter von Anlageprodukten und auf spezialisierte Dienstleister, die Informationen zur Beurteilung der Qualität der Anlageberatung anbieten, verdeutlicht, dass erstens die heute eingesetzten Instrumente fast ausnahmslos eine Produktperspektive einnehmen und zudem nur eine sehr eingeschränkte Vergleichbarkeit über verschiedene Beratungsanbieter hinweg zulassen. Zweiten richten sich viele der Angebote nur an einzelne – meist erfahrene – Anlegergruppen. Auch hier wird deutlich, dass derzeit – auch in Teilbereichen des Markets für Anlageprodukte – kein einheitlicher Ansatz zur Messung der Ergebnisse der Geldanlage und damit potenziell des Kundennutzens existiert. Die in diesem Teilabschnitt vorgestellten Ansätze geben jedoch wichtige Anhaltspunkte für die Ausgestaltung einer umfassenderen Messung des Kundennutzens. Insbesondere lassen sich Hinweise auf konkrete, bereits etablierte Kenngrößen finden (beispielsweise Global Investment Performance Standards (GIPS-) Standards zum Performancereporting bei Anlagefonds).

Unsere eigene Erhebung der Kundenpräferenzen unterstreicht die Relevanz der Fragestellungen dieser Studie. Im Einklang mit der Relevanz der Geldanlage hat auch die Anlageberatung für Verbraucher/-innen in Deutschland einen enormen Stellenwert. Eine Mehrheit der von uns Befragten lässt sich professionell beraten und vertraut den Empfehlungen des eigenen Anlageberaters. Die quantitativ messbaren Aspekte der Anlageberatung stehen für den Verbraucher bei der Auswahl eines Anbieters im Vordergrund. Hierbei ist die Risikosteuerung durch den Berater von besonders hoher Bedeutung für die befragten Verbraucher, aber auch Kosten und Rendite spielen eine hervorgehobene Rolle. Dies lässt darauf

schließen, dass sich aus Kundensicht der Kundennutzen der Anlageberatung tatsächlich in erster Linie über den Einfluss der Beratung auf Risiko, Kosten und Rendite definiert. Die von Anbietern oft zitierte emotionale Komponente scheint zumindest laut unserer Erhebung im Vergleich nur eine untergeordnete Rolle zu spielen. Zudem werden Informationen zu den eher quantitativen Aspekten der Anlageberatung offensichtlich nachgefragt bzw. spielen für die Entscheidungsfindung von Kunden eine Rolle, sofern sie denn verfügbar sind. Dies unterstreicht unsere Ausgangshypothese, im zweiten Sachverhalt bei der Darlegung und Bewertung von Instrumenten verstärkt auf solche quantitative Dimensionen zu fokussieren.

Das geltende Anlegerschutzsystem im Rahmen der Anlageberatung sowie flankierende Mechanismen beruhen zu großen Teilen auf der Annahme, dass der Anleger durch umfassende Information *vor* Vertragsschluss die für ihn richtige Anlageentscheidung treffen könne. Der Fokus bestehender Regelungen liegt eindeutig auf der *vorvertraglichen* Phase. Das bedeutet, dass das Pflichtenprogramm des Beraters bzw. des Anbieters von Anlageberatung im Wesentlichen nach dem Kaufzeitpunkt der Anlage endet. Marktteilnehmer und Regulierungsbehörden haben zuletzt Zweifel an der Effizienz dieses Systems geäußert. Die Kritik betrifft insbesondere die Empfehlung unpassender Anlageprodukte, deren Risiko der Anleger nicht sachgerecht einschätzen konnte. Die Europäische Kommission hat deshalb entsprechende Änderungen des kapitalmarktrechtlichen Anlegerschutzsystems im Rahmen der MiFID-Revision angeregt (siehe dazu auch Kapitel 3 - Abschnitt III). Geltende Regelungen (wie z. B. das Key Investor Document und bestehende Wohlverhaltenspflichten) können in diesem Rahmen jedoch als Vorbild für Form und Ausgestaltung neuer (nachvertraglicher) Transparenzpflichten dienen, die auch im Rahmen dieser Studie erörtert werden sollen.

IV.1 Bestandsaufnahme Banken und Versicherungen

Im Rahmen der Bestandsaufnahme aktuell eingesetzter Systeme zur Messung und Kommunikation von Kundennutzen der Anlageberatung erfolgten ausführliche Gespräche mit einer repräsentativen Auswahl von Anbietern. Wir haben mit größeren und kleineren privaten Banken, Sparkassen und Volksbanken gesprochen, mit Verbänden, mit Direktbanken und

Finanzvertrieben und natürlich mit Versicherungsunternehmen.¹⁰⁹ In den teilstrukturierten Gesprächen ging es insbesondere um die drei Leitfragen: Wie definiert Ihr Haus den Kundennutzen der eigenen Anlageberatung? Wie wird in Ihrem Haus Kundennutzen gemessen? Wie werden die Ergebnisse intern und extern verwendet?

Ziel der Bestandsaufnahme ist nicht die lückenlose Erhebung der Definitionen und Praktiken zur Kundennutzennmessung im deutschen Markt, sondern vielmehr, einen soliden Überblick zur gegenwärtigen Praxis zu erlangen und insbesondere solche Fälle näher zu beleuchten, in denen Anbieter über längere Zeit einschlägige Erfahrungen zum Thema Kundennutzennmessung gesammelt haben. Aus diesem Grunde wurden auch mit einigen Anbietern Vertiefungsgespräche geführt. Auch diese haben die Einschätzung bestärkt, dass unsere Herangehensweise zum Zeitpunkt der Abgabe dieser Studie keinen wichtigen Grundtypus von Systemen zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung im deutschen Markt außer Acht lässt. Im folgenden Abschnitt stellen wir detailliert die Ergebnisse unserer Erhebung im Bankbereich dar, um im Anschluss die Resultate unserer Bestandsaufnahme bei Versicherungsanbietern zusammenzufassen.

IV.1.1 Banken

Definition von Kundennutzen

Nur wenige Anbieter formulierten in unseren Gesprächen eine konkrete und damit grundsätzlich quantifizierbare Definition des Kundennutzens der angebotenen Anlageberatung. Die Anlageberatung wird meist als ein Element eines Dienstleistungsbündels begriffen, das den Kunden zusammen mit Finanzierungsberatung und Zahlungsverkehrsleistungen angeboten wird. Die Kundennutzendefinition bezieht sich als Folge meist auf das gesamte Bündel und mündet meist in der zentralen Frage, ob Kunden die Finanzinstitution im Bekanntenkreis aktiv weiterempfehlen würden. Um die Determinanten jener Weiterempfehlungsbereitschaft zu ergründen, werden daher auch meist mehrere Dimensionen des Kundennutzens aus dem Gesamtbündel kombiniert betrachtet und nur ganz selten der spezifische Kundennutzen der Anlageberatung gesondert erhoben. Exemplarisch seien hier vier Nutzendimensionen eines nicht genannten Anbieters vorgestellt, die kompakt darstellen, was nach unserem Verständnis auch viele andere Anbieter zumindest implizit ähnlich verfolgen.

¹⁰⁹ Insgesamt wurden im Rahmen dieser Studie für die Bestandsaufnahme über 30 Einzelgespräche mit Anbietern und weiteren Experten geführt.

- PreisLeistungsverhältnis der Gesamtbeziehung: Wie verhalten sich in der Kundenwahrnehmung die Kosten der Dienstleistungen und Produkte zur erhaltenen Leistung?
- Flexibilität: Inwieweit sind die Dienstleistungen und Produkte in der Kundenwahrnehmung auf die individuellen Bedürfnisse abgestimmt?
- „Convenience“: Wie bequem und einfach können Kunden die Leistungen empfangen?
- Emotion: Inwieweit ist der Kontakt mit der Finanzinstitution emotional positiv besetzt?

Viele Gesprächspartner berichten, dass Umfragen unter den eigenen Kunden meist zeigen, dass insbesondere die emotionale Dimension (und hier insbesondere das Gefühl von Sicherheit und Sympathie) die Weiterempfehlungsbereitschaft beeinflussen. Das PreisLeistungsverhältnis entspräche eher einem sogenannten Hygienefaktor, der sich jenseits einer bestimmten Schwelle nach unten stark negativ auf den Gesamteindruck auswirke, diesseits der Schwelle jedoch nur wenige positive Impulse für den Gesamteindruck setze. Diese Einschätzung weicht von den Ergebnissen unseres Literaturüberblicks in Abschnitt II ab, wo als potenzieller Hauptnutzen der Anlageberatung die Reduzierung von Informations- und Transaktionskosten und die Korrektur bzw. Vermeidung von systematischen Entscheidungsfehlern aufgrund verbreiteter Verhaltensmuster herausgearbeitet wurden. Die wissenschaftliche Literatur legt mithin nahe, dass insbesondere die ersten beiden oben genannten Dimensionen den potenziell größten Kundennutzen stiften.

Aus unserer Sicht sind diese Erfahrungen der Anbieterseite und damit auch der Gegensatz zur Literatur mit den folgenden zwei, *alternativ* gültigen Sichtweisen und den entsprechenden Implikationen vereinbar.

- a) Beratungskunden trennen für ihr Nutzenkalkül tatsächlich ganz bewusst nicht zwischen den verschiedenen Dienstleistungen. Zudem aggregiert die emotionale Dimension die anderen Dimensionen unverzerrt, sodass sie den tatsächlichen Gesamtnutzen widerspiegelt. Implikationen: Der Kundennutzen der Anlageberatung als Teil eines Leistungsbündels lässt sich separat nicht akkurat messen und die bestehenden Messinstrumente, die auf die emotionale Gesamtbeurteilung der Finanzdienstleistungen abstellen, sind hinreichend zur Einschätzung des übergeordneten Kundennutzens.
- b) Beratungskunden können das PreisLeistungsverhältnis der Anlageberatung aufgrund fehlender belastbarer Datenpunkte nicht verlässlich abschätzen, sodass ein kognitives Nutzenkalkül für die Anlageberatung nicht oder kaum möglich ist. Die emotionale Dimension, die die Gesamtheit der Eindrücke vom Anbieter unstrukturiert

zusammenfasst, ersetzt die Kognition. Es ist aufgrund der fehlenden Beobachtbarkeit der faktischen Beratungsqualität unklar, ob die emotionale Dimension den faktischen Kundennutzen unverzerrt abbildet. Implikationen: Sofern Kunden über belastbare Datenpunkte zur Qualität der Anlageberatung verfügten, könnten diese direkt und strukturierter als die emotionalen Dimensionen in das Nutzenkalkül von Kunden eingehen.

Für die Verlässlichkeit der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung im engeren Sinne ist entscheidend, ob die Realität näher an Alternative a) oder aber b) liegt. Wir haben daher im Rahmen der Studie eine Untersuchung auf Basis einer repräsentativen Online-Befragung durchgeführt, um die Validität der beiden Sichtweisen zu überprüfen. Unsere Umfrageergebnisse (siehe Abschnitt IV.3) deuten darauf hin, dass Alternative b) für breite Kundengruppen zumindest nicht von der Hand zu weisen ist.

Messung von Kundennutzen

Trotz der recht eindeutigen Umfrageergebnisse hat unsere Bestandsaufnahme bei den Anbietern ergeben, dass die überwiegende Mehrzahl der Institute den Kundennutzen der Anlageberatung ausschließlich indirekt über Kundenbefragungen zur Gesamtzufriedenheit mit dem angebotenen Dienstleistungsbündel erhebt. Meist wird im Monats- oder auch Jahresturnus eine Stichprobe der eigenen Kunden befragt. Eine zentrale Frage betrifft die Weiterempfehlungsbereitschaft, wobei die Ergebnisse über Kunden hinweg z. B. zu einem sogenannten *Net Promoter Score*¹¹⁰ verdichtet werden. In einigen Instituten werden zudem externe Dienstleister damit beauftragt, ausgewählte Filialen zu besuchen und Testberatungen durchzuführen (sogenanntes „Mystery Shopping“; siehe auch Abschnitt IV.2). Hierdurch soll stichprobenhaft ermittelt werden, inwieweit von den Beratern Prozessvorgaben und interne Standards bezüglich des Kommunikationsverhaltens eingehalten werden, die die Beratungsqualität und den Vertriebs Erfolg absichern sollen.

Nur wenige der von uns direkt befragten oder indirekt über Verbände einbezogenen Institute ergänzen die Kundenbefragungen und Testberatungen um quantitative Auswertungen von Depotdaten ihrer Anlageberatungskunden, um somit belastbare quantitative Indikatoren für den Kundennutzen insbesondere der Anlageberatung zu gewinnen und gegebenenfalls an die Kunden zurückzuspielen. In einem solchen Fall werden vom Anbieter historische Monatsrenditen auf Depotebene und nach sämtlichen Kosten berechnet. Die Renditen von Depots, die derselben Soll-Risikokategorie angehören, werden im nächsten Schritt mit einer

¹¹⁰ Siehe Schmitt et al. (2010).

der Soll-Risikokategorie entsprechenden Benchmarkrendite verglichen, um eine interne Einschätzung des durch die Anlageberatung produzierten Kundennutzens zu erhalten. Bewegen sich die Renditen der Beratungskundendepots nahe der Benchmarkrendite, wird dies im Rahmen der Vertriebssteuerung als positiver Verdienst des Beratungsteams gewertet. Liegen die Depotrenditen weit unter der Benchmarkrendite, führt dies zu einem negativen Signal an die Vertriebssteuerung. Aber auch wenn Depotrenditen weit über dem Benchmark liegen, resultiert ein negatives Signal, weil davon ausgegangen wird, dass diese Mehrrendite über exzessives Risiko erwirtschaftet wurde. Derzeit werden die Messergebnisse von diesem Institut lediglich für interne Steuerungszwecke auf Filialbasis genutzt. Ein turnusmäßiger Ausweis der Renditezahlen und Risikoindikatoren an die Kunden geschieht dagegen noch nicht.

In einem anderen uns bekannten Ausnahmefall werden die Messergebnisse in regelmäßigen Abständen in Form von standardisierten Berichten an die Kunden berichtet. Tabelle 2 zeigt illustrativ den Berichtsteil zur historischen Depotrendite. Neben Anfangs- und Endbestand des Depots werden die akkumulierten Einzahlungen und Auszahlungen aufgeführt. Mithilfe der genauen Buchungszeitpunkte aller Einzelzahlungen berechnet das Institut den internen Zinsfuß und damit eine volumengewichtete Durchschnittsrendite des Depots über den Gesamtzeitraum, die in der letzten Zeile auch auf Jahresbasis berichtet wird.

Tabelle 2: Überblick über historische Depotrendite (Anbieterbeispiel)

Historischer Renditeüberblick (Depot: 123456)	
Gesamtdepotwert am 31.12.2010	25.000 EUR
Gesamtdepotwert am 01.01.2009	20.000 EUR
Summe der Einzahlungen (inkl. Erträgen)	2.000 EUR
Summe der Entnahmen	1.000 EUR
Gesamtergebnis seit 01.01.2009	4.000 EUR
Volumengewichtete Rendite seit 01.01.2009	19,53%
Durchschnittliche Jahresperformance seit 01.01.2009	9,33%

Zusätzlich zur Gesamrendite weist das Institut in Tabellenform Quartalsrenditen des Depots und Quartalsrenditen für einen Vergleichsindex für den gesamten Berichtszeitraum aus. Jene Tabelle ermöglicht es den Kunden prinzipiell, a) die eigene Rendite mit einer Marktrendite abzugleichen, b) die Quartalsrenditen für individuell gewünschte Zeiträume (z. B. für das zurückliegende Jahr) grob selbst zu aggregieren und c) über die Schwankungen der

Quartalsrenditen einen zumindest ungefähren Eindruck des historischen Depotrisikos zu gewinnen.

Das Institut weist auf Depotebene keine historische Risikokennzahl aus. Dies liegt vermutlich auch daran, dass interne Zinsfüße nur quartalsweise berechnet werden und damit nicht genug Beobachtungen vorliegen, um z. B. die Volatilität der Depotrenditen verlässlich zu schätzen. Dafür wird den Kunden eine Stichtagsbetrachtung zur Gewichtung der im Depot enthaltenen, produktbezogenen Risikoklassen zur Verfügung gestellt.

Abbildung 14: Überblick über Depotrisiko (Anbieterbeispiel)

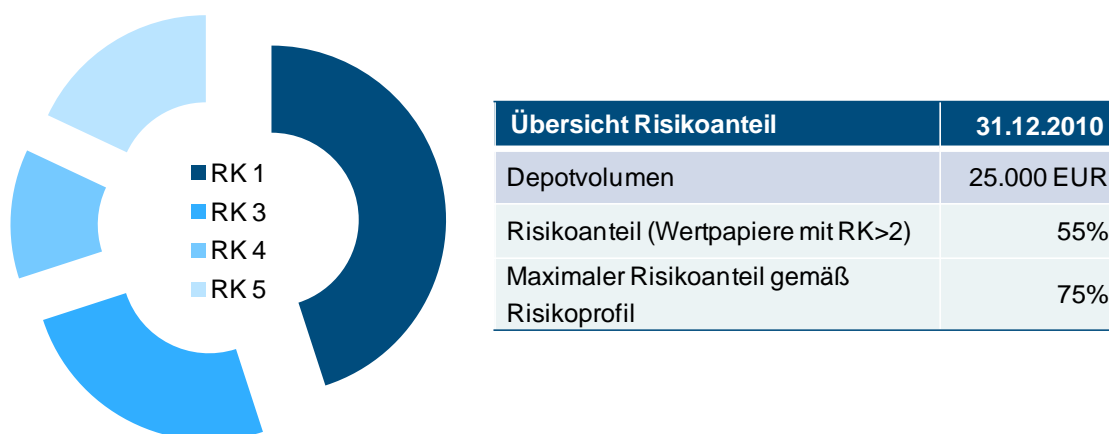


Abbildung 14 zeigt illustrativ einen solchen Risikobericht. Im Beispiel hielt der Beratungskunde am 16.06.2011 rund die Hälfte seines Depotwertes in Form von Wertpapieren, die vom Institut der risikoärmsten Risikoklasse 1 zugeordnet wurden. Die andere Hälfte des Depots entfällt auf Produkte der Risikoklassen 3 bis 5, die vom Anbieter als riskant im engeren Sinne bewertet werden. Kombiniert mit der Angabe zum maximalen Risikoanteil, der gemäß bankinterner Vorgaben für die Soll-Risikoklasse des Anlegers zulässig ist, kann der Kunde abschätzen, ob das ausgewiesene Depotrisiko mit dem geplanten Soll-Risiko vereinbar ist. Diese Abschätzung ist natürlich nur grob, da die Wertpapiere lediglich gemäß ihrer Gattung einer Risikoklasse zugeordnet werden und aufgrund der reinen Produktperspektive keine Diversifikationseffekte berücksichtigt werden. Zudem bezieht sich der Risikoausweis auf einen Stichtag und erlaubt somit nicht, die historischen Depotrenditen (siehe Abbildung 14) mit dem getragenen Risiko in Verbindung zu setzen.

An dieser Stelle wollen wir der Vollständigkeit halber und in einem knappen Exkurs noch aufzeigen, welche Informationen zur Wertentwicklung im Depot die meisten anderen Institute ihren Kunden zur Verfügung stellen, damit diese den eigenen Anlageerfolg, ob mit oder ohne Unterstützung von Beratung erzielt, einschätzen können. Tabelle 3 zeigt anhand eines realen,

in der konkreten Darstellung jedoch verfremdeten Beispiels, welche Datenpunkte die entsprechenden, meist monatlich unaufgefordert versandten Reports typischerweise enthalten.

Tabelle 3: Monatlicher Depotreport (Anbieterbeispiel – Auszug)

WKN	Bezeichnung	Typ	Währung	Stück/Nominale
123456	ABC	Fonds	EUR	237
987654	DEF	Fonds	USD	174

WKN	Aktueller Kurs	EUR Aktueller Wert	Datum
123456	8,15	1.931,55	05.09.11
987654	117,83	14.513,97	02.09.11

WKN	EUR Kaufkurs	EUR Kaufwert	EUR Differenz	% Differenz
123456	6,24	1.477,93	453,62	30,69%
987654	61,43	10.688,99	3.824,98	35,78%

Im Beispiel hält der Anleger am Berichtsstichtag (05.09.2011) zwei Wertpapiere in ihrem Depot. Beide Wertpapiere haben sich seit Kaufzeitpunkt, der auch in der realen Vorlage nicht gesondert ausgewiesen wird, im Marktwert positiv entwickelt, sodass für den Anleger erkennbar ist, dass auch das Gesamtdepot eine positive Rendite aufweist. Aus der Tabelle lassen sich jedoch folgende drei wichtige Informationen nicht ablesen oder ableiten:

- Welcher Wertzuwachs wurde pro Jahr bzw. über einen, mit anderen Portfolios oder Benchmarks vergleichbaren, fest definierten Zeitraum erzielt? Da sich die beiden angegebenen Renditen auf unterschiedlich lange Zeiträume zwischen jeweiligem Kaufzeitpunkt und Stichtag beziehen, sind sie nicht vergleichbar und können auch nicht auf Depotebene aggregiert werden. Selbst wenn die Zeiträume bei beiden Papieren identisch gewesen wären, ist die aggregierte Wertveränderung für den Laien nicht direkt ablesbar. Wäre das zweite Wertpapier z. B. um 4 % im Wert gefallen, wäre die Wertveränderung des gesamten Portfolios aufgrund des großen Anteils des zweiten Wertpapiers negativ, obwohl das erste Papier um mehr als 30 % an Wert gewonnen hat.
- Welche Nettorendite („nach Kosten“) wurde im Depot insgesamt erzielt? Die Gesamtrendite für den Anleger setzt sich dabei neben dem Wertzuwachs auch aus erhaltenen Dividenden und Zinsen und aus bezahlten Gebühren zusammen, die hier nicht berücksichtigt werden.

- Welches Risiko hat der Anleger getragen, um die Rendite zu erwirtschaften. Eine Einordnung und Bewertung selbst der Gesamtnettorendite ist unmöglich, ohne das zugrunde liegende Risiko zu kennen. Aus der Tabelle geht jedoch weder das Risiko der einzelnen Wertpapiere noch das wahrscheinlich durch Diversifikationseffekte gekennzeichnete Gesamtrisiko des Depots hervor.

Wir halten fest, dass die in der Praxis verbreiteten Berichte zur historischen Wertentwicklung im Depot nur sehr bedingt geeignet sind, um das eigene Anlageergebnis und insbesondere den Einfluss und die Qualität der Anlageberatung nach objektiven Kriterien abzuschätzen.

In der Gesamtschau zeigt unsere Erhebung zur anbieterseitigen Messung des Kundennutzens der Anlageberatung, dass die Berechnung von Depotrenditen und Depotrisiken technisch grundsätzlich möglich ist, jedoch nur in wenigen Ausnahmefällen auch tatsächlich zum Einsatz kommt. Vertiefungsgespräche mit den entsprechenden Instituten haben auch die Hürden für die Berechnung aufgezeigt. Erstens müssen zunächst die erforderlichen internen Daten zu sämtlichen Depotbuchungen zusammengeführt werden. Diese liegen häufig in verschiedenen Systemen vor. Zweitens müssen die Buchungsdaten mit externen Marktdaten verknüpft werden, um tägliche Wertveränderungen zu berechnen und Erträge aus z. B. Dividenden und Stückzinsen einzubeziehen (siehe Kapitel 2 - Abschnitt II). Von mehreren Gesprächspartnern wurde uns berichtet, dass insbesondere für viele Zertifikate, aber auch für einige Rentenwerte bzw. Anleihen Preis- und Gattungsdaten nicht in hinreichender Qualität verfügbar sind. Auch wir mussten im Rahmen der empirischen Untersuchungen, deren Ergebnisse in Kapitel 2 - Abschnitt III wiedergegeben sind, feststellen, dass die von uns genutzte Marktdatenbank eines kommerziellen Anbieters nur eine Abdeckung von 90 % aller in den Depots unserer Stichprobe enthaltenen Wertpapiere gewährleisten konnte.

Die eingeschränkte Verfügbarkeit von internen Buchungsdaten und externen Marktdaten erschwert auch einen weiteren grundsätzlich denkbaren Kanal zur quantitativen Messung des Kundennutzens der Anlageberatung, nämlich die manuelle Sammlung bzw. den elektronischen Abruf von Buchungsdaten und die anschließende Auswertung mit Hilfe von Marktdaten durch den Kunden selbst.

Hierfür benötigt der Anleger neben einiger Erfahrung in der Erstellung von Renditereihen und Risikokennzahlen (bzw. Erfahrung im Umgang mit entsprechender Software) eine Übersicht zu sämtlichen Depotbuchungen (unter anderem Käufe, Verkäufe, Gebühren, Depotüberträge, Stornos) und eben besagte Marktdaten (unter anderem Preise, Erträge, Informationen zu Kapitalmaßnahmen). Die Übersicht zu den Depotbuchungen können sich die Anleger über die

Order- und Depotmitteilungen verschaffen, die von den Anbietern entweder in physischer oder elektronischer Form (meist jedoch im nicht weiterverarbeitbaren PDF-Format) zur Verfügung gestellt werden. Nur einzelne Institute erlauben ihren Kunden das Herunterladen der Buchungsdaten zur direkten Weiterverwendung z. B. in einem Tabellenkalkulationsprogramm. Tabelle 4 zeigt exemplarisch für einen Anbieter, welche Datenfelder für eine typische Kauftransaktion übertragen werden. Es fällt auf, dass z. B. keine expliziten Angaben zu den Transaktionskosten gemacht werden. Diese lassen sich jedoch als Differenz zwischen Umsatz in EUR (letzte Spalte) und dem Produkt von Stück und Ausführungskurs berechnen. Im unten gezeigten Fall handelt sich um Gesamtkosten von 26,23 EUR, deren Aufschlüsselung auf Provisionen, börsenplatzabhängige Entgelte und variable Börsenspesen wiederum nur der entsprechenden Ordermitteilung im PDF-Format zu entnehmen ist.

Tabelle 4: Datenfelder bei Depotbuchung (Anbieterbeispiel)

Buchungs- tag	Geschäfts- tag	Stück/ Nominale	Bezeichnung	WKN	Währung	Ausführungs- kurs	Umsatz in EUR
26.05.11	25.05.11	38	ABC	123456	EUR	134,3	5.192,63

Mithilfe jener selbst zu erhebenden und aufzubereitenden Buchungsdaten und unter Zuspiegelung von Preis- und Ertragsdaten wäre ein geschulter Anleger also prinzipiell in der Lage, selbstständig das Risiko-Rendite-Profil seines Depots zu berechnen.

Es ist davon auszugehen, dass nur wenige Anleger über die nötige Erfahrung und den nötigen Marktdatenzugang verfügen, um diese Berechnungen fehlerfrei durchzuführen. Selbst geschulte Anleger werden jedoch insbesondere bei exotischeren Wertpapieren im eigenen Depot auf Probleme bei der Marktdatenverfügbarkeit stoßen. Zudem werden die Anleger generell kaum Vergleichsmöglichkeiten des eigenen Risiko-Rendite-Profiles eines adäquaten Benchmark vorfinden (siehe auch Kapitel 2 - Abschnitt V). Für weniger geschulte Anleger kommt die eigenständige Messung des Kundennutzens auf Basis von Risiko-Rendite-Profilen nicht infrage.

Verwendung der Messergebnisse

Sowohl die Messergebnisse zum Kundennutzen allgemein als auch zum Kundennutzen der Anlageberatung im engeren Sinne gehen bei den meisten befragten Instituten in die interne Steuerung ein. Durch die Trendbeobachtung der oben erwähnten Weiterempfehlungsbereitschaft wird z. B. überprüft, ob neue Initiativen oder Maßnahmen den geplanten Effekt auch in der Kundenwahrnehmung brachten. Außerdem fungieren die

Umfrageergebnisse als (Früh-)Indikator für systematische Verschiebungen in der kundenseitigen Einschätzung der allgemeinen Leistung. Teils werden die Umfrageergebnisse auf Filialebene aggregiert und im Rahmen der Filialsteuerung eingesetzt. In einem Fall werden die Umfrageergebnisse und die Depotrenditen aller Beratungskunden derselben Filiale als Steuerungsgröße ergänzt. In wenigen Einzelfällen werden die Ergebnisse der Kundennutzenmessung an die Kunden selbst zurückgespielt oder aber in aggregierter Form öffentlich bekannt gegeben. Ersteres geschieht dann meist über den Ausweis der historischen Depotrendite und ganz selten zusätzlich auch über den Ausweis des historischen Depotrisikos. Die Institute, die Depotrendite und Depotrisiko für ihre Kunden erheben, berichteten uns, dass die kundenseitige Deutung der entsprechenden Kennzahlen und damit auch die potenzielle Umsetzung der Signale in Maßnahmen stark beeinträchtigt ist und dass derzeit ein verlässlicher Vergleichsmaßstab für Rendite, vor allem aber für das Depotrisiko fehlt. Folglich würden die heute eingesetzten quantitativen Messgrößen auf Portfolio-Ebene nur sehr bedingt in das kognitive und wohl noch weniger in das emotionale Nutzenkalkül der betroffenen Kunden eingehen.

IV.1.2 Versicherungen

Beim Abschluss von Lebensversicherungen ist die persönliche Beratung durch den Vermittler von großer Bedeutung: Nur knapp 4 % des Neugeschäfts werden per Direktvertrieb abgeschlossen.¹¹¹ Zugleich werden Lebensversicherungen über unterschiedliche Vertriebswege abgesetzt, und zwar in etwa zu gleich großen Anteilen durch Ausschließlichkeitsvermittler, Makler und Bankberater. Unsere Gespräche mit Anbietern ergaben, dass der Verkauf von Lebensversicherungen über alle Vertriebswege hinweg zunehmend in das Konzept der ganzheitlichen Beratung eingebunden wird. Beim Bankenvertrieb und häufig auch bei Maklern geschieht dies aus Perspektive einer ganzheitlichen Sicht auf Vermögenslage und Kapitalbedarf des Kunden; bei Ausschließlichkeitsvermittlern basiert die ganzheitliche Beratung auf einer möglichst umfassenden Sicht auf die unterschiedlichen Risiken des Kunden. In beiden Fällen wird versucht, zunächst den Status quo des Kunden zu analysieren und auf dieser Basis den Bedarf an Lebensversicherungsprodukten zu ermitteln. Möglichst vollständige Informationen über die aktuelle (Netto-)Vermögenssituation des Kunden bilden hierbei die zentrale Grundlage.

Sowohl vor als auch nach Vertragsabschluss sind Versicherer von gesetzlicher Seite verpflichtet, ihren Kunden umfangreiche Dokumentationen zukommen zu lassen. Dies gilt

¹¹¹ Siehe Towers Watson (2010).

insbesondere im Falle staatlich geförderter Altersvorsorgeprodukte (Riester, Rürup). Unsere Gespräche mit Anbietern und auch ein aktuelles Gutachten des ZEW haben ergeben, dass sich Kunden häufig einer kaum zu bewältigenden Informationsflut ausgesetzt sehen und viele Dokumente gar nicht oder nur unvollständig lesen.¹¹² Inwiefern Versicherer über die gesetzlichen Anforderungen hinaus Informationen zur Verfügung stellen, hängt im Wesentlichen davon ab, welchen Kundenmehrwert sie in der Information sehen und ob sie erwarten, dass die Kunden die zusätzlichen Informationen überhaupt zur Kenntnis nehmen werden. Die Art der Informationsübermittlung hängt auch vom Vertriebsweg ab: Während Versicherer im Falle des Ausschließlichkeitsvertriebs Berichte auch direkt an den Kunden übermitteln, wird dies beim Maklervertrieb eher vermieden, da die Makler die Kundenberatung in ihren Händen sehen wollen und einen regelmäßigen Kundenkontakt durch den Versicherer nicht wünschen. Die Erhebung von Informationen erfolgt teilweise durch den Versicherer selbst und teilweise durch externe Anbieter.

Bezüglich der Bereitstellung nicht gesetzlich vorgeschriebener Informationen sehen wir die folgenden aktuellen Entwicklungen im Markt.

Zunehmende Bedeutung von Marktüberblicken und Ratings

Insbesondere im Maklervertrieb spielen Beurteilungen und Bewertungen der Produkte durch den Vertriebspartner eine zentrale Rolle. Die Vertriebspartner wiederum bilden ihre Meinung häufig auf Basis von Qualitätsmaßen, die durch externe Anbieter erhoben werden. Auch im Ausschließlichkeits- und Bankenvertrieb werden zunehmend externe Qualitätsmaße für Werbung und Verkaufsgespräche verwendet. Die Ratingagentur Assekurata beispielsweise erhebt Ratings für derzeit 27 deutsche Lebensversicherer, die auf der bisherigen Überschussbeteiligung, Kundenbefragungen zur Beratungsqualität,¹¹³ Versicherungsbedingungen sowie interner und externer Informationen zur Unternehmensstabilität basieren. Franke und Bornberg erstellt Produktratings in verschiedenen Versicherungssparten durch Analyse der rechtsverbindlichen Angaben aller am Markt angebotenen Produkte. Bewertungskriterien sind insbesondere Transparenz, Renditeaussicht und Flexibilität. map-Report analysiert u. a. die tatsächlichen Ablaufleistungen von Lebensversicherungen, Solvabilität und Servicequalität.

¹¹² Die gesetzlich vorgeschriebenen Informationen beim Vertragsabschluss können häufig 50-80 Seiten umfassen; siehe ZEW (2010).

¹¹³ Als Qualitätsmerkmale der Beratung werden hierbei u. a. die Kundenzufriedenheit, Empfehlungsbereitschaft, Betreuung nach dem Abschluss und Erreichbarkeit des Beraters verwendet.

Ausweis von einkalkulierten Kosten

Obwohl Versicherer den Versicherungsnehmer gemäß VVG-InfoV umfangreich über einberechnete Kosten informieren müssen, waren diese Angaben in der Vergangenheit kaum zwischen Anbietern vergleichbar. Mit Bezug auf private Riester- und Basisrentenprodukte schlägt das Gutachten des ZEW vor, zusammengefasste Kennzahlen zu verwenden, um die gesamte Kostenbelastung auszuweisen:¹¹⁴ Für die Ansparphase schlägt das Gutachten die Renditeminderung durch einkalkulierte Kosten vor (Reduction-in-Yield) und für die Rentenbezugsphase eine Gesamtkostenquote, welche angibt, wie stark der Barwert der Auszahlungen durch Kosten belastet wird. Ähnlich zur im ZEW-Gutachten vorgeschlagenen Reduction-in-Yield führten auch Allianz, DWS, Standard Life und Volkswohl Bund die Reduction-in-Yield als Kostengröße ein. Der Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft empfiehlt seinen Mitgliedern, die Reduction-in-Yield zum Ausweis von Kosten zu verwenden.¹¹⁵ Eine Managementbefragung des Beratungsunternehmens Simon-Kucher ergab, dass 70 % der Befragten erwarten, dass die Mehrheit der Gesellschaften den Vorreitern folgen wird.¹¹⁶

Erstellung von Risiko-Rendite-Profilen

Zukünftige Ablaufleistungen von Lebensversicherungen hängen von zahlreichen Faktoren ab und sind schwer zu prognostizieren. Dies liegt insbesondere daran, dass Lebensversicherungsprämien „vorsichtig“ kalkuliert werden, Versicherungsnehmer jedoch an den Gewinnüberschüssen des Versicherers zu beteiligen sind und die Produktperformance somit von der erwirtschafteten Kapitalanlagerendite abhängt. Zudem können im Produkt enthaltene Garantien die Prognose der Ablaufleistung erschweren. Um die tatsächliche Ablaufleistung darzustellen, entwickeln verschiedene Institutionen simulationsbasierte Prognosen, die Auskunft über die Häufigkeitsverteilung der Ablaufleistung geben sollen. Hierbei sind zu nennen:

- Volatium-Standard des Analysehauses Morgen und Morgen: Häufigkeitsverteilung über die Effektivverzinsung auf Basis standardisierter Umweltszenarien; bislang eingeführt von Canada Life, Alte Leipziger, Volkswohl Bund; 14 weitere Versicherer/Finanzdienstleister im Kompetenzbeirat.¹¹⁷

¹¹⁴ Siehe ZEW (2010).

¹¹⁵ Siehe GDV (2011).

¹¹⁶ Siehe VersicherungsJournal (2011).

¹¹⁷ Siehe <http://www.volatium.de/volatiumr-gremien>.

- MLP: Entwicklung eines Simulationstools gemeinsam mit dem Institut für Aktuarwissenschaften; Ermittlung von Konfidenzintervallen für die Ablaufleistung auf Basis stochastischer Simulationen.
- Entwicklung von Systemen zur Prognose von Häufigkeitsverteilungen der Effektivverzinsung durch weitere große Versicherer, wie Allianz oder ERGO.

Unsere Gespräche mit Anbietern ergaben, dass Experten die Darstellung von Effektivrenditen gegenüber absoluten Ablaufleistungen bevorzugen. Erfahrungen im Vertrieb haben gezeigt, dass die Darstellung absoluter Ablaufleistungen Kunden zu riskanten Produkten verführt, da in guten Szenarien durch den Zinseszineffekt extrem hohe Ablaufleistungen ausgewiesen werden. Zudem ist der Ausweis einer Effektivverzinsung kompatibel zur oben genannten Reduction-in-Yield.

Wir stellen fest, dass sich die aktuellen Entwicklungen vor allem auf freiwillige zusätzliche Informationen vor Vertragsabschluss beziehen, während sich das Reporting gegenüber dem Kunden nach Vertragsabschluss an den gesetzlichen Anforderungen orientiert. Vereinzelt machen Anbieter auch hier weitere freiwillige Angaben, bspw. Leistungen in zukünftigen Vertragsjahren bei Rückkauf, Beitragsfreistellung oder -fortsetzung. Dies kann insbesondere bei „jungen“ Verträgen eine große Menge an Zahlen mit sich bringen. Andere Anbieter machen freiwillige Angaben über die prognostizierte Ablaufleistung bei Veränderung der Überschussbeteiligung um einen Prozentpunkt.

Es ist auch anzumerken, dass der Ausweis von Kosten in Form der Reduction-in-Yield alleine im Rahmen der Finanzplanung des Kunden keine hinreichende Information darstellt, sondern vor allem die zu erwartende Effektivverzinsung nach sämtlichen Kosten. Der standardisierte Ausweis der Reduction-in-Yield ist daher nur insofern zu befürworten, als dass er den Wettbewerb befördern und einen Anreiz zur Reduktion von Kostenmargen geben könnte.

Wir halten fest, dass Versicherungskunden auf Initiative des Regulierers und auch der Anbieterseite eine zunehmende Produkttransparenz erhalten. Mit diesen Informationen werden die Kunden tendenziell in eine bessere Lage versetzt, nachvertraglich einzuschätzen, ob das gekaufte Produkt im Wettbewerbsvergleich ein befriedigendes Renditeprofil nach Kosten hat. Im markanten Unterschied zum Wertpapierfall ist diese Information jedoch nur von bedingter Relevanz für den betroffenen Versicherungskunden. Denn erstens hat dieser selbst bei unbefriedigendem Renditeprofil kaum Möglichkeiten, das Produkt zu wechseln. Die Storno-Gebühren sind häufig prohibitiv hoch. Und zweitens ist die Renditeinformation nur ein sehr schwacher Indikator für die Beratungsqualität. Der Berater hat typischerweise keinen

Einfluss auf das Renditeprofil, und die Frage, ob die vom Berater gegebenenfalls forcierte Entscheidung, genau jenen Versicherungsvertrag abzuschließen, zum Vertragszeitpunkt die richtige war, kann weder durch das Renditeprofil noch durch die gesetzlich geforderten Informationen hinreichend beantwortet werden.

IV.2 Bestandsaufnahme weitere Anbieter

Neben Banken und Versicherungen gibt es eine Reihe von Institutionen, die Instrumente zur Messung von Risiko und Rendite von Anlageprodukten, und damit mittelbar auch zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung entwickelt haben. Hier sind insbesondere Produkthanbieter wie Fondsgesellschaften, Emittenten von Zertifikaten, Internetportale und kommerzielle Softwarehäuser, Testinstitute sowie Wissenschaftler zu nennen. Bei den Produkthanbietern ist es meist Zielsetzung, den Anleger sowohl vor als auch nach dem Kauf einer Anlage über deren Wertentwicklung und partiell auch über deren Risiko zu informieren. Hier lassen sich Parallelen zur nachvertraglichen Messung von Kundennutzen der Anlageberatung ziehen. Ansätze der Wissenschaft im Finanzbereich führen wir im Folgenden nicht explizit auf, sondern verweisen hierfür auf die ausführliche Diskussion in Kapitel 2.

IV.2.1 Produkthanbieter

Bei den Produkthanbietern haben insbesondere Produzenten von Anlagefonds und Zertifikaten relativ weitreichende Standards zur Offenlegung von Rendite- und Risikoinformationen entwickelt.

Offenlegung von Performance (Rendite und Risiko) durch Fondsanbieter

Bei Anlagefonds hat sich mit den Global Investment Performance Standards (GIPS) ein freiwilliges Regelwerk etabliert, das unter anderem das Ziel verfolgt, „weltweit akzeptierte Standards zur Berechnung und Präsentation der Investmentperformance“ zu schaffen.¹¹⁸ Sie wurden das erste Mal im Jahre 2005 veröffentlicht. Teilnehmende Länder verpflichten sich, die Richtlinien und Empfehlungen der GIPS als „einzig gültigen Standard zur Präsentation der Investment Performance [von Asset Managern] zu übernehmen“.¹¹⁹ Im Jahre 2010 nahmen 32 Länder an dem Programm teil.

Der vor dem Hintergrund dieser Studie interessanteste Aspekt der GIPS-Standards ist die Vereinheitlichung der Berechnung und Darstellung von Investmentperformance und damit der Berechnung von Risiko-Rendite-Profilen und deren Ausweis.¹²⁰ Während in der

¹¹⁸ Siehe CFA Institute (2005), deutsche Ausgabe.

¹¹⁹ Krahwinkel (2010).

¹²⁰ Die folgenden Ausführungen basieren auf den GIPS-Standards 2010 (CFA Institute, 2010).

Vergangenheit der Fokus der GIPS auf Definition von Performance auf Rendite lag, werden in den GIPS-Standards 2010, die Anfang 2011 in Kraft getreten sind, auch Anforderungen zu Risikoberechnung und -ausweis gestellt. Der Mindeststandard ist die Veröffentlichung einer Historie jährlicher Performance der letzten 5 Jahre, die sukzessive auf 10 Jahre ausgebaut werden soll. Diese Historie umfasst unter anderem den Wert des betreffenden Anlagefonds zum Jahresende, die jährliche Rendite, das historische Risiko sowie den Vergleich mit der Rendite eines adäquaten Vergleichsindex (siehe Abbildung 15).¹²¹ Hinsichtlich der Renditeberechnung werden klare Vorgaben gemacht. Diese hat auf Basis von zeitgewichteten Renditen nach Kosten zu erfolgen (siehe auch unsere Ausführungen zur Renditemessung vor dem Hintergrund der Messung des Kundennutzens in Kapitel 2 - Abschnitt II). Das Risiko soll laut GIPS-Standards auf Basis der Standardabweichung monatlicher Portfoliorenditen über einen Zeitraum von drei Jahren sowohl für den betreffenden Anlagefonds als auch für den Vergleichsindex berechnet und ausgewiesen werden (siehe Kapitel 2 - Abschnitt III mit Beschreibung der Standardabweichung und weiterer Risikomaße).¹²² Eine Reihe von Empfehlungen umfasst zum Beispiel den noch detaillierteren Ausweis von Fondsrenditen.

Abbildung 15: GIPS-konformes Performancereporting (Beispiel)¹²³

Investment Firm
Balanced Growth Composite
1 January 2002 through 31 December 2011

Year	Composite Gross Return (%)	Composite Net Return (%)	Custom Benchmark Return (%)	Composite 3-Yr St Dev (%)	Benchmark 3-Yr St Dev (%)	Number of Portfolios	Internal Dispersion (%)	Composite Assets (\$ M)	Firm Assets (\$ M)
2002	-10.5	-11.4	-11.8			31	4.5	165	236
2003	16.3	15.1	13.2			34	2.0	235	346
2004	7.5	6.4	8.9			38	5.7	344	529
2005	1.8	0.8	0.3			45	2.8	445	695
2006	11.2	10.1	12.2			48	3.1	520	839
2007	6.1	5.0	7.1			49	2.8	505	1,014
2008	-21.3	-22.1	-24.9			44	2.9	475	964
2009	16.5	15.3	14.7			47	3.1	493	983
2010	10.6	9.5	13.0			51	3.5	549	1,114
2011	2.7	1.7	0.4	7.1	7.4	54	2.5	575	1,236

Rendite (vor und nach Kosten)
Benchmarkrendite
Risiko (Standardabweichung)

¹²¹ Ein Benchmark ist ein passender Vergleichsindex, um die Performance des Fondsmanagements einschätzen zu können (siehe auch Kapitel 2, Abschnitt V).

¹²² Wobei Firmen die Möglichkeit haben, zusätzlich ein alternatives Risikomaß zu verwenden, sofern sie die Standardabweichung als nicht adäquat erachten.

¹²³ Quelle: CFA Institute (2010).

Trotz klarer Vorteile sowohl für die Anbieter- als auch für die Investorenmenseite werden die GIPS-Standards nur begrenzt eingesetzt bzw. von Investoren eingefordert. In einer vom BVI im Jahre 2009 durchgeführten Studie unter 33 Investment-Gesellschaften waren nur 16 Teilnehmer GIPS-konform und wurden auf die Einhaltung der Richtlinien und Empfehlungen verifiziert.¹²⁴ Nur sechs weitere streben laut eigener Aussage in naher Zukunft eine Verifizierung an. So ist das derzeitige Reporting von Anlagefonds in Deutschland durch Heterogenität geprägt.

Für einen groben Marktüberblick haben wir das Reporting der vier größten deutschen Fondsgesellschaften verglichen¹²⁵ und dabei große Unterschiede insbesondere beim Risikoreporting festgestellt. Während alle Anbieter in ihrem Reporting ein Fondsporträt, Informationen zur historischen Wertentwicklung und der Fondsstruktur bieten, unterscheiden sich die Angaben im Detail. Die Dokumentation der Performance bezieht sich bei den meisten Anbietern auf die Bruttorendite. Die für den Privatinvestor primär interessante Nettorendite wird hingegen nur selten ausgewiesen. In den Fällen, in denen Nettorenditen dokumentiert werden, besteht zumeist nicht die Möglichkeit, den Betrachtungszeitraum anzupassen. Darüber hinaus werden abhängig vom Anbieter weitere Rendite- und Performancekennzahlen wie Alpha, Sharpe Ratio, Tracking Error oder Treynor Ratio publiziert, welche jedoch zwischen den unterschiedlichen Gesellschaften nicht direkt vergleichbar sind.

In Bezug auf einen Ausweis des unterliegenden Anlagerisikos ist festzustellen, dass alle Anbieter ihre Fonds in Risikoklassen einteilen. Diese sind leider anbieterspezifisch und daher zwischen den einzelnen Investmentgesellschaften nicht vergleichbar. So unterschieden sich unter anderem die verwendeten Definitionen (z. B. Risikoklasse 3 bei DWS: „erhöhte Volatilität“; bei AGI: „gewinnorientiert“, bei Union Investment: „erhöhtes Risiko“), die Skalen (z. B. DWS und AGI: Risikoklasse 1-4; Union Investment: Risikoklasse 1-5) und die Darstellungsformate (z. B. Union Investment: Farbskala; DWS: Zahlenskala). Bei den eigentlichen Risikokennzahlen gibt es ebenfalls Unterschiede im Typ und der Berechnungsperiode. Während manche Anbieter nur die Volatilität und den maximalen Verlust ausweisen, zeigen andere zusätzlich den Beta-Faktor und den Value at Risk (VaR). Hinzukommt, dass sich die Berechnungshorizonte der Risikokennzahlen zwischen den Gesellschaften teilweise unterscheiden. Diese variieren zwischen 1, 3 und 5 Jahren, eine individuelle Auswahl des Berechnungshorizontes durch den Investor ist meist nicht möglich.

¹²⁴ Siehe Lüders (2009), der sich auf Ergebnisse einer BVI-Umfrage bezieht.

¹²⁵ Es handelt sich dabei um DWS Investment, Union Investment, Fidelity Investment und Universal Investment.

Offenlegung von Performance (Rendite und Risiko) durch Zertifikateemittenten

Für Investmentzertifikate stellt sich die Offenlegung von Rendite- und Risikoinformationen einheitlicher dar als im Fondsbereich. Hier ist es den Branchenverbänden Deutscher Derivate Verband (DDV) und European Derivates Group (EDG) in den letzten Jahren gelungen, einige allgemein akzeptierte Standards zu etablieren.¹²⁶ Der DDV stellt beispielsweise einheitliche Informationen wie Ratings (EDG, IZA und Scope Rating) und Kenngrößen wie VaR sowie das Kurs-, Zins-, Währungs-, Emittenten- und Volatilitätsrisiko zur Verfügung.

Auch die Webseiten der Emittenten bieten den Investoren Möglichkeiten für den Produktvergleich. Zwar existieren auch hier Unterschiede, jedoch sind diese nicht so gravierend wie im Fondsbereich. Hier haben wir exemplarisch die Reportings bei den Discountzertifikaten der fünf größten Zertifikateemittenten¹²⁷ in Deutschland untersucht. Ein Beispiel für die Offenlegung von Risikokennzahlen ist die Dokumentation des Risikoratings der EDG („EDG-Rating“). Dieses Rating weisen 4 der 5 Anbieter aus und liefern eine detaillierte Definition inklusive Hinweis auf den DDV und ermöglichen somit eine Vergleichbarkeit aus Sicht der Investoren. Darüber hinaus bieten alle Anbieter eine Vielzahl an unterschiedlichen Renditekennzahlen, die auch in der Wahl der Betrachtungsperiode vergleichbar sind. Qualitative Unterschiede gibt es insbesondere bei den Reportings zum Basiswert und der Dokumentation unterschiedlicher Risikokennzahlen. So bietet zum Beispiel die Commerzbank einen kompletten Überblick über alle EDG-Risikokennzahlen (u. a. inklusive VaR, Zins-, Volatilität-, Bonität-, Währungs- und Kursrisiko), während diese mit Ausnahme des EDG-Ratings bei den meisten anderen Anbietern fehlen.

Die beschriebenen Ansätze lassen bereits erste Rückschlüsse auf etablierte Messgrößen zu, die sich zur Beurteilung der Ergebnisse der Geldanlage im Sinne von Rendite und Risiko anbieten. Solche Messgrößen könnten auch bei der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung eine zentrale Rolle spielen (siehe Kapitel 2).

¹²⁶ Der DDV umfasst 18 Zertifikate-Emittenten in Deutschland, welche mehr als 90 % des Gesamtmarkts repräsentieren. Die EDG gehört zur „vwd group“, einem Anbieter von Informations-, Kommunikations- und Technologielösungen für das Wertpapiergeschäft.

¹²⁷ Aufstellung nach Marktanteil: Commerzbank (17,6 %), Deutsche Bank (17,5 %), DZ Bank (15,5 %), WestLB (15,8 %), HypoVereinsbank (10,6 %); Stand 2010, Quelle: DDV (www.derivateverband.de).

IV.2.2 Internetportale und kommerzielle Softwarelösungen

Bei Internetportalen und kommerziellen Softwarelösungen, die zur Planung und Beurteilung der eigenen Finanzen dienen sollen, lassen sich Versuche zur direkten und indirekten Kundennutzenmessung der Beratung finden.

Im Internet haben sich in den letzten Jahren diverse Webseiten entwickelt, die Kunden einen Überblick über die Qualität von Anlageberatung verschaffen sollen, sowie weitere, die eine Beurteilung der eigenen Finanzen ermöglichen sollen. Auf der einen Seite gibt es Portale, auf denen Kunden nach Beratern suchen können und die Möglichkeit haben, ihre Berater entlang von vorgegebenen Kriterien zu bewerten.¹²⁸ Beispiele hierfür sind www.whofinance.de, www.censum.de oder www.vote4u.de. Das Geschäftsmodell dieser Seiten ist, dass Berater für Kundentermine, die über die jeweiligen Seiten vermittelt werden, eine Gebühr bezahlen. Dabei stellt vote4u eine Ausnahme dar. Hier bezahlen Berater, die in die Datenbank aufgenommen werden und sich auch bewerten lassen wollen, einen jährlichen Beitrag.

Der angestrebte Nutzen der Bewertungsportale liegt darin, dass potenzielle Beratungskunden auf Basis der Erfahrungen anderer Kunden den für sie passenden Berater identifizieren können. Ein offensichtlicher Nachteil solcher Portale ist, dass es zu verzerrten Ergebnissen kommt, zum Beispiel indem Berater nur solche Kunden auf die Bewertungsmöglichkeit hinweisen, von denen sie auch positives Feedback erwarten. Die Güte der bereitgestellten Informationen ist damit für den Verbraucher nur schwer überprüfbar. Außerdem stehen bei solchen Bewertungsverfahren eindeutig qualitative Aspekte im Vordergrund, weil davon auszugehen ist, dass die bewertenden Kunden nicht über das Risiko-Rendite-Profil ihres Depots und den Einfluss des Beraters auf dieses Profil aufgeklärt wurden. Solche quantitativen Ergebnisse der Anlageberatung können folglich nur als grobe Schätzungen in die Bewertung einfließen (siehe die Definition des Kundennutzens der Anlageberatung in Abschnitt I.2).

Auf der anderen Seite gibt es Webseiten, die Anleger zur Erfassung und Beurteilung des eigenen Depots nutzen können. Ein Beispiel ist das SENSIS-Konzept. Hier können Anleger die gegenwärtigen Bestandteile ihrer Depots erfassen, um im Gegenzug ein tagesaktuelles Risiko-Rendite-Profil zu erhalten. Zugrunde liegt eine relativ komplexe Methodik und die detaillierten Analyseergebnisse lassen sich nur mit dem entsprechenden Fachwissen sinnvoll interpretieren. Zudem müssen Nutzer die zugrunde liegenden Daten, die heute oftmals in

¹²⁸ Für einen Überblick über die Bewertungsportale sei auf einen Artikel in FONDS Professionell (2010) verwiesen.

nichtstandardisierter Form vorliegen (siehe Abschnitt IV.1), selbstständig eingeben. Ein solches Angebot richtet sich dementsprechend eher an erfahrene Anleger. Noch nicht durchgesetzt haben sich in Deutschland internetbasierte Plattformen, die eine umfassende Bewertung der eigenen Finanzen zulassen.¹²⁹ Hier haben sich insbesondere in den USA einige Anbieter etabliert, deren Ansätze auch für die Messung des Kundennutzens bzw. für eine im Idealfall darauf aufbauende stärkere Verbraucherautonomie zu erörtern sind (siehe Kapitel 3 - Abschnitt II).

Neben internetbasierten Lösungsansätzen ermöglichen verschiedene Anbieter kommerzieller Softwarelösungen Privatanlegern, die Performance ihrer Portfolien kontinuierlich zu überwachen.¹³⁰ Eine Auswertung der Rendite auch im Vergleich zu einem beliebigen Vergleichsindex ist für die Investoren mit diesen Programmen möglich. Ein separater Ausweis des Risikos bzw. einer Rendite-Risiko-Kennzahl der analysierten Portfolien ist allerdings nicht vorgesehen.¹³¹ Für erfahrene Anleger mit einem Basiswissen in der Bedienung von Computern stellen solche Lösungen sicher eine geeignete Möglichkeit dar, um den eigenen Anlageerfolg zu messen. Für Laien sind die Programme aufgrund der Komplexität der Bedienung wenig hilfreich. Zudem kann der Erwerb der Programme und insbesondere von Zusatzoptionen wie Datenpaketen, die beispielsweise für die Berechnung von Benchmarks benötigt werden, relativ kostspielig sein.

IV.2.3 Testinstitute („Mystery Shopping“)

Im Rahmen der Messung von Kundennutzen aus Anlageberatung hat in den letzten Jahren die Bedeutung des „Mystery Shopping“ zugenommen.¹³² So führt neben Banken (siehe Abschnitt IV.1) z. B. auch die Stiftung Warentest regelmäßig Untersuchungen basierend auf den Ergebnissen von Testkäufern („Mystery Shopper“) durch, um die Beratungsqualität und/oder die Einhaltung regulatorischer oder prozessualer Vorgaben stichprobenartig für bestimmte Institute oder Filialen zu überprüfen.¹³³ Auch die BAFIN plant verdeckte Testkäufe, um die Qualität der Anlageberatung zu überprüfen und zu sichern.¹³⁴ Die Ergebnisse des Mystery Shopping beziehen sich dabei auf die durchschnittlich zu erwartende Beratungsqualität eines Anbieters und können für Kunden einen Indikator für die Wahl eines Anbieters darstellen. Die Folge ist, dass durch den Einsatz des Instrumentariums des Mystery Shopping

¹²⁹ Im Vergleich für die USA siehe beispielsweise www.mint.com.

¹³⁰ Als Beispiele seien hier WISO Börse und Quicken genannt.

¹³¹ Diese Aussagen beziehen sich auf WISO Börse.

¹³² Zur Nutzung des Mystery Shopping siehe Mosch (2011).

¹³³ Für eine ausführliche Diskussion dieses Aspekts des Mystery Shopping siehe Mosch (2011).

¹³⁴ Siehe Mosch (2011).

möglicherweise ein Qualitätswettbewerb angeregt wird, der mittelfristig zu besseren Anlageentscheidungen führen könnte.

Für den einzelnen Kunden ist der persönliche Erkenntnisgewinn dagegen eher gering. Zum einen kann es sein, dass der überprüfte Testfall aufgrund des Fokus auf eine bestimmte, klar definierte Anlagesituation für ihn keine Anwendung findet und zum anderen erhält der Kunde durch die Testergebnisse keine Informationen, wie er seine persönliche Situation zu bewerten hat bzw. wie er sie verbessern kann. Darüber hinaus legt wissenschaftliche Forschung nahe, dass bei einmalig durchgeführten Testkäufen der Berater das Ziel verfolgt, den Kunden zu gewinnen und er sich deshalb stark an den vom Kunden offenbarten Präferenzen orientiert, was die Ergebnisse im Vergleich zum allgemeinen Fall verzerren kann.¹³⁵ Schlussendlich ist es im Allgemeinen aktuell nur möglich, im Rahmen des „Mystery Shoppings“ Rückschlüsse auf einen Anbieter jedoch nicht auf einen bestimmten Berater zu ziehen. Um das Problem der mangelnden Individualisierung und die möglichen Probleme eines einmaligen Testkaufes zu überwinden, bedürfte es sehr vieler Tester, die wiederholt alle Anbieter mit unterschiedlichen Szenarien testen. Dieses ist zu vertretbaren Kosten kaum vorstellbar.

IV.3 Bestandsaufnahme Kundenseite – Umfrage zu Kundenpräferenzen

Für die vorliegende Studie ist insbesondere die Kundensicht relevant. Die Messung und der Ausweis des Kundennutzens der Anlageberatung mithilfe verschiedener Instrumente und Kenngrößen machen nur dann Sinn, wenn entsprechende Informationen von Anlegern nachgefragt und verstanden werden und zudem handlungsinduzierend sind. Um in diesem Themenfeld eine solide Faktenbasis zu schaffen, haben wir im Rahmen unseres Projektes eine repräsentative Umfrage mit 611 deutschen Verbrauchern/-innen durchgeführt. Zielsetzung dieser Umfrage war es, die Einstellung von Verbrauchern/-innen gegenüber den Themen Geldanlage und Anlageberatung festzustellen und zu ergründen, inwieweit bestimmte qualitative und quantitative Kenngrößen des Kundennutzens aus Kundensicht wahrgenommen werden und die Anlageentscheidung und die Beraterwahl beeinflussen. Ergänzend zu dieser Umfrage haben wir mit einer ausgewählten Zahl von Anlageberatungskunden Tiefeninterviews durchgeführt, in denen wir hauptsächlich das Verständnis bestimmter Kennzahlen zum Kundennutzen überprüft haben. Die Ergebnisse dieser Tiefeninterviews sind in Kapitel 2 - Abschnitt IV dargestellt.

¹³⁵ Siehe Mullainathan et al. (2011).

Entwicklung des Fragebogens und Methodik

Zur Ermittlung von Kundenpräferenzen wurde ein umfassender strukturierter Fragebogen entwickelt, der sich in vier Themenbereiche gliedert: 1) Einstellung zum Thema Geldanlage, 2) Relevanz von Anlageberatung, 3) Wichtigkeit verschiedener Aspekte der Anlageberatung und 4) Relevanz von Informationen zu den Ergebnissen der Anlageberatung. Zudem wurden die allgemeine Zufriedenheit mit der Anlageberatung sowie demografische Informationen der Probanden, wie beispielsweise Bildungsstand und Einkommen, abgefragt.

Zu den vier Themenbereichen wurden verschiedene Fragen- bzw. Aussageblöcke definiert. Hierfür haben wir teilweise auf bestehende und etablierte Umfragen aus den Bereichen Finanzen, Verhaltensökonomie und Marketing zurückgegriffen.¹³⁶ Bei den meisten Fragen wurde eine 5er-Likert-Skala verwendet. Dies bedeutet, dass unsere Probanden fünf Antwortmöglichkeiten hatten, um ihre Zustimmung zu einer von uns definierten Aussage zu signalisieren. Hierbei geht die Bandbreite von 1 = „stimme der Aussage nicht zu“ über 3 = „weiß nicht, unentschieden“ bis 5 = „stimme der Aussage vollkommen zu“, wie in der folgenden Abbildung 16 aus dem Fragebogen ersichtlich ist.

Abbildung 16: Antwortmöglichkeiten im Fragebogen (Beispiel)

	stimme nicht zu				stimme vollkommen zu
Meine Kenntnisse beim Thema Geldanlage sind sehr umfassend	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Zur Validierung der zentralen Fragestellung unseres Fragebogens – nämlich der Wichtigkeit verschiedener Aspekte der Anlageberatung aus Kundensicht – haben wir zudem auf eine neuartige wissenschaftliche Methodik zurückgegriffen.¹³⁷ Im Rahmen eines in den Fragebogen eingebetteten Experimentes wurden Probanden mit einer realitätsnahen Entscheidungssituation zur Auswahl eines Anlageberaters konfrontiert, um so die tatsächliche Nachfrage nach bestimmten Informationen festzustellen (siehe Abbildung 17). Hierbei galt es, eine begrenzte Anzahl verdeckter Felder mit Informationen zu der Güte der zwei zur Auswahl stehenden Anlageberater aufzudecken. Zudem sollten die Probanden auf Basis der selbst ausgewählten Kriterien eine Entscheidung zugunsten eines Anlageberaters treffen. Somit konnten wir sowohl die Wichtigkeit verschiedener Informationen bzw. Kriterien aus Kundensicht testen als auch den Einfluss bestimmter Ausprägungen entlang dieser Kriterien auf die endgültige Auswahl eines Anlageberaters analysieren.

¹³⁶ Siehe beispielsweise die in Abschnitt III erwähnte SAVE Studie (Mannheimer Forschungsinstitut Ökonomie und Demographischer Wandel, 2008), die EVS (Statistisches Bundesamt, 2008) und das amerikanische „Survey of Consumer Finances“ (Federal Reserve, 2009).

¹³⁷ Siehe Berg et al. (2010).

Abbildung 17: In der Umfrage eingebettetes Experiment zur Auswahl von Anlageberatern



Umfrage Anlageberatung

Fortschritt 10%



Stellen Sie sich bitte vor, dass Sie nach einem Wohnortwechsel auch einen neuen Finanzberater suchen müssen. Sie haben für den Neuanfang all Ihr Finanzvermögen in Höhe von **100.000 Euro auf einem Girokonto** geparkt.


Nun möchten Sie Ihr Finanzvermögen in Höhe von 100.000 Euro langfristig anlegen. **Zwei Anlageberater von zwei verschiedenen Geldhäusern** stehen zur Verfügung, um Sie bei der **langfristigen Anlage des Geldes** zu unterstützen.

Ein unabhängiges und sehr verlässliches Testinstitut hat kürzlich die beiden Berater getestet und dabei mit viel Sorgfalt und Aufwand einige neuartige Informationen zu der Qualität der jeweiligen Beratungsleistung erhoben.

Die einzelnen Testergebnisse sind in der folgenden Tabelle zusammengefasst. **Das Institut nutzt Noten zur Bewertung der Qualität der Anlageberater.** Die Note 1 bedeutet eine weit überdurchschnittliche Leistung im gesamtdeutschen Vergleich, die Note 3 bedeutet durchschnittlich und die Note 5 bedeutet weit unter dem deutschen Durchschnitt.


Beispiel: Ein Berater bekommt die Note 1 bei dem Testkriterium "Wurde der Berater von seinen Kunden weiterempfohlen?". Dies bedeutet, dass der Berater eine weit überdurchschnittliche Leistung im gesamtdeutschen Vergleich hat.

- (1) Nehmen Sie sich bitte zunächst ein wenig Zeit, um sich mit allen 9 Testkriterien vertraut zu machen. Die Testkriterien sind in zufälliger Reihenfolge dargestellt.
- (2) Beginnen Sie dann damit, nacheinander Felder mit den für Sie **wichtigsten Informationen** (Informationen, die für Sie persönlich wichtig sind um sich für einen Berater zu entscheiden) so zu öffnen (Sie öffnen die Felder, in dem Sie auf die Felder klicken), bis Sie zu Ihrer Entscheidung kommen. Bitte öffnen Sie nicht mehr als 4 Felder.
- (3) Am Ende wählen Sie bitte den Berater aus, den Sie für Ihre bevorstehenden Anlageentscheidungen bevorzugen würden.



Umfrage Anlageberatung

Fortschritt 10%



Testkriterium	Berater 1	Berater 2
Wie umfangreich hat der Berater seine Kunden entlang eines Produktinformationsblattes über alle Produktmerkmale informiert (z.B. Produktkosten, Produktrisiko)?	3	1
Wie treffsicher hat der Berater mit seinem Kunden herausgearbeitet, wie viel Risiko er oder sie im Depot haben sollten?	3	1
Wie gut ist es dem Berater gelungen, das tatsächliche Risiko im Depot gemäß Kundenwunsch zu steuern ?	1	3
Wie hoch war im letzten Jahr die Rendite der vom Berater betreuten Depots, und zwar nach Abzug aller Kosten?	1	3
Wie kostengünstig (Provisionen, Gebühren und auch indirekte Kosten) war die Beratung im gesamtdeutschen Vergleich?	3	1
Wie sympathisch wurde der Berater von seinen Kunden empfunden?	5	1
Ist der Berater frei von Verkaufsdruck (Provisionen)?	3	1
Wurde der Berater von seinen Kunden weiterempfohlen ?	3	1
Wie viel Zeit hat der Berater mit seinen Kunden verbracht?	3	1

➔
 Berater 1
 Berater 2

Die Befragung wurde online-basiert in unserem Auftrag von einem etablierten Dienstleister in der Marktforschung, der auf Online-Studien spezialisiert ist, im Mai 2011 durchgeführt. Die 611 Probanden wurden hierfür auf Basis von Alter (18-80), Geschlecht, Region und Ausbildung ausgewählt und stellen damit eine repräsentative Stichprobe möglicher Kunden von Anlageberatung dar. Um trotz der Komplexität der Themen Geldanlage und Anlageberatung eine hohe Aussagekraft der Umfrage zu gewährleisten, wurde der Fragebogen sowie das eingebettete Experiment in einer ersten Durchführungsstufe mit 100 weiteren Probanden erprobt.¹³⁸

¹³⁸ Da nach der ersten Durchführungsstufe kleine Änderungen am Umfragedesign vorgenommen wurden, sind die Angaben dieser 100 Probanden nicht in die im Folgenden dokumentierten Ergebnisse eingeflossen.

Einstellung zum Thema Geldanlage

Unsere Untersuchung bestätigt, dass das Thema Geldanlage eine wichtige Rolle für Verbraucher/-innen spielt. Geldanlage wird von einer Mehrzahl als überdurchschnittlich wichtig wahrgenommen (*Mittelwert* von 3,50¹³⁹ auf der oben beschriebenen Skala von 1-5, im Folgenden M). Dies überrascht nicht, da die meisten Anlageformen eine weite Verbreitung erfahren. Eine Mehrheit der Befragten (97 %) hat bereits Erfahrungen mit mindestens einer der einfachen Anlageformen wie Spareinlagen, Termin- und Festgeld sowie kapitalbildenden Lebensversicherungen gesammelt. Auch Geldanlagen wie Aktien, Anlagefonds oder festverzinsliche Wertpapiere sowie weitere komplexe Anlageprodukte werden von mehr als der Hälfte der Befragten (51 %) genutzt. Grundsätzlich ist bei den deutschen Verbrauchern auch großes Interesse an der Geldanlage vorhanden (M = 3,41). Jedoch werden hierbei die eigenen Kenntnisse kritisch bewertet (M = 2,64).¹⁴⁰ Dies zeigt, dass sich die wissenschaftliche Einschätzung bezüglich Mängeln in der Finanzbildung auch in der Selbstwahrnehmung der Verbraucher/-innen wiederfindet, was wiederum das in Abschnitt II beschriebene Potenzial von Anlageberatung sowie auch den Ansatz zu mehr Transparenz und Information von Anlegern unterstreicht.

Relevanz von Anlageberatung

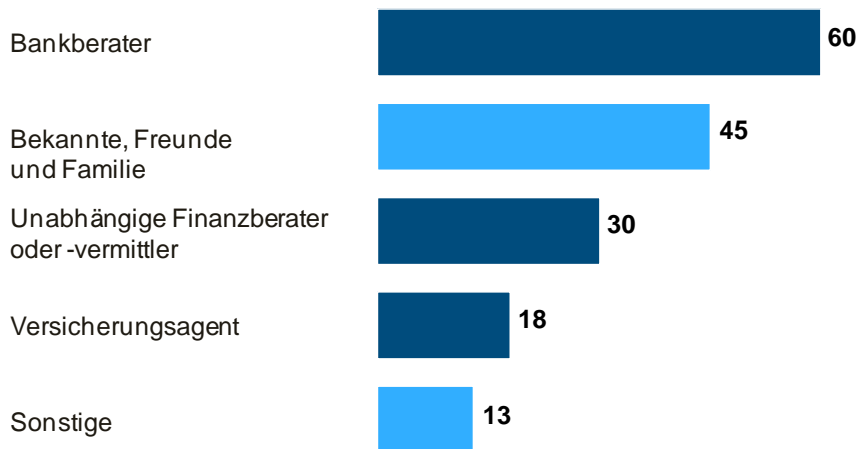
Unsere Ergebnisse verdeutlichen die Wichtigkeit von professioneller Anlageberatung. Die Mehrzahl der Befragten nimmt Anlageberatung in Anspruch. Die Frage „Ich lasse mich bei Anlageentscheidungen immer beraten“ wurde mit einem Mittelwert von 3,55 beantwortet. In Summe lassen sich etwa 75 % der Verbraucher/-innen von Anlageberatern bei ihren Anlageentscheidungen beraten (60 % von Bankberatern, 30 % von unabhängigen Finanzberatern oder -vermittlern sowie 18 % von Versicherungsagenten; Mehrfachnennungen möglich) (siehe Abbildung 18). Zudem spielt die Beratung durch Bekannte, Freunde und Familie für 45 % der Befragten eine Rolle. Insbesondere die Beratung durch den Bankberater wird als wichtig empfunden (M = 3,46) und von den betreffenden Personen in der Mehrzahl regelmäßig (d. h. mindestens 1-2 Mal im Jahr) wahrgenommen. Diese Ergebnisse decken sich mit vorherigen Studien zur Relevanz von Anlageberatung, die auf ähnlich hohe Werte bei der Inanspruchnahme von Anlageberatung kommen und die Bedeutung von Bankberatern unterstreichen (siehe Abschnitt III).

¹³⁹ Um die Signifikanzen der Mittelwerte zu testen, wurde der etablierte t-test verwendet.

¹⁴⁰ Die bereits in Abschnitt III zitierten Studien von DG SANCO (2010) und Fidelity (2009) unterstreichen, dass deutsche Anleger ihre eigene Finanzbildung kritisch sehen.

Abbildung 18: Wichtigkeit von verschiedenen Anbietern von Anlageberatung in %

Frage: Von wem lassen Sie sich bei Anlageentscheidungen beraten?



Angaben in Prozent (n=611); Mehrfachnennungen möglich, die Antwortmöglichkeit "keine Aussage möglich" wurde von 13 Prozent der Befragten angekreuzt

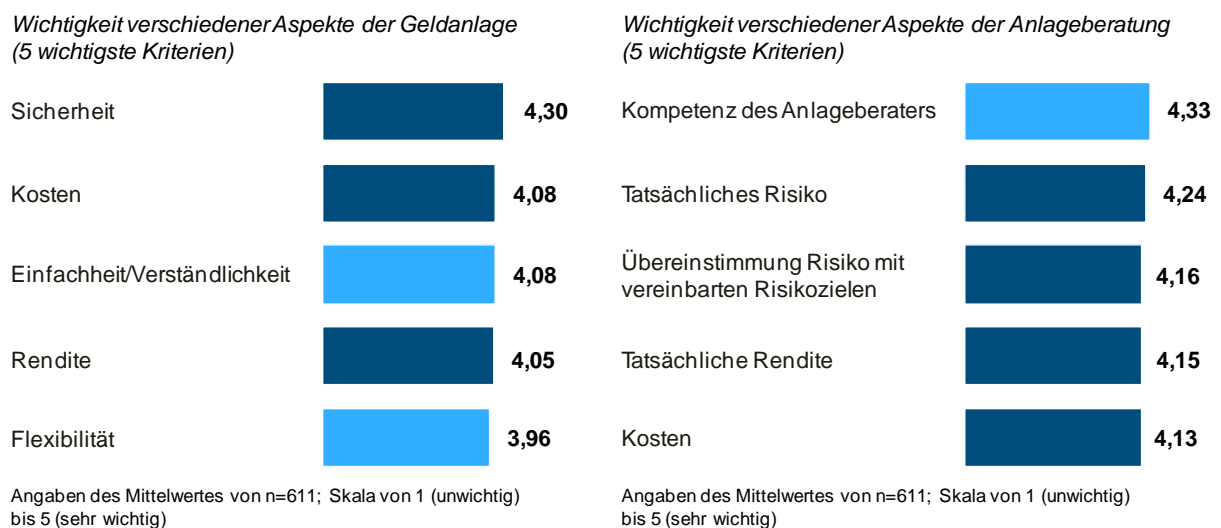
Der Anlageberatung wird eine wichtige Rolle für die eigenen Anlageentscheidungen beigemessen ($M = 3,78$). Tendenziell werden Anlagevorschläge auch umgesetzt ($M = 3,09$), was darin begründet liegt, dass das Vertrauen in den eigenen Anlageberater hoch ist ($M = 3,27$). Dies ist ein weiterer Beleg für die Relevanz von Anlageberatung für die Anlageentscheidungen von Privatanlegern. Auch hier sind andere Studien zu ähnlichen Ergebnissen gekommen (siehe Abschnitt III). Das auch nach der Finanzkrise weiterhin ungebrochene Vertrauen in den *eigenen* Anlageberater unterstreicht das Potenzial von Beratung, auf Entscheidungen positiv Einfluss zu nehmen und etwaige Investmentfehler von Privatanlegern zu korrigieren. Im Allgemeinen äußern die Verbraucher/-innen jedoch ein gewisses Maß an Skepsis gegenüber der Anlageberatung, was sich darin niederschlägt, dass eine Mehrzahl dazu tendieren würde, Anlagevorschläge von Beratern grundsätzlich kritisch zu hinterfragen ($M = 2,28$). Auch hier lässt sich wiederum das Informationsbedürfnis der Verbraucher/-innen erkennen.

Wichtigkeit verschiedener Aspekte der Anlageberatung

Die quantitativen, messbaren Aspekte der Geldanlage und der Anlageberatung stehen offensichtlich für den Verbraucher im Vordergrund. Dabei ist das Thema Sicherheit (Risiko) von besonders großem Verbraucherinteresse. Aber auch Kosten und Rendite spielen eine hervorgehobene Rolle bei Anlageentscheidungen und auch bei der Wahl von Anlageberatern. Bei der Geldanlage sind Verbrauchern verschiedene Dimensionen wichtig, wobei Sicherheit (Risiko) ($M = 4,30$), Kosten ($M = 4,08$) und Einfachheit, Verständlichkeit ($M = 4,08$) sowie

Rendite (M = 4,05) besonders wichtig erscheinen.¹⁴¹ Die Ergebnisse der Abfrage der aus Kundensicht relevanten Aspekte bei der Anlageberatung spiegelt dies wider. Hier steht zwar die Kompetenz des Anlageberaters an erster Stelle (M = 4,33), es folgen jedoch das tatsächliche Risiko der vorgeschlagenen Anlagen (M = 4,24), die Übereinstimmung des tatsächlichen Risikos mit den beim Kauf der Anlage vereinbarten Risikozielen (M = 4,16) sowie Rendite- und Kostenaspekte (siehe Abbildung 19). Unsere Studie bestätigt bzw. konkretisiert somit die Ergebnisse früherer Untersuchungen mit ähnlichen Fragestellungen. Risiko bzw. Sicherheit stehen beispielsweise auch bei den Ergebnissen der Umfragen der DAB Bank und DG SANCO an erster Stelle, d. h., sie haben aus Sicht des Anlegers Priorität bei Anlageentscheidungen.¹⁴²

Abbildung 19: Wichtigkeit verschiedener Aspekte der Geldanlage und der Anlageberatung aus Anlegersicht



Das von uns durchgeführte Experiment bestätigt diese Ergebnisse in weiten Teilen. Informationen zum Risiko – sowohl vorvertraglich als auch zur tatsächlichen Fähigkeit des Anlageberaters, Risiko erfolgreich zu managen – sowie Informationen zu Kosten werden besonders häufig im Hinblick auf die Auswahl eines Anlageberaters nachgefragt. Auf Basis einer ersten Variante unseres Experiments, bei dem einzelne Felder mit Informationen zu verschiedenen Anlageberatern aufgedeckt werden können und das damit eine echte Entscheidungssituation simuliert, ergibt sich folgendes Bild. Die Aufklärung zu Produktkosten und -risiken sowie die tatsächliche Fähigkeit des Beraters, Risiko gemäß Kundenwunsch zu steuern, gehört bei mehr als 70 % der Verbraucher/-innen zu den wichtigen Entscheidungskriterien bei der Wahl eines Anlageberaters. Die in der Vergangenheit

¹⁴¹ Es folgen: Flexibilität (Laufzeit, Liquidität) (M = 3,96), Übereinstimmung mit eigenen Wertvorstellungen (soziale, ethische und ökologische Aspekte) (M = 3,77) und steuerliche Aspekte (M = 3,60).

¹⁴² Siehe DAB Bank (2004) und DG SANCO (2010).

tatsächlich erzielte Rendite und die Kosten der Beratung wurden von jeweils 69 % und 63 % der Befragten bei der Entscheidungsfindung aufgedeckt und gehören damit offensichtlich auch zu wichtigeren Aspekten bei der Auswahl eines Anlageberaters. In einer zweiten Variante des Experiments bestätigen sich diese Ergebnisse. Hierbei konnten die Probanden bis zu vier Kriterien auswählen, die sie als besonders wichtig für ihre Entscheidung erachteten. Wiederum liegen Risiko-, Kosten- und Renditeaspekte auf den vorderen Plätzen (siehe Abbildung 20).

Die Ergebnisse unseres Experiments decken sich in großen Teilen mit den Ergebnissen der bereits zitierten Studie der DAB Bank, in der die wichtigsten Kriterien bei der Auswahl einer Bank abgefragt wurden.¹⁴³ Hier stand die Verständlichkeit der Informationen an oberster Stelle (93,1 %), dicht gefolgt von günstigen Konditionen (92,1 %), Transparenz der Kosten (91,6 %) und Neutralität der Beratung (91,1 %). Auch hier wurden weiche Faktoren wie Rund-um-die-Uhr-Erreichbarkeit (52,1 %) sowie Name und Image der Bank (42,5 %) als weniger wichtig erachtet. Die im Auftrag von Fidelity durchgeführte Studie kommt zu teilweise anderen Ergebnissen, wobei auch hier die Transparenz über Kosten und Gebühren an vorderer Stelle steht.¹⁴⁴ Hierzu ist anzumerken, dass wir im Gegensatz zu den anderen Studien explizit Risiko- und Renditeaspekte abfragen. Vergleichbare Ergebnisse auf Basis der Umfragemethodik sowie unseres Experiments unterstreichen zudem die Validität unserer Ergebnisse.

¹⁴³ Siehe DAB Bank (2004).

¹⁴⁴ Siehe Fidelity(2009). In der Fidelity Studie wurden als wichtigste Kriterien der Beratung die Transparenz der Kosten und Gebühren (87 %, europäischer Durchschnitt: 81 %), die Zeit, die sich ein Berater für den Kunden nimmt (81 %, europäischer Durchschnitt: 77 %), sowie Verständlichkeit der Informationen (79 %, europäischer Durchschnitt: 78 %) genannt. Erst dann werden die regelmäßige Überprüfung der Portfolioentwicklung (69 %, europäischer Durchschnitt: 68 %) und die Transparenz der vom Berater erhaltenen Provisionen genannt (51 %, europäischer Durchschnitt: 59 %).

Abbildung 20: Wichtigkeit verschiedener Kriterien bei der Auswahl von Anlageberatern



Angaben in Prozent (n=611); es konnten maximal 4 Kriterien ausgewählt werden

Relevanz von Informationen zu den Ergebnissen der Anlageberatung

Unsere Ergebnisse weisen darauf hin, dass Verbraucher/-innen über ihren Anlageerfolg und damit implizit über die Ergebnisse der Anlageberatung informiert werden wollen. Hierbei wird eine jederzeitige Verfügbarkeit von Informationen bevorzugt ($M = 3,24$). Zudem scheint die Gesamtportfolioperspektive besonders relevant ($M = 3,49$) und auch Kostenaspekte spielen eine wichtige Rolle ($M = 3,85$). Kunden müssen nach eigenen Angaben nicht unbedingt direkt von ihrem Anlageberater über den Anlageerfolg informiert werden, sondern ziehen auch externe Informationen in Betracht ($M = 2,94$). Grundsätzlich scheinen Beratungskunden also den eigenen Anbieter nicht zwangsläufig als erste Informationsquelle für nachvertragliche Informationen wahrzunehmen, obwohl der Anlageberater als zentrale vorvertragliche Informationsquelle bei der Anlageentscheidung wahrgenommen wird. Dies kann auch der – wie in Abschnitt IV.1 dargestellt – aktuell teilweise sehr spärlichen nachvertraglichen Informationslage geschuldet sein. Diese wird jedoch von den meisten Kunden aktuell gar nicht als unzureichend wahrgenommen. Die Mehrzahl der Kunden sieht sich aktuell als ausreichend über die Flexibilität der eigenen Anlagen ($M = 4,00$), Risiko ($M = 3,95$), Rendite ($M = 3,95$), Kosten ($M = 3,82$), steuerliche Aspekte ($M = 3,78$) sowie soziale, ethische und ökologische Aspekte der Anlage ($M = 3,64$) informiert.

Dass sich Kunden ausreichend informiert fühlen, scheint zunächst verwunderlich angesichts der Tatsache, dass Kunden heute in der Regel kein Reporting über wesentliche Kenngrößen ihres Finanzportfolios erhalten (siehe Abschnitt IV.1). Vor allem erhalten Kunden in der Regel keine Informationen, die es ihnen erlauben würden, einen Vergleich zwischen verschiedenen Anbietern von Anlageberatung anzustellen. Zumindest die Kunden in unserer Umfrage scheinen dies jedoch nicht zu vermissen. Angesichts der in Abschnitt II.1 diskutierten geringen Finanzkompetenz in der Bevölkerung, die auch unsere Umfrage bestätigt, ist dies allerdings auch wenig verwunderlich. Die Diskrepanz zwischen der geringen objektiven Transparenz und der dennoch geringen aktuellen Erwartungshaltung der Kunden legt damit auch die Vermutung nahe, dass allein durch Marktkräfte zumindest in kurzer Frist keine marktweiten, wesentlichen Veränderungen in der Bereitstellung von Informationen zur Beratungsqualität eintreten werden. Auch unsere Erhebung bei den Anbietern zeigte, dass sich aktuell die Messung von Kundenzufriedenheit stark auf subjektive, emotionale Komponenten fokussiert.

IV.4 Bestandsaufnahme Rechtsrahmen – Anlegerschutz durch Information

Der geltende Rechtsrahmen für den Anlegerschutz am Kapitalmarkt ist gekennzeichnet durch die Herstellung von Transparenz vor Erwerb der Kapitalanlage. Der Anleger soll in die Lage versetzt werden, eine eigenverantwortliche Entscheidung zu treffen, welches Finanzprodukt er erwerben will.¹⁴⁵ Neben zahlreichen Gesetzesänderungen hat auch die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (BGH) die Anforderungen an die Quantität der Information stetig verschärft. Im Hinblick auf komplex strukturierte Anlageprodukte hat der BGH zuletzt formuliert, die Information müsse gewährleisten, „dass der Kunde im Hinblick auf das Risiko des Geschäfts im Wesentlichen den gleichen Kenntnis- und Wissensstand hat wie die ihn beratende Bank, weil ihm nur so eine eigenverantwortliche Entscheidung [...] möglich ist [...]“.¹⁴⁶

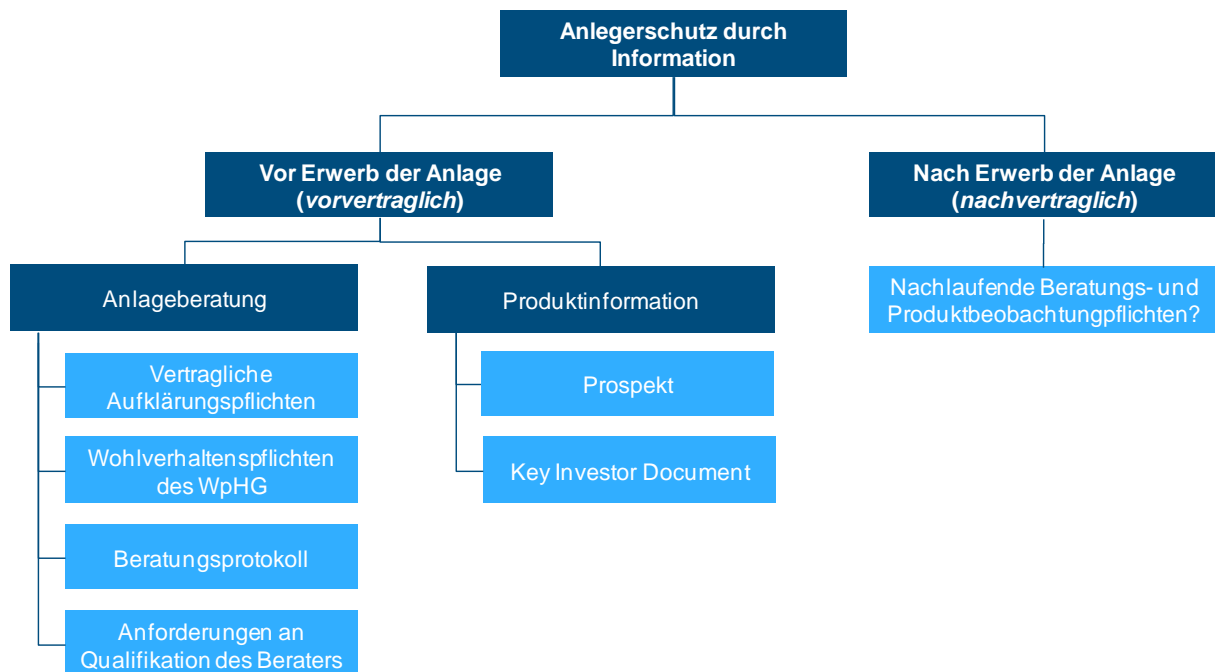
Die Information des Kunden wird nach geltendem Recht durch unterschiedliche Instrumente gewährleistet. Zum einen soll der Kunde vor Vertragsschluss vollständig und richtig beraten werden, wenn er die Dienstleistung eines fachkundigen Dritten in Anspruch nimmt. Diese „anleger- und anlagegerechte“ Beratung, die sowohl zivilrechtlich als auch aufsichtsrechtlich verankert ist, wird zusätzlich durch weitere Instrumente abgesichert. Hierzu zählen

¹⁴⁵ Siehe *Dieckmann*, WM 2011, 1153, 1153 (Anmerkung: Im folgenden Abschnitt weicht die Notation der Fußnoten leicht vom Rest unseres Berichtes ab, da wir uns an dieser Stelle an der gängigen juristischen Praxis orientieren).

¹⁴⁶ BGH v. 22.3.2011 (XI ZR 33/10), NJW 2011, 1949, 1952 (Rn. 29) – *Zinswette*.

insbesondere die – vorrangig zu Beweis Zwecken eingeführte – Pflicht zur Erstellung eines Beratungsprotokolls sowie – ab November 2012 – qualitative Anforderungen an die Sachkunde des Beraters. Zum anderen steht dem Kunden eine Fülle abstrakter Informationen (einschließlich der Auflistung möglicher Risiken) zu dem Produkt in Form von Prospekten und Informationsblättern zur Verfügung. All diese Informationen betreffen jedoch den Zeitraum vor dem Erwerb der Kapitalanlage (siehe Abbildung 21). Für den nachvertraglichen Bereich finden sich keine gesetzlichen Regelungen. Insbesondere im Zusammenhang mit Lehman-Zertifikaten ist zwar die Frage diskutiert worden, ob dem Kunden nach Erwerb des Produkts Informationsansprüche zustehen können. Von der Rechtsprechung ist dies bislang verneint worden.

Abbildung 21: Anlegerschutz durch Information – rechtliche Instrumente



Der Fokus der nachfolgenden Untersuchung liegt auf dem Rechtsrahmen im Hinblick auf den Erwerb von Wertpapieren im Sinne des § 2 Abs. 1 WpHG.¹⁴⁷ Danach sind

Wertpapiere [...] auch wenn keine Urkunden über sie ausgestellt sind, alle Gattungen von übertragbaren Wertpapieren mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, die ihrer Art nach auf den Finanzmärkten handelbar sind, insbesondere

1. Aktien,
2. andere Anteile an in- oder ausländischen juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen, soweit sie Aktien vergleichbar sind, sowie Zertifikate, die Aktien vertreten,
3. Schuldtitel,
 - a) insbesondere Genussscheine und Inhaberschuldverschreibungen und Orderschuldverschreibungen sowie Zertifikate, die Schuldtitel vertreten,
 - b) sonstige Wertpapiere, die zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren nach den Nummern 1 und 2 berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die in Abhängigkeit von

¹⁴⁷ Eine inhaltsgleiche Definition enthält § 1 Abs. 11 Satz 2 KWG.

Wertpapieren, von Währungen, Zinssätzen oder anderen Erträgen, von Waren, Indices oder Messgrößen bestimmt wird.

Wertpapiere sind auch Anteile an Investmentvermögen, die von einer Kapitalanlagegesellschaft oder einer ausländischen Investmentgesellschaft ausgegeben werden.

Inhaltlich werden von der Definition die wesentlichen Anlageprodukte für Privatanleger (Aktien, Rentenwerte, sie vertretende Zertifikate, Anlagefonds) ihrer rechtlichen Form nach erfasst. Bargeld und Bankeinlagen, die wir im Rahmen dieser Studie teilweise auch zu den Anlageprodukten zählen (siehe Abschnitt I.1), sind davon nicht betroffen. In einem gesonderten Exkurs am Ende dieses Abschnittes gehen wir auf gesetzliche Anforderungen zur Informationsübergabe durch den Versicherer vor und nach Abschluss einer Lebensversicherung ein (siehe Textbox 4).

IV.4.1 Anlageberatung

Im Zentrum der Information des Kunden steht die individuelle Anlageberatung. §§ 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG, 1 Abs. 1a Nr. 1a KWG definieren den Begriff der Anlageberatung als

die Abgabe von persönlichen Empfehlungen an Kunden oder deren Vertreter, die sich auf Geschäfte mit bestimmten Finanzinstrumenten beziehen, sofern die Empfehlung auf eine Prüfung der persönlichen Umstände des Anlegers gestützt oder als für ihn geeignet dargestellt wird und nicht ausschließlich über Informationsverbreitungskanäle oder für die Öffentlichkeit bekannt gegeben wird.

§ 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG definiert die Anlageberatung ferner als Wertpapierdienstleistung. Rechtliche Vorgaben für Inhalt und Qualität der Beratung ergeben sich insbesondere aus dem allgemeinen Vertragsrecht sowie gesetzlichen Spezialvorschriften des WpHG.

a) Informationspflichten aus dem Beratungsvertrag

Nimmt der Kunde ein Beratungsgespräch mit seiner Bank auf, das auf eine konkrete Anlageentscheidung des Kunden abzielt, kommt (zumindest stillschweigend) ein Beratungsvertrag zustande, der die Bank zur umfassenden Aufklärung und Beratung des Kunden verpflichtet. Das Pflichtenprogramm des beratenden Dienstleisters ergibt sich dabei zunächst aus den allgemeinen gesetzlichen Pflichten der §§ 280 ff., 675, 662 ff. BGB, 383 ff. HGB.

BGH: Bond und Zinswette

Das *Bond*-Urteil des BGH¹⁴⁸ hat diese Pflichten weiter konkretisiert und die Anforderungen an eine ordnungsgemäße Beratung näher spezifiziert. Als maßgeblich sieht der BGH dabei an, dass die Beratung anlegergerecht sowie anlagegerecht erfolgen muss.

¹⁴⁸ BGH v. 6.7.1993 (XI ZR 12/93), BGHZ 123, 126 – *Bond*; st. Rspr., vgl. BGH v. 7.10.2008 (XI ZR 89/07), BGHZ 178, 149 (Rn. 12); BGH v. 9.5.2000 (XI ZR 159/99), WM 2000, 1441, 1442; BGH v. 14.7.2009 (XI ZR

Die anlegergerechte Beratung soll eine an den persönlichen Verhältnissen des Kunden ausgerichtete Beratung sein, unter Berücksichtigung der wesentlichen kundenspezifischen Kriterien Wissensstand, Risikobereitschaft (sicherheitsorientiert, konservativ, gewinnorientiert, risikobewusst), Anlageziel und Erfahrungheit.

Anlagegerecht wird der Kunde demgegenüber nach Ansicht des BGH beraten, wenn er richtige und vollständige Informationen über alle Eigenschaften und Risiken des Anlageobjekts, die für die jeweilige Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind, zur Verfügung gestellt bekommt. Besonders hohe Anforderungen bestehen bei einer Beratung über komplexe Finanzinnovationen. In seiner *Zinswette*-Entscheidung vom 22.03.2011 hat der BGH zuletzt formuliert, die Information müsse gewährleisten, „dass der Kunde im Hinblick auf das Risiko des Geschäfts im Wesentlichen den gleichen Kenntnis- und Wissensstand hat wie die ihn beratende Bank, weil ihm nur so eine eigenverantwortliche Entscheidung [...] möglich ist [...]“.¹⁴⁹

Die Aufklärung soll den Anleger jedoch nur in die Lage versetzen, eine selbstständige Bewertung vornehmen und so eine eigenverantwortliche Entscheidung im Hinblick auf den Anlageerwerb treffen zu können. Mit der Aufklärung ist typischerweise keine Bewertung der zur Verfügung gestellten Informationen durch den Anlageberater geschuldet. Auch beinhaltet die Pflicht zur Aufklärung regelmäßig nicht, dem Vertragspartner die mit dem Vertragsschluss verbundenen Nachteile und Gefahren herauszustellen und gegen die Vorteile abzuwägen. Erforderlich ist jedoch, den Kunden auf mögliche Risiken aufmerksam zu machen, wobei sowohl allgemeine Risiken (Entwicklung des Kapitalmarktes und der Konjunkturlage) als auch spezielle Risiken, die aus den besonderen Umständen des konkreten Anlageobjekts resultieren, benannt werden sollen.¹⁵⁰

Kick-backs und Rückvergütungen

Nach neuer Rechtsprechung des BGH können insbesondere Erhalt und Umfang von Rückvergütungen zu den speziellen Risiken gehören, über die der Kunde aufgeklärt werden muss. Die Bank muss dem Kunden verdeckte Rückvergütungen, die sie umsatzabhängig aus den Ausgabeaufschlägen und jährlichen Verwaltungsgebühren der Fondsgesellschaft erhält („Kick-backs“), ungefragt beim Erwerb von Anteilen eines offenen Fonds offenlegen.¹⁵¹ Der Grund hierfür ist der besondere Interessenkonflikt der Bank, die durch die Art der Vergütung

152/08), WM 2009, 1647 (Rn. 49); BGH v. 22.3.2011 (XI ZR 33/10), NJW 2011, 1949, 1952 (Rn. 20) – *Zinswette*.

¹⁴⁹ BGH v. 22.3.2011 (XI ZR 33/10), NJW 2011, 1949, 1952 (Rn. 29) – *Zinswette*.

¹⁵⁰ BGH v. 6.7.1993 (XI ZR 12/93), BGHZ 123, 126 – *Bond*.

¹⁵¹ BGH v. 19.12.2006 (XI ZR 56/05), BGHZ 170, 226 – *Kick-backs*.

zum Verkauf dieser Produkte incentiviert wird. Dagegen müssen Vertriebsvergütungen als Teil der Innenprovision nicht offengelegt werden, wenn zutreffende Angaben im Prospekt enthalten sind und der Prospekt dem Anleger rechtzeitig übergeben wurde, denn bei ordnungsgemäß prospektierten Innenprovisionen könne der Anleger erkennen, dass die Gesellschaft die Beiträge dafür nicht endgültig vereinnahmt, sondern sie u. a. auch an den Anlageberater fließen.¹⁵² Ferner besteht keine Offenlegungspflicht für freie Anlageberater, denn hier sei der Interessenkonflikt dem Kunden erkennbar, da der freie Anlageberater gerade auf Provisionen angewiesen sei.¹⁵³ Von Rückvergütungen sind ferner reine Gewinnmargen aus dem Vertrieb der Anlage zu unterscheiden. Nach der Rechtsprechung des BGH ist über normale Innenprovisionen aufzuklären, wenn sie in erheblich überdurchschnittlicher Höhe (d. h. mehr als 15 %) fließen.¹⁵⁴ Im Übrigen soll über Innenprovisionen nach neuerer Rechtsprechung einiger Oberlandesgerichte nicht aufgeklärt werden müssen.¹⁵⁵

Inhalt und Formen der Aufklärung

Nach Inhalt und Form hat sich die Anlageberatung von folgenden Kriterien leiten zu lassen, die sowohl Gegenstand von Vorüberlegungen sein sollen als auch während der Beratung regelmäßig überprüft werden sollen:¹⁵⁶

- Der Berater muss die Anlageziele des Kunden, d. h. Risikopräferenz und Risikoprofil (welches Risiko wird um welcher Erhöhung der Renditeerwartung wegen akzeptiert) ermitteln (*know your customer*);
- der Berater muss den Anlagezweck ermitteln;
- der Berater muss die finanzielle Risikotragfähigkeit (Vermögen, Einkünfte und Verbindlichkeiten des Kunden, Herkunft und Höhe des regelmäßigen Einkommens, Liquidität des Vermögens, Fristigkeit der Verbindlichkeiten) ermitteln;
- der Berater muss die Kenntnisse und Erfahrungen des Kunden (wie häufig werden Geschäfte getätigt, welche Art von Geschäften wird getätigt, ggf. genügen auch Kenntnisse ohne Erfahrung, um den Pflichtenmaßstab des Anlageberaters herabzusetzen) ermitteln.

¹⁵² BGH v. 27.10.2009 (XI ZR 338/08), WM 2009, 2306 (Leitsatz und Rn. 31).

¹⁵³ BGH v. 15.04.2010 (III ZR 196/09), BGHZ 185, 185; OLG Düsseldorf v. 8.7.2010 (6 U 136/09), WM 2010, 1934.

¹⁵⁴ BGH v. 12.2.2004 (III ZR 359/02), BGHZ 158, 110.

¹⁵⁵ OLG Stuttgart v. 12.5.2010 (3 U 200/09), NZG 2010, 995; OLG Frankfurt v. 30.6.2010 (19 U 2/10), NZG 2010, 1073; OLG München v. 27.7.2010 (5 U 2100/10), WM 2010, 1798; zur Abgrenzung *Joß*, WM 2011, 1260 ff. m.w.N. zum Meinungsstand.

¹⁵⁶ Hierzu *Grundmann* in Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, Handelsgesetzbuch, Band 2, 2. Aufl. (2009), Bank- und Börsenrecht, Rn. VI 242-245.

Die Aufklärung über das Anlageprodukt selbst erfordert zunächst die vorherige ausführliche Informationsbeschaffung durch Beratungsdienstleister, denn in der Informationserhebung liegt zunächst die zentrale Erwartung an die Expertise der Wertpapierdienstleister. Er muss über alle Umstände informiert sein, die für das Anlagegeschäft von Bedeutung sind und über diese zeitnah aufklären. Fehlen dem Berater derartige Kenntnisse, so hat er das dem Kunden mitzuteilen und offenzulegen, dass er zu einer Beratung z. B. über das konkrete Risiko eines Geschäfts mangels eigener Information nicht in der Lage ist.¹⁵⁷

Die Art und Weise der Informationsvermittlung schließlich ist auf die Bedürfnisse des potenziellen Anlegers zuzuschneiden und richtet sich zudem insbesondere nach dessen Verständnissfähigkeit und Professionalität.¹⁵⁸ Unter Umständen ist dabei Zweckdienliches vereinfachend und zusammengefasst oder aber gerade detaillierter darzulegen. Die Information hat vom Berater aus, also eigeninitiativ zu erfolgen und rechtzeitig vor dem Geschäftsabschluss.

Durch Exploration der Kundenwünsche und Art und Weise der Informationsvermittlung soll eine ausreichende Individualisierung der Beratung gewährleistet werden. In der Praxis wird zur Eruiierung der erforderlichen Einschätzung des potenziellen Anlegers jedoch häufig mit sog. Wertpapiererhebungsbögen gearbeitet, die der Anleger ausfüllt. Auch versucht die Bankpraxis die Beratung von Anlegern zunehmend zu standardisieren, indem z. B. Informationsblätter verwendet werden. Die hierdurch vermittelte Informationsmenge für den Anleger, im Besonderen in Bezug auf komplexere Kapitalmarktprodukte, ist enorm. Sie soll den Anleger prinzipiell in die Lage versetzen, die für ihn richtige Anlageentscheidung zu treffen. Welche Qualität die Anlageberatung jedoch letztlich hatte, wird aus derartigen Unterlagen nicht deutlich.

b) Pflichten der Wertpapierdienstleister auf Grundlage der §§ 31 ff. WpHG

§§ 31 ff. WpHG statuieren neben den allgemeinen vertraglichen Pflichten bestimmte Verhaltenspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen, d. h. gem. § 2 Abs. 4 WpHG

Kreditinstitute, Finanzdienstleistungsinstitute und nach § 53 Abs. 1 Satz 1 des Kreditwesengesetzes tätige Unternehmen, die Wertpapierdienstleistungen [einschließlich Anlageberatung gem. § 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG] allein oder zusammen mit Wertpapiernebenleistungen gewerbsmäßig oder in einem Umfang erbringen, der einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Geschäftsbetrieb erfordert.

¹⁵⁷ BGH v. 6.7.1993 (XI ZR 12/93), BGHZ 123, 126 – *Bond*.

¹⁵⁸ *Grundmann* in Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, Handelsgesetzbuch, Band 2, 2. Aufl. (2009), Bank- und Börsenrecht, Rn. VI 246-251.

Diese sog. kapitalmarktrechtlichen Wohlverhaltenspflichten werden durch die WpDVerOV¹⁵⁹ weiter konkretisiert. Sie sind bei der Erbringung sämtlicher Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen einzuhalten. Sie gründen auf der allgemeinen Pflicht zur ordnungsgemäßen Information und Aufklärung und konkretisieren diese Pflicht durch Aufstellung konkreter Verhaltensanforderungen des Beratungsdienstleisters. Neben dieser allgemeinen Interessenwahrnehmungspflicht in § 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG und spezifischen Verhaltens- und Organisationspflichten (z. B. die Pflicht zur Vermeidung von Interessenkonflikten gem. § 31 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, das Verbot von Drittzuwendungen gem. § 31d WpHG, Anforderungen an die Compliance-Organisation gem. § 33 WpHG und die Pflicht zur *best execution* der Aufträge gem. § 33a WpHG) enthalten die §§ 31 ff. WpHG auch Vorgaben, die sich spezifisch auf die Beratungssituation beziehen.

Beispielsweise gebietet das allgemeine Irreführungsverbot in § 31 Abs. 2 WpHG, dass Informationen vor Vertragsschluss erteilt werden müssen und redlich, eindeutig und nicht irreführend sind, also insbesondere auch in verständlicher Form erteilt werden.¹⁶⁰ Ferner muss Werbung als solche erkennbar sein (§ 31 Abs. 2 Satz 2 WpHG).

Die Explorationspflicht gem. § 31 Abs. 4 S. 1 WpHG regelt das Einholen aller erforderlichen Informationen von Kunden durch den Beratungsdienstleister, damit dieser in die Lage versetzt wird, dem potenziellen Anleger ein geeignetes Finanzinstrument empfehlen zu können. Auf dieser Grundlage verlangt § 31 Abs. 4 S. 2 WpHG die Durchführung eines Geeignetheitstests (*suitability test*), inwiefern das Finanzinstrument für den betreffenden Kunden geeignet ist.¹⁶¹ Die Geeignetheit beurteilt sich danach, ob die Anlageziele des Kunden mit einem Finanzprodukt umgesetzt werden können, die Anlagerisiken für den Kunden finanziell tragbar sind und der Kunde entsprechend seiner Kenntnisse und Erfahrungen die Anlagerisiken versteht¹⁶². Ungeeignet können dabei sowohl das Finanzprodukt als auch die Transaktionsart, die Auftragsmerkmale oder auch die Frequenz von Transaktionen sein.¹⁶³

§ 31 Abs. 3 Nr. 1 bis 4 WpHG zählen außerdem auf, worauf sich die zu erteilenden Informationen im Rahmen der Anlageberatung beziehen müssen. Die Aufzählung ist nicht

¹⁵⁹ Verordnung zur Konkretisierung der Verhaltensregeln und Organisationsanforderungen für Wertpapierdienstleistungsunternehmen (Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung - WpDVerOV) vom 20.7.2007 (BGBl. I S. 1432).

¹⁶⁰ Begründung zum RegE FRUG, BT-Drucks. 16/4028.

¹⁶¹ Grundmann in Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn, Handelsgesetzbuch, Band 2, 2. Aufl. (2009), Bank- und Börsenrecht, Rn. VI 252.

¹⁶² Albrecht/Karahan/Lenenbach, Fachanwaltshandbuch Bank- und Kapitalmarktrecht (2010), § 43, Rn. 143.

¹⁶³ Albrecht/Karahan/Lenenbach, Fachanwaltshandbuch Bank- und Kapitalmarktrecht (2010), § 43, Rn. 143.

abschließend; zudem erfolgt eine Konkretisierung in §§ 4, 5 WpDVerOV. Im Wesentlichen ist der Kunde danach aber zu informieren über

1. das Wertpapierdienstleistungsunternehmen und seine Dienstleistungen,
2. die Arten von Finanzinstrumenten und vorgeschlagene Anlagestrategien einschließlich damit verbundener Risiken,
3. Ausführungsplätze und
4. Kosten und Nebenkosten.

Werden von einem Dritten Zuwendungen gewährt, müssen dem Kunden auch Existenz, Art und Umfang der getätigten oder erhaltenen Zuwendung offengelegt werden (sog. Transparenzgebot, § 31d Abs. 1 Nr. 1, 2 WpHG).

Die Wohlverhaltenspflichten des WpHG dienen primär dem institutionellen Anlegerschutz.¹⁶⁴ Ihre Einhaltung wird daher v. a. öffentlich-rechtlich überwacht. Gleichwohl misst der BGH ihnen Ausstrahlungswirkung auf das Zivilrecht und die private Rechtsanwendung zu. Insbesondere greift aber der BGH auf die §§ 31 ff. WpHG zurück, um den Pflichtenumfang des Wertpapierunternehmens aus dem Beratungsvertrag zu bestimmen¹⁶⁵. Insbesondere § 31d WpHG hat erheblichen Einfluss auf die Grundsätze über den Umgang mit verdeckten Zuwendungen (zur *Kick-back*-Rechtsprechung siehe oben S. 87).

c) Das Beratungsprotokoll

Diese materiellen Anforderungen werden durch das neu eingeführte Beratungsprotokoll ergänzt. Seit Anfang 2010 müssen Wertpapierdienstleistungsunternehmen über jede auf Finanzinstrumente bezogene Anlageberatung eines Privatkunden ein schriftliches Protokoll anfertigen und dem Kunden aushändigen (§ 34 Abs. 2a WpHG). Der Inhalt des Protokolls hängt nicht davon ab, über welches Produkt letztlich ein Geschäftsabschluss zustande kommt. Maßgeblich für die Protokollierung sind stattdessen alle Finanzinstrumente, die Gegenstand des Beratungsgespräches waren, unabhängig davon, ob ein Abschluss erfolgt oder nicht.¹⁶⁶ Ein Verzicht des Anlegers auf das Beratungsprotokoll ist nicht möglich. Selbst ein ausgesprochener Verzicht entbindet das Wertpapierdienstleistungsunternehmen nicht von der (aufsichtsrechtlichen) Protokollierungspflicht.¹⁶⁷

Den obligatorischen Inhalt des Beratungsprotokolls legt § 14 Abs. 6 WpDVerOV fest. Danach hat das Protokoll vollständige Angaben zu enthalten über

1. den Anlass der Anlageberatung,

¹⁶⁴ *Fuchs* in *Fuchs*, Kommentar zum WpHG (2009), vor §§ 31 – 37a Rn. 55 m.w.N.

¹⁶⁵ BGH v. 19.12.2006 (XI ZR 56/05), BGHZ 170, 226 (insbes. Rn. 20 ff.); ferner *Fuchs* in *Fuchs*, Kommentar zum WpHG (2009), vor §§ 31 – 37a Rn. 60 m.w.N.

¹⁶⁶ *Maier*, VuR 2011, 3.

¹⁶⁷ *Maier*, VuR 2011, 3.

2. die Dauer des Beratungsgesprächs,
3. die der Beratung zugrunde liegenden Informationen über die persönliche Situation des Kunden, einschließlich der nach § 31 Absatz 4 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes einzuholenden Informationen, sowie über die Finanzinstrumente und Wertpapierdienstleistungen, die Gegenstand der Anlageberatung sind,
4. die vom Kunden im Zusammenhang mit der Anlageberatung geäußerten wesentlichen Anliegen und deren Gewichtung,
5. die im Verlauf des Beratungsgesprächs erteilten Empfehlungen und die für diese Empfehlungen genannten wesentlichen Gründe.

sowie im Bedarfsfall besondere Angaben bei der Telefonberatung.

Das Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung,¹⁶⁸ mit dem die Protokollierungspflicht eingeführt wurde, versteht das Beratungsprotokoll als Mittel, die Durchsetzung von Ansprüchen aus einer Falschberatung zu verbessern. Mit dem Beratungsprotokoll habe der Anleger alle erforderlichen Beweismittel für die Geltendmachung eines Schadensersatzanspruches wegen Falschberatung in der Hand. Damit werde ihm die Prüfung und Durchsetzung etwaiger Ersatzansprüche erleichtert.¹⁶⁹ Auf diese Weise stehen dem Anleger zwar umfangreiche Informationen über den Inhalt des Beratungsgesprächs zur Verfügung. Dessen Qualität hat der Anleger jedoch selbst einzuschätzen, wenn er entscheiden möchte, ob er gegen den Berater vorgehen bzw. Rechtsrat hierzu einzuholen will.

d) Qualitative Anforderungen an die Sachkunde des Beraters

Zum 1.11.2012 tritt § 34d WpHG n. F. in Kraft. Die Vorschrift bestimmt, dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen Mitarbeiter nur dann mit der Anlageberatung betrauen dürfen, wenn diese sachkundig sind und über die für die Tätigkeit erforderliche Zuverlässigkeit verfügen.¹⁷⁰ Damit soll ein Mindestniveau bezüglich der an die Mitarbeiter gestellten Anforderungen sichergestellt werden.¹⁷¹ Mitarbeiter im Sinne der neuen Regelung sind Anlageberater, Vertriebsverantwortliche und Compliance-Beauftragte. Die Mitarbeiter sollen durch das Wertpapierdienstleistungsunternehmen in einer bei der BaFin neu einzurichtenden Datenbank registriert und ihr Tätigkeitsgebiet vor Aufnahme ihrer Tätigkeit angezeigt werden, § 34d Abs. 5 WpHG n. F.

Sachkunde soll nach dem Entwurf einer Rechtsverordnung, auf die § 34d WpHG n. F. verweist, u. a. dann vorliegen, wenn der Berater Kenntnisse und praktische Erfahrungen in

¹⁶⁸ BGBl. 2009, Teil 1 Nr. 50, S. 2512.

¹⁶⁹ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 16/12814, S. 14, 28.

¹⁷⁰ Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (AnSFuG), BGBl. 2011, Teil 1 Nr. 14, S. 538.

¹⁷¹ RegE zum AnSFuG, BT-Drucks. 17/3628, S. 22.

den Bereichen Kundenberatung, rechtliche Grundlagen der Anlageberatung sowie fachliche Grundlagen (Funktionsweise und Risiken der Finanzinstrumente) hat und nachweisen kann.¹⁷² Ferner gelten diverse Berufsqualifikationen als Nachweis ausreichender Sachkunde (u. a. Hoch- oder Fachhochschulabschluss, Abschluss bei der Sparkassenakademie).¹⁷³ Zuverlässig ist ein Mitarbeiter dann, wenn er innerhalb der letzten fünf Jahre vor Beginn der angezeigten Tätigkeit nicht wegen eines Verbrechens oder eines Vermögensdelikts, eines Urkundendelikts, einer Insolvenzstraftat oder einer Steuerhinterziehung rechtskräftig verurteilt worden ist.¹⁷⁴ Werden Beschwerden über die Tätigkeit eines Mitarbeiters erhoben, muss das Wertpapierdienstleistungsunternehmen diese der BaFin melden.

Noch unklar ist der Effekt der geplanten Neuregelung auf die Qualität der konkreten Anlageberatung. Die erhöhten Anforderungen an die Qualifikation von Beratern und deren Offenlegung beabsichtigen, die Beratungsqualität insgesamt zu steigern, und dienen damit letztlich auch dem Nutzen des einzelnen Kunden. Es bleibt zu hoffen, dass insbesondere die Anforderungen an die besondere Sachkunde dazu beitragen, dass sich im Laufe der Zeit ein Mindeststandard in der Beratungsqualität entwickelt. Ob ein hohes allgemeines Beratungsniveau dann im Regelfall auch einen Rückschluss des einzelnen Anlegers auf ein gutes Preis-Leistungs-Verhältnis der Anlageberatung und damit auf die Qualität der konkreten Beratungsleistung ermöglicht, lässt sich mit den bestehenden Mechanismen jedoch nur schwer feststellen.

IV.4.2 Produktinformation

Neben der individuellen Anlageberatung hat der Anleger die Möglichkeit, auf allgemein gehaltene Informationen über die Anlage zurückzugreifen. Das zentrale Anlegerinformationsdokument ist bei öffentlich angebotenen Wertpapieren der Prospekt. Dieser wird neuerdings durch den sog. Beipackzettel (*Key Investor Document*) ergänzt, der die wesentlichen Anlegerinformationen komprimiert und verständlich zusammenfassen soll.

a) Der Prospekt

Der Prospekt enthält umfangreiche Informationen über das emittierende Unternehmen und die angebotenen Wertpapiere. Er soll dem Anlageinteressenten als verlässliche Entscheidungsgrundlage dienen. Zugleich verfolgt er den Zweck, das Vertrauen in die

¹⁷² Entwurf einer Rechtsverordnung über den Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte oder als Compliance-Beauftragte und über die Anzeigepflichten nach § 34d des WpHG, abrufbar unter www.bafin.de unter dem Suchwort „Konsultation 14/2011“.

¹⁷³ § 4 des Entwurfs der Rechtsverordnung, a. a. O.

¹⁷⁴ § 6 des Entwurfs der Rechtsverordnung, a. a. O.

Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte zu schützen.¹⁷⁵ Daher regeln die Europäische Prospektverordnung¹⁷⁶, das WpPG (auf Grundlage der Prospektrichtlinie¹⁷⁷) und das BörsG die Voraussetzungen der Prospektspflichtigkeit einer Emission, regulieren seinen Inhalt und enthalten Haftungsvorschriften bei Verstößen. Vergleichbare Vorschriften für Anteile an Investmentvermögen enthält § 42 InvG, der in seiner jetzigen Form auf die OGAW- bzw. UCITS-IV-Richtlinie¹⁷⁸ zurückgeht.

Der notwendige Inhalt eines Prospekts muss den Grundsätzen der Prospektwahrheit, -klarheit, -vollständigkeit und -aktualität gerecht werden.¹⁷⁹ § 5 WpPG erfordert, dass der Prospekt alle Angaben enthalten muss, die notwendig sind, um dem Publikum ein zutreffendes Urteil über die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten, die Finanzlage, die Gewinne und Verluste, die Zukunftsaussichten des Emittenten und jedes Garantiegebers sowie über die mit diesen Wertpapieren verbundenen Rechte zu ermöglichen. Prospekte enthalten daher regelmäßig Angaben über spezifische Risikofaktoren für den Emittenten, seine Branche oder seine Wertpapiere, soweit sie für die Anlageentscheidung wesentlich sind, Erläuterungen über den Emittenten insbesondere hinsichtlich seiner Geschäftstätigkeit, Verwaltung, Aktionärsstruktur und seines Geschäftsergebnisses sowie über geprüfte Finanzinformationen, allem voran Jahresabschlüsse, aber auch Einzelheiten finanzieller Verschränkungen mit anderen Gesellschaften.¹⁸⁰

Der Umfang eines gewöhnlichen Verkaufsprospektes ist beträchtlich. Soll sich der Anleger zwischen verschiedenen Wertpapieren entscheiden können, wird von ihm die Lektüre gleich mehrerer Prospekte abverlangt. Die Durchschnittsprospekte werden deshalb von der Mehrheit der Anleger inhaltlich nicht voll erfasst werden. Gleichwohl verzichtet man auf dieses Instrument nicht etwa, sondern setzt auf die Vermittlungsfunktion von Finanzintermediären, welche die Prospekte auswerten und die darin enthaltene Information dem Endkunden vermitteln.

¹⁷⁵ Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2008), S. 236.

¹⁷⁶ Verordnung 2004/809/EG der Kommission vom 29.4.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung, ABl. EG L 149 v. 30.4.2004, S. 1

¹⁷⁷ Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EG L 345 v. 31.12.2003, S. 64.

¹⁷⁸ Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. EU L 302 v. 17.11.2009, S. 32; die Umsetzungsfrist endete nach Art. 116 am 1.7.2011.

¹⁷⁹ Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2008), S. 241.

¹⁸⁰ Langenbucher, Aktien- und Kapitalmarktrecht (2008), S. 242.

b) Key Investor Document (KID): Der Beipackzettel

Im Rahmen der Umsetzung der OGAW- bzw. UCITS-IV-Richtlinie wurde mit Blick auf den Investorenschutz bei harmonisierten Anlagefonds ein einheitliches *Key Investor Document* (KID) eingeführt. Es beinhaltet die wesentlichen Informationen über das Produkt und seine Risiken wie Kosten, Gebühren, eine Risiko-Ertrags-Maßzahl bzw. eine Risiko-Rendite-Profil (siehe Textbox 3) sowie Informationen über die vergangene Performance eines Fonds. Das KID ersetzt zugleich den bisher verwendeten vereinfachten Prospekt (OGAW bzw. UCITS-III-Modell¹⁸¹).

Das KID hat den Anspruch, ein investorenfreundliches Dokument zu sein, das klar, kurz und untechnisch aufgebaut ist. Es wird in die Landessprache des jeweiligen EU-Mitgliedstaates übersetzt, in dem der Fonds zum öffentlichen Vertrieb zugelassen ist. Der Investor kann in Papierform oder über eine Veröffentlichung im Internet Kenntnis erhalten.¹⁸² Ziel des KID ist es, den Investoren einen Vergleich von Produkten zu ermöglichen bzw. zu erleichtern. Um dies zu erreichen, soll das KID im Vergleich zu dem bisher verwandten vereinfachten Prospekt in seiner Struktur für alle Fonds einheitlich aufgebaut und besser verständlich sein.

Die Umsetzung der Richtlinie durch den deutschen Gesetzgeber geht über den Anwendungsbereich der Richtlinie hinaus. Wegen der vergleichbaren Interessenlage gelten die Vorschriften, insbesondere im Hinblick auf das KID, auch für nicht harmonisierte Fonds („Nicht-OGAW-Fonds“).¹⁸³ § 31 Abs. 3a WpHG, eingeführt durch das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz,¹⁸⁴ erstreckt dieses Erfordernis auf alle Finanzinstrumente.

Der sogenannte Beipackzettel enthält Informationen über

- die Art des Anlageprodukts,
- seine Funktionsweise,
- die damit verbundenen Risiken,

¹⁸¹ Richtlinie 2001/107/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.01.2002 zur Änderung der Richtlinie 85/611/EWG des Rates zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) zwecks Festlegung von Bestimmungen für Verwaltungsgesellschaften und vereinfachte Prospekte, ABl. EU L 41 v. 13.02.2002, S. 20, vgl. insbes. Art. 28 und Schema C in Anhang I.

¹⁸² Pressemitteilung Nr. 044 des BMELV v. 11.02.2011, abrufbar unter www.bmelv.de, Suchbegriff „Pressemitteilungen“.

¹⁸³ Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmter Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren vom 22.06.2011, BGBl. 2011, Teil 1 Nr. 30, S. 1126.

¹⁸⁴ Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts vom 05.04.2011 (BGBl. 2011, Teil 1 Nr. 14, S. 538).

- die Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen sowie
- die mit der Anlage verbundenen Kosten.

Nach § 5a WpDVerOV soll der Beipackzettel bei nicht komplexen Finanzierungsinstrumenten nicht mehr als zwei DIN-A4-Seiten umfassen, in allen übrigen Fällen nicht mehr als drei.

Neben allen Wertpapieren soll das Produktinformationsblatt nach dem am 06.04.2011 verabschiedeten Gesetzentwurf zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagerechts (sog. „Graumarkt-Gesetz“)¹⁸⁵ auch für den Bereich des sog. Grauen Kapitalmarktes eingeführt werden, mithin auch für alle nicht in Wertpapieren verbrieften Vermögensanlagen.

Damit adressiert das KID zwar das Problem der (zu) hohen Informationsfülle des Prospekts. Wie der Prospekt ist es jedoch ein Instrument der (abstrakten) Anlageinformation. Es findet jedoch – im Gegensatz zur Anlageberatung – keine individuelle Prüfung statt, ob das Produkt überhaupt zum Anleger passt.

Textbox 3: Risiko-Rendite-Profil („Synthetic Risk and Reward Indicator“ SRRI) laut OGAW-/UCITS-IV-Richtlinie

Das im Haupttext beschriebene *Key Information Document* (KID) enthält ein Risiko-Rendite-Profil, den sogenannten „Synthetic Risk and Reward Indicator“ (SRRI). Der synthetische Indikator soll auf alle Typen von UCITS-Fonds angewandt werden. Anhand von diesem sollen Investoren ein verständliches Bild des Risiko-Rendite-Profiles eines Anlagefonds erhalten. Die Methodik zur Berechnung des synthetischen Indikators ist fest vorgeschrieben, um alle UCITS-Fonds nach einheitlichen Kriterien klassifiziert und für die Kunden vergleichbar machen zu können.

- Methodik
 - Die Berechnung basiert auf der Volatilität bzw. der Standardabweichung. Anhand der historischen wöchentlichen oder monatlichen Renditen eines Fonds in den letzten 5 Jahren wird die Volatilität kalkulatorisch ermittelt (abweichende Berechnungen von Volatilitäten sind für Fonds mit fehlender Historie, für Fonds mit vorgeschriebenen Risiko-Rendite-Profilen und für strukturierte Produkte gestattet).
 - Der synthetische Indikator transferiert die ermittelte Volatilität in eine ganzzahlige Skala von 1 bis 7. Eine niedrige Zahl impliziert dabei ein Produkt mit niedrigem Risiko und mit üblicherweise niedrigen Renditen; analog steht eine hohe Zahl für ein Produkt mit höherem Risiko, jedoch auch mit höheren Renditeerwartungen.
 - Die Intervalle, anhand derer die ermittelten Volatilitäten den 7 Kategorien zugeteilt werden, sind nicht einheitlich breit. Dabei erfolgt die Einteilung in die verschiedenen

¹⁸⁵ Gesetzentwurf der BReg., BT-Drucks. 17/6051.

Risikoklassen mit dem Ziel, über die Zeit relativ stabile Risikoklassifizierungen zu erhalten. Gleichzeitig soll eine breite Verteilung der Fonds über die Risikoklassen generiert werden, sodass diese zur Unterscheidung der Fonds dienen können.

- Im KID hat eine klare Zuordnung des Fonds zu einer Risikokategorie zu erfolgen. Sobald sich die Volatilität des Fonds über die vergangenen 4 Monate signifikant verändert hat (z. B. durch Veränderung der Anlagestrategie oder des Marktumfelds), müssen die Risikoklasse und damit der SRRI und das KID angepasst werden.
- Darstellung
 - Die Darstellung des synthetischen Indikators gegenüber dem Kunden erfolgt über eine aufsteigende Anordnung der Kategorien 1 bis 7 von links nach rechts.
 - Die Verwendung von Farben für die Abgrenzung der Kategorien ist nicht gestattet.
 - Mittels eines zusätzlichen narrativen Teils ist der Anleger über Risiken, die sich nicht im SRRI niederschlagen, aufzuklären.

IV.4.3 Nachlaufende Beratungs-/Produktbeobachtungspflichten?

Die Beratungspflicht des Anlageberaters besteht jedenfalls während des Zeitraums der Entscheidungsfindung und bezieht sich auf die singuläre Anlageentscheidung des Verbrauchers. Fraglich ist jedoch, ob auch nach dem Erwerb des Anlageprodukts Pflichten zur fortlaufenden Beobachtung und entsprechende Warnpflichten bestehen. Diese Problematik wurde zuletzt insbesondere im Zusammenhang einer nachträglich eintretenden Bonitätsverschlechterung des Emittenten nach dem Verkauf von Fremdkapitalinstrumenten (z. B. Lehman-Zertifikate und Argentinien-Anleihen) diskutiert. Neben der Frage, ob bzw. in welchem Umfang beim Verkauf der Anlage auf das Bonitätsrisiko des Emittenten hingewiesen werden musste, stellt sich die Frage, ob die Bank (in ihrer Funktion als Anlageberater oder Depotverwalter) zur Information des Anlegers verpflichtet ist, sobald eine gravierende Verschlechterung der Bonität eines Emittenten eintritt. Für eine mögliche Pflicht ist zwischen den verschiedenen Rechtsverhältnissen zu unterscheiden:

a) Depotvertrag

Der Depotvertrag ist ein Dauerschuldverhältnis, aus dem prinzipiell Pflichten der Depotbank gegenüber dem Kunden auch nach dem Erwerb der Anlage bestehen. Nach Auffassung des BGH folgt jedoch aus dem Wertpapierdepotvertrag keine Pflicht der Depotbank zur vollumfänglichen Betreuung und laufenden Beratung des Kunden.¹⁸⁶ Eine Pflicht zur laufenden Information ergibt sich lediglich aus Nr. 16 der Sonderbedingungen für

¹⁸⁶ BGH v. 23.11.2004 (XI ZR 137/03), ZIP 2005, 435, 436, unter Verweis auf die „in Rechtsprechung und Literatur nahezu einhellig vertretene Meinung“; ferner BGH v 21.3.2006 (XI ZR 63/05), NJW 2006, 2041 (2041); *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.329 und 6.43 ff.

Wertpapiergeschäfte.¹⁸⁷ Diese Pflicht erschöpft sich allerdings grundsätzlich in der vollständigen und unmissverständlichen Weiterleitung der in den „Wertpapiermitteilungen“ veröffentlichten Informationen.¹⁸⁸

b) **Beratungsvertrag**

Nach Auffassung des BGH entstehen im Rahmen des Beratungsvertrags über die Anlageentscheidung hinaus keine fortdauernden Überwachungs- und Beratungspflichten hinsichtlich der erworbenen Anlage.¹⁸⁹ Es spreche „nichts dafür, dass eine Bank außerhalb eines Vermögensverwaltungsvertrages nach beendeter Anlageberatung, die zum Erwerb von Wertpapieren geführt hat, ohne weitere Vergütung verpflichtet ist, die Entwicklung der Wertpapierkurse fortlaufend zu beobachten und den Kunden im Falle einer ungünstigen Entwicklung zu warnen“. ¹⁹⁰ Das Pflichtenprogramm erschöpft sich damit in der Beratung zur singulären Transaktion. Möglich ist allerdings, dass im Einzelfall (bei erneuter Nachfrage oder Beratung) ein neuer Beratungsvertrag zustande kommt, bei dem entsprechend dem neuen Kenntnisstand zu beraten ist.¹⁹¹

Das OLG Düsseldorf hat das Fehlen nachfolgender Überwachungs- und Hinweispflichten aus Depotvertrag und konkretem Effektengeschäft ferner damit begründet, dass die Annahme einer solchen fortlaufenden Pflicht das Pflichtenprogramm des Kreditinstituts überspannen würde.¹⁹² Das OLG führt insbesondere aus, dass es „Umfang und Kosten der von Kreditinstituten angebotenen Anlageberatung außerordentlich erhöhen [würde], wenn sie

¹⁸⁷ Nr. 16 der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte lautet: „**Nr. 16 Weitergabe von Nachrichten.** Werden in den „Wertpapier-Mitteilungen“ Informationen veröffentlicht, die die Wertpapiere des Kunden betreffen, oder werden der Bank solche Informationen vom Emittenten oder von ihrem ausländischen Verwahrer/Zwischenverwahrer übermittelt, so wird die Bank dem Kunden diese Informationen zur Kenntnis geben, soweit sich diese auf die Rechtsposition des Kunden erheblich auswirken können und die Benachrichtigung des Kunden zur Wahrung seiner Interessen erforderlich ist. ²So wird sie insbesondere Informationen über

- gesetzliche Abfindungs- und Umtauschangebote,
- freiwillige Kauf- und Umtauschangebote,
- Sanierungsverfahren

zur Kenntnis geben. Eine Benachrichtigung kann unterbleiben, wenn die Information bei der Bank nicht rechtzeitig eingegangen ist oder die vom Kunden zu ergreifenden Maßnahmen wirtschaftlich nicht zu vertreten sind, weil die anfallenden Kosten in einem Missverhältnis zu den möglichen Ansprüchen des Kunden stehen.“

Bei den Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte (SoBedWp) handelt es sich um AGB der Banken, die nach allgemeinen Regeln einbezogen werden, aber bundeseinheitlich geregelt sind.

¹⁸⁸ BGH v. 23.11.2004 (XI ZR 137/03), ZIP 2005, 435, 436.

¹⁸⁹ BGH v. 5.3.2005 (XI ZR 170/04), WM 2005, 929, 930; BGH v 21.3.2006 (XI ZR 63/05), NJW 2006, 2041, 2041 mit Nachweisen aus Rechtsprechung und Literatur; ferner *Weller*, ZBB 2011, 191, 192; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.329 und 6.43 ff.

¹⁹⁰ BGH v. 5.3.2005 (XI ZR 170/04), WM 2005, 929, 930.

¹⁹¹ BGH v 21.3.2006 (XI ZR 63/05), NJW 2006, 2041, 2041; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.329 und 6.43 ff.

¹⁹² OLG Düsseldorf v. 19.11.1999 (16 U 196/98), ZIP 1999, 2144, 2148, unter Hinweis auf weitere Rechtsprechung und Literatur.

ohne einen konkreten und nicht gesondert honorierten Auftrag die Anlagen ihrer Kunden fortlaufend daraufhin zu überprüfen hätten, ob die tatsächlichen Gegebenheiten auf dem Kapitalmarkt eine Änderung der getroffenen Anlageentscheidung nahe legen könnten und sie überdies die Kunden hiervon auch noch unverzüglich zu unterrichten hätten.¹⁹³

c) **Laufende Vermögensverwaltung**

Eine Pflicht zur fortlaufenden Information kann sich allerdings aus einem fortlaufenden Beratungsvertrag ergeben, der jedoch in der Regel eine zusätzliche Vergütung des Kreditinstituts vorsieht.¹⁹⁴ Die Vereinbarung der aktiven Verwaltung des Vermögens mit dem Kleinanleger ist daher selten. Ihm gegenüber bestehen daher nach der geltenden Rechtsprechung des BGH regelmäßig keine nachlaufenden Beratungspflichten. Vielmehr endet das Pflichtenprogramm im Rahmen der Anlageberatung nach dem Erwerb der Anlage.

Textbox 4: Exkurs – Gesetzliche Anforderungen zur Informationsübergabe durch den Versicherer vor und nach Abschluss einer Lebensversicherung

Die Vermittlung von Lebensversicherungsverträgen unterliegt in Deutschland umfangreichen gesetzlichen Anforderungen, die sich insbesondere auf die vor und nach Vertragsabschluss an den Kunden zu übermittelnden Informationen beziehen. In diesem Exkurs wollen wir in aller Kürze einige wichtige Aspekte dieser Anforderungen aufzeigen.

Geforderte Informationen vor Vertragsabschluss

Der Versicherer hat dem Versicherungsnehmer rechtzeitig vor Abgabe der Antragstellung umfassende Informationen mitzuteilen (§ 7 Abs. 1 VVG). Diese umfassen insbesondere:

- Produktinformationsblatt mit Angaben zu den versicherten Risiken, Prämienzahlung, Leistungsausschlüssen, Obliegenheiten und Kündigungsmöglichkeiten (§ 4 VVG-InfoV)
- Vertragsbestimmungen und Allgemeine Versicherungsbedingungen, einschließlich u. a. der Höhe der einkalkulierten Abschlusskosten und sonstigen Kosten, Grundlagen der Prämienkalkulation, Grundsätze der Überschussbeteiligung, Rückkaufswerte und Garantieleistungen (§§ 1-2 VVG-InfoV)
- Modellrechnung, welche die Ablaufleistung des Vertrags inkl. nichtgarantierter Bestandteile darlegt, unter Verwendung von Rechnungsgrundlagen der Prämienkalkulation und drei verschiedenen, festgelegten Zinssätzen (§ 154 VVG; § 2 Abs. 3 VVG-InfoV)
- Belehrung über die Folgen einer Anzeigepflichtverletzung (§ 19 VVG)
- Beratungsprotokoll (§ 61 Abs. 1 VVG)

Bei Altersvorsorgeverträgen, die unter das AltZertG fallen (Riester-, Basisrente), beinhaltet die Informationspflicht zudem u. a. (§ 7 Abs. 1 AltZertG):

¹⁹³ OLG Düsseldorf v. 19.11.1999 (16 U 196/98), ZIP 1999, 2144, 2149.

¹⁹⁴ BGH v. 5.3.2005 (XI ZR 170/04), WM 2005, 929 (930); OLG Düsseldorf v. 19.11.1999 (16 U 196/98), ZIP 1999, 2144, 2149; *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 11.329 und 6.43 ff.

- Informationen zur staatlichen Förderung
- Kosten bei Wechsel in ein anderes Anlageprodukt oder zu einem anderen Anbieter
- Modellrechnung über das erwartete Guthaben des Versicherungsnehmers über die nächsten zehn Jahre unter Verwendung von drei verschiedenen, festgelegten Zinssätzen (anstelle der Modellrechnung nach § 154 VVG)
- Hinweise zu Struktur, Risikopotenzial und Verwendung der Kapitalanlage

Geforderte Informationen nach Vertragsabschluss

Während der Vertragslaufzeit hat der Versicherer den Versicherungsnehmer jährlich über den Stand von Überschussbeteiligung und Garantieleistungen zu informieren (§ 6 Abs. 1 S. 3 VVG), sowie ggf. über Änderungen von Prämien, Leistungen, Grundsätzen der Überschussbeteiligung oder Kosten (§ 6 Abs. 1 S. 2 VVG). Im Falle steuerlich geförderter Produkte muss der Versicherer jährlich das bisher gebildete Kapital, die einbehaltenen anteiligen Abschlusskosten, Kosten für die Kapitalanlage sowie erwirtschaftete Erträge mitteilen (§ 7 Abs 4 AltZertG, § 92 EStG). Dabei ist der Versicherungsnehmer auch über die Verwendung der eingezahlten Altersvorsorgebeiträge zu informieren, und inwiefern ethische, soziale und ökologische Belange bei der Kapitalanlage berücksichtigt werden (§ 7 Abs 4 AltZertG).

V. Zwischenfazit

Ziel dieser Studie ist es, eine wissenschaftlich fundierte Einschätzung zu erlangen, ob und wie sich Kundennutzen aus Anlageberatung akkurat messen und auch verständlich ausweisen lässt. Dadurch sollen Anleger eine Entscheidungsunterstützung bei der Auswahl ihres Anlageberaters und letztlich auch bei der Gestaltung ihrer gesamten Geldanlage erhalten. In diesem ersten Kapitel wurden hierfür die wesentlichen Grundlagen gelegt.

Wir haben in den vorstehenden Abschnitten herausgearbeitet, dass Anlageberatung eine wichtige Rolle bei der Verbesserung von Finanzentscheidungen von Haushalten spielen kann. Vor dem Hintergrund einer steigenden Bedeutung der Geldanlage, einer wachsenden Komplexität vieler Finanzentscheidungen und volatiler Finanzmärkte steigen die Kosten mangelhafter Anlageentscheidungen. Gleichzeitig weisen Haushalte erhebliche Wissensdefizite auf und neigen oft gar zu systematischen Fehlern bei Finanzentscheidungen. Aus all jenen Faktoren resultiert ein wesentliches theoretisches Potenzial für Anlageberatung und angesichts der festgestellten Intransparenz zum tatsächlichen Kundennutzen der Anlageberatung auch die Rechtfertigung, Beratung aus Verbraucherschutzperspektive eine zentrale Rolle zuzuschreiben.

Ein wesentliches Merkmal von Finanzentscheidungen ist, dass sich deren Qualität prinzipiell objektiv messen lässt. Dies trifft dann in indirekter Weise auch für die Qualität der Anlageberatung zu. Neben dem Netto-Ertrag, der auch renditeschmälernde Kosten berücksichtigt, steht hierbei das Risiko im Vordergrund. Aus Sicht der Beratungskunden manifestiert sich die Beratungsqualität damit insbesondere in einer Verbesserung jener Entscheidungen, die das Risiko-Rendite-Profil der eigenen Anlagen bestimmen. Gerade in dieser Hinsicht erhalten allerdings Anleger zurzeit erstaunlich wenige Informationen, insbesondere in der nachvertraglichen Phase. Dies gilt insbesondere für die Gesamtsichtweise auf ihre Anlagen – so etwa hinsichtlich des Ertrags und des Risikos ihres Wertpapierdepots. Dies mag nur teilweise verwundern, da insbesondere auch die regulatorischen Anforderungen des Anlagerschutzes durch Informationen bislang fast ausschließlich auf die vorvertragliche Phase abzielen.

Beratungskunden können also derzeit in der Regel rückblickend weder belastbar das Risiko-Rendite-Profil ihrer Anlage und noch viel weniger den Einfluss der Beratung darauf einschätzen. Dies schließt zwangsläufig auch die Möglichkeit aus, verschiedene Anbieter adäquat miteinander zu vergleichen, was wiederum die Voraussetzung für einen transparenten, leistungsorientierten Wettbewerb darstellt. Die fehlende Transparenz erschwert

so wesentlich eine Vergleichbarkeit der vergangenen und unter Umständen in der Zukunft zu erwartenden Qualität der Beratungsleistung eines Anbieters.

Unsere Bestandsaufnahme legt daher nahe, Messung und Ausweises des Kundennutzens der Anlageberatung konzeptionell weiter zu entwickeln. Im folgenden Kapitel 2 gehen wir entsprechend auf mögliche zukünftige Instrumente zur Messung des Kundennutzens ein, die die verschiedenen, in diesem Kapitel skizzierten Vorüberlegungen und Ansätze zu konkreten Messgrößen aufgreift.

KAPITEL 2: DARLEGUNG UND BEWERTUNG VON INSTRUMENTEN ZUR MESSUNG DES KUNDENNUTZENS

In diesem Kapitel entwickeln wir ein zweckgerechtes Instrumentarium zur Messung und zum Ausweis von Kundennutzen der Anlageberatung und diskutieren die konkrete methodische Umsetzung. Dabei bauen wir auf den Erkenntnissen des letzten Kapitels, aber auch auf zusätzlichen eigenen empirischen Analysen auf. Unsere Bestandsaufnahme (Kapitel 1 - Abschnitt IV) hat deutlich gemacht, dass derzeit unterschiedliche Messsysteme in der Praxis vorzufinden sind, und sich bisher kein allgemein akzeptierter Standard herausgebildet hat. Aus diesem Grund setzen wir in diesem Kapitel noch einmal grundlegender an und erörtern, welche Aspekte des Kundennutzens auf welche Weise sinnvoll gemessen werden können. Wir gehen dabei in fünf Schritten vor (siehe Abbildung 22).

In Abschnitt I dieses Kapitels definieren wir einen praxisnahen Kriterienkatalog für die Bewertung von Instrumenten. Wir wenden die Kriterien später auch auf die Frage an, wie die Instrumente gegenüber Anlegern ausgewiesen werden sollen. Der Einsatz der Kriterien erlaubt eine frühzeitige Einengung der Menge zweckgerechter Instrumente auf ergebnisbezogene Maße mit Bezug zu Depotrendite und -risiko und zu den Kosten der Beratung.

In den Abschnitten II und III stellen wir verschiedene Möglichkeiten vor, wie Rendite und Risiko für Privatanlegerportfolios berechnet und ausgewiesen werden können. Für die anschließende Bewertung stützen wir uns auf eigene Berechnungen auf Basis realer Portfolios, um etwa die Zuverlässigkeit und Persistenz der Maße beurteilen zu können. Ferner überprüfen wir, wie verschiedene Maße ganz konkret ausgewiesen werden sollen, wobei hier vor allem die Verständlichkeit im Vordergrund steht. In Abschnitt III.1.3 ziehen wir hierfür Laborexperimente von Seiten anderer Wissenschaftler heran, in denen verschiedene Ausweisarten von Rendite und Risiko getestet wurden. Zusätzlich nutzen wir die Ergebnisse eigener Tiefeninterviews, die wir im Rahmen der Studie mit 30 Anlegern durchführten. In Abschnitt V beschäftigen wir uns dann mit Detailfragen der Ausgestaltung des Instrumentariums, wie z. B. auf welchen historischen Zeitraum sich die Instrumente beziehen sollten, wie Risiko konkret dargestellt werden sollte und ob ein allgemeingültiger Vergleichsindex mit ausgewiesen werden sollte.

Im abschließenden Abschnitt VI fassen wir die Ergebnisse des zweiten Kapitels in Form eines zusammenhängenden Gestaltungsvorschlages zusammen. Entsprechend der Zielsetzung dieser Studie fokussieren wir uns in den Ausführungen auf den Bereich der Wertpapiere. Eine

mögliche Übertragbarkeit des von uns skizzierten Ansatzes auf Einlagen und Lebensversicherungen wird in einem Exkurs am Ende dieses Kapitels diskutiert.

Abbildung 22: Entwicklung eines Ansatzes zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung - Vorgehensweise



I. Allgemeine Vorüberlegungen und Einengung

Überblick: Für die Einengung der Menge aller verfügbaren Messinstrumente auf eine kleine Menge zielführender Messinstrumente lassen wir uns im folgenden Abschnitt von den Ergebnissen aus Kapitel 1 sowie von einem Kriterienkatalog leiten, den wir gleich zu Anfang definieren werden. Die Ergebnisse aus Kapitel 1 implizieren mehrere Leitfragen, deren Beantwortung für die Einengung hilfreich ist. Welche Aspekte des Kundennutzens der Anlageberatung können und sollen gemessen werden? Wenn Rendite und Risiko gemessen werden, sollte dies in einer integrierten Kennzahl erfolgen? Sind allgemeine Instrumente oder spezifische Varianten für bestimmte Anleger- oder Produktcharakteristika zu bevorzugen? Ist eine Portfolioperspektive oder eine konventionelle Produktperspektive besser?

Unsere Überlegungen im Zuge der Einengung (siehe Abbildung 23) legen nahe, dass eine Messung des Kundennutzens der Anlageberatung auf objektiv messbare, ergebnisbezogene Faktoren des Kundennutzens und hier insbesondere auf Rendite und Risiko fokussieren sollte. Daher konzentrieren wir uns in den nachfolgenden Abschnitten auf diese beiden Aspekte. Zudem kommen wir zu dem Schluss, dass ein separater Ausweis von Risikogrößen und Renditegrößen den kombinierten Ausweis von Rendite und Risiko in einer einzigen Kennzahl dominiert, weil durch diese Kombination Verständnis und Relevanz der Kennzahlen aus Verbrauchersicht leiden. Verständnis, Relevanz und auch Vergleichbarkeit sind auch die ausschlaggebenden Kriterien dafür, dass nicht verschiedene Risikokennzahlen für verschiedene Anlagehorizonte oder spezifische Risikoarten definiert werden sollten, sondern besser eine einzige Risikokennzahl in den Mittelpunkt gestellt werden sollte. Die Anpassung an Anlagehorizonte und die Berücksichtigung spezifischer Risikoarten könnte jedoch über eine knappe Kommentierung (narrativer Ausweis) erfolgen. Abschließend argumentieren wir, dass die Messung des Kundennutzens der Anlageberatung auf Portfoliobasis und nicht auf Einzelproduktbasis erfolgen sollte, weil sonst zum Beispiel Diversifikationseffekte nicht hinreichend zum Tragen kommen.

Abbildung 23: Vorüberlegungen und Einengung der Instrumente zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung



I.1 Kriterienkatalog

Die Messung des Kundennutzens muss klare Anforderungen erfüllen, um Kundennutzen transparent zu machen und um kunden- und anbieterseitige Impulse zu setzen. Die Definition solcher Anforderungen im Sinne eines Kriterienkataloges muss damit am Anfang der Vorüberlegungen in diesem Abschnitt stehen. Tabelle 5 zeigt die insgesamt sechs Kriterien, die wir zunächst zur Einengung der Menge infrage kommender Messinstrumente nutzen und später, um die Instrumente in der engeren Auswahl und ihre Ausgestaltungsvarianten zu bewerten. Die sechs Kriterien lehnen sich eng an die Diskussion zu einem synthetischen Risiko- und Ertragsindikator durch die EU-Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA (vormals CESR) an (siehe Kapitel 1 - Abschnitt IV).¹⁹⁵

Tabelle 5: Kriterien zur Einengung und späteren Bewertung von Instrumenten zur Messung des Kundennutzens

Kriterium	Leitfrage bei der Anwendung des Kriteriums
RELEVANZ	Misst das Instrument Aspekte des Kundennutzens, die aus Sicht der meisten Anleger entscheidungsrelevant sind?
VERSTÄNDLICHKEIT	Wird das Messinstrument von den meisten Anlegern stimmig interpretiert?
VERGLEICHBARKEIT	Sind die Messergebnisse über verschiedene Anbieter, Kunden und Produkte hinweg vergleichbar?
ZUVERLÄSSIGKEIT	Sind die Messergebnisse methodisch robust?
PERSISTENZ	Sind die Messergebnisse über die Zeit hinweg robust?
UMSETZBARKEIT	Kann das Messinstrument zu akzeptablen Kosten implementiert werden?

¹⁹⁵ Im Zuge der 2010 erfolgten Überarbeitung der OGAW-Richtlinie wurden verschiedene Optionen für die Definition und den Einsatz von Messgrößen für Anlagefonds diskutiert; siehe Committee of European Securities Regulators (2009) und EU COM (2010).

Im Detail lassen sich die Kriterien folgendermaßen spezifizieren:

- **Relevanz:** Instrumente müssen für die Adressaten entscheidungsrelevant im Hinblick auf die Erhöhung des eigenen Nutzens aus der Beratung sein.
- **Verständlichkeit:** Eine Grundvoraussetzung dafür, dass ein Instrument Finanzentscheidungen (darunter auch die Wahl eines Beraters) verbessert, ist, dass die Messergebnisse von den Adressaten verstanden und dementsprechend richtig gedeutet werden. Dies ist vor allem vor dem Hintergrund der beschränkten Finanzkompetenz und der möglichen systematischen Verhaltensfehler von Privatanlegern (siehe Kapitel 1 - Abschnitt II) von besonderer Bedeutung.
- **Vergleichbarkeit:** Vergleichbarkeit bezieht sich sowohl auf Beratungsanbieter, Anlageprodukte und Zeitperioden als auch auf die Kunden selbst. Ein ideales Messinstrument von Kundennutzen hat folglich Aussagekraft über Anbieter mit unterschiedlichen Geschäfts- und Beratungsmodellen hinweg, kann auf möglichst viele Produktkategorien sinnvoll angewendet werden und kann schließlich auch zwischen Kunden mit unterschiedlichen Charakteristika und Präferenzen einheitlich gemessen und vor allem identisch interpretiert werden.
- **Zuverlässigkeit:** Gute Messinstrumente müssen methodisch zuverlässig und damit robust sein. Bei identischer Messumgebung und identischem Messinput sollte auch das Messergebnis identisch sein.
- **Persistenz:** Persistenz betrifft die Vergleichbarkeit der Messergebnisse von Instrumenten über die Zeit und damit z. B. über unterschiedliche Marktphasen hinweg. Ein gutes Instrument zeichnet sich deshalb dadurch aus, dass sich die Rangfolge verschiedener Beratungsangebote hinsichtlich des gemessenen Kundennutzens nur dann verändert, wenn sich relevante Faktoren des Kundennutzens für die verschiedenen Beratungsangebote unterschiedlich entwickelt haben.
- **Umsetzbarkeit:** Instrumente sollten anbieterseitig ressourcenschonend implementierbar sein und natürlich auch auf Anlegerseite nicht mit hohen Umsetzungs- und Nutzungskosten einhergehen (siehe Bestandsaufnahme in Kapitel 1 - Abschnitt IV).

I.2 Fokus der Messung des Kundennutzens auf ergebnisbezogene Faktoren (Rendite und Risiko)

Der Kundennutzen der Anlageberatung lässt sich, wie in Kapitel 1 - Abschnitt I detailliert beschrieben als Funktion von ergebnis-, prozess- und potenzialbezogenen Faktoren

definieren. Die ergebnisbezogenen Faktoren beziehen sich auf das Ergebnis der Anlageberatung und dessen Folgen. Bei den prozessbezogenen Faktoren geht es um Aktivitäten, die während der Erstellung der Leistung, also während der Anlageberatung ablaufen, so etwa der Umfang der Produktinformationen. Die potenzialbezogenen Faktoren beziehen sich auf die zeitlich stabilen Leistungsvoraussetzungen, wie etwa das Image des Instituts.

Prinzipiell lassen sich alle drei Faktoren direkt oder zumindest indirekt messen. In der Tat geschieht dies auch selektiv bei den meisten Instituten (siehe Kapitel 1 - Abschnitt IV zur Bestandsaufnahme). Eine Kundennutzenmessung wird in der Regel jedoch nicht spezifisch für die Anlageberatung durchgeführt, sondern für ein Dienstleistungsbündel, das die Anlageberatung als ein Element umfasst. Auch variieren die verwendeten Messgrößen zwischen den Instituten und beziehen meist auch subjektive, emotionale Komponenten ein (siehe ebenfalls Kapitel 1 - Abschnitt IV). Derzeit gibt es am Markt kein Standardinstrument. Wären Standardinstrumente für prozess- oder potenzialbezogene Faktoren des Kundennutzens der Anlageberatung denkbar und zielführend? Denkbar auf jeden Fall, denn natürlich könnten sich Anbieter theoretisch darauf einigen, den potenzialbezogenen Wert ihrer Marke im Beratungsmarkt einheitlich zu messen und zu publizieren. Sie könnten z. B. auch eine zentrale Institution damit beauftragen, nach einheitlichen Standards prozessbezogene Testberatungen durchzuführen und die Ergebnisse auszuweisen. Wäre dies auch zielführend, um Anlageentscheidungen zu verbessern? Sicher nur sehr bedingt, weil potenzialbezogene Faktoren eben nur das Potenzial anzeigen und damit nur tendenziell und vielleicht im Durchschnitt mit dem tatsächlich realisierten Kundennutzen kausal verkettet sind. Auch prozessbezogene Faktoren sind nur lose mit dem tatsächlich erfahrenen Kundennutzen verquickt. Außerdem laden beide Ansätze zu sogenanntem *Gaming* von Anbieterseite ein. Der Markenwert lässt sich nicht nur durch Beratungsqualität, sondern auch durch Marketingaufwendungen beeinflussen. Die Prozessqualität lässt sich durch Investitionen in Systeme und Trainings steigern. Wenn sich beispielsweise die Investitionskosten jedoch in nicht gemessenen Zusatzgebühren niederschlagen, dann muss ein Mehr an Prozessqualität nicht notwendigerweise mit einem Zusatznutzen für Kunden einhergehen.

Es verbleiben ergebnisbezogene Faktoren. Hier wurde zwischen qualitativ subjektiven und quantitativ objektiven Faktoren unterschieden. Es wäre natürlich denkbar, dass qualitativ subjektive Faktoren standardisiert und damit zumindest prinzipiell zwischen Anbietern vergleichbar erhoben werden - z. B. über identisch formulierte Befragungen von zufällig

ausgewählten Kunden nach ihrer Zufriedenheit mit der Beratungsleistung. Auch hier ergeben sich jedoch materielle und aus unserer Sicht unüberwindbare Herausforderungen für die verlässliche Transparenzschaffung. Verschiedene Anbieter bedienen unterschiedliche Kundensegmente mit unterschiedlichen Präferenzen und damit auch unter Umständen unterschiedlichen subjektiven Bewertungen derselben Beratungsleistung. Bewertungen wären dann eben nicht notwendigerweise aussagekräftig für wechselbereite Fremdkunden. Zudem können die subjektiven Einschätzungen auch von temporären Stimmungen der Befragten und womöglich auch vom Gaming-Verhalten einzelner Anbieter beeinflusst sein. Schließlich, und das ist aus unserer Sicht das schwerwiegendste Gegenargument, lässt sich nicht überprüfen, inwieweit subjektive Bewertungen davon bestimmt sind, dass den entsprechenden Kunden relevante Informationen nicht bekannt sind und die subjektive Bewertung bei Wahrnehmung und Verarbeitung dieser Informationen ganz anders ausgefallen wäre.

Kandidaten für relevante, aber derzeit für Kunden zumindest nicht durchgängig und vergleichbar verfügbare Informationen sind quantitativ ergebnisbezogene Faktoren und insbesondere die erzielte Rendite und das getragene Risiko der eigenen Anlagen.

Einige wenige Beratungsanbieter erheben derartige ergebnisbezogene Faktoren und weisen die individuellen Ergebnisse (Rendite und Risiko) gegenüber ihren Kunden aus. Bei Fondsanbietern ist der standardisierte Ausweis von ergebnisbezogenen Kennzahlen schon seit Langem gängige Praxis (siehe Kapitel 1 – Abschnitt IV). Auch von regulatorischer Seite werden ergebnisbezogene Messgrößen, die auf Faktoren wie Rendite und Risiko abzielen, wie beispielsweise beim bereits mehrfach erwähnten Risiko- und Ertragsindikator im Rahmen der OGAW-Richtlinie, gefördert. Vor allem aber hat unsere eigene Umfrage deutlich gezeigt, dass ergebnisbezogene Faktoren und insbesondere Rendite, Risiko und Kosten von Anlegern als entscheidungsrelevant erachtet werden (siehe Kapitel 1 - Abschnitt IV).

Eine Betrachtung von Rendite und Risiko steht auch in der wissenschaftlichen Literatur im Zentrum der informierten Anlageentscheidung (siehe Kapitel 1 – Abschnitt II). Vor dem Hintergrund von Theorie und der zuvor angestellten pragmatischen Überlegungen engen wir ab hier die Menge zweckgerechter Instrumente auf solche ein, die Rendite, Risiko und Kosten der Anlage abbilden. Bevor wir jedoch die infrage kommenden, konkreten Messgrößen diskutieren, werden wir im Folgenden noch einige Überlegungen anstellen, inwieweit Rendite und Risiko unabhängig voneinander betrachtet werden sollten oder aber in einer einzigen Kennzahl kombiniert werden sollten.

I.3 Zusammenhängende Betrachtung separater Risiko- und Renditegrößen

Die Finanztheorie lehrt, dass Renditen nicht unabhängig vom damit verbundenen Risiko miteinander verglichen werden können. In effizienten Märkten geht grundsätzlich eine höhere (erwartete) Rendite auch mit größerem Risiko einher bzw. Anleger sollten im Grunde nur bereit sein, ein größeres Risiko einzugehen, wenn sie dadurch im Mittel eine höhere Rendite erwarten dürfen. Eine simultane Bewertung von Risiko und Rendite ist damit auch für die Messung des Kundennutzens der Anlageberatung notwendig. Nur wenn der Anleger das getragene Risiko kennt, kann er auch die erzielte Rendite richtig einordnen.

Es existieren grundsätzlich zwei verschiedene Möglichkeiten, die Betrachtung von Rendite und Risiko zu verknüpfen: 1) die Überführung von Risiko- und Renditegrößen in eine kombinierte Kennzahl oder 2) eine separate Darstellung einzelner Risiko- und Renditegrößen. Diese Alternativen werden im Folgenden diskutiert und wir begründen, warum wir im Kontext der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung die zweite Variante für geeigneter halten.

Es gibt eine Vielzahl von sogenannten „Performancemaßen“, die aus Risiko- und Renditegrößen zusammengesetzt sind.¹⁹⁶ Diese werden insbesondere für den Vergleich von verschiedenen Anlagealternativen bzw. von verschiedenen Anbietern im Bereich der institutionellen Geldanlage, beispielsweise dem Portfoliomanagement, genutzt. Ziel ist es, den Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite explizit in die Bewertung verschiedener Alternativen einfließen zu lassen und diese so, direkt vergleichbar zu machen. Die große Mehrheit von Performancemaßen ist definiert als Verhältnis zwischen (Über-)Rendite und einer bestimmten Risikogröße, sodass die entsprechenden Kennzahlen dem Konzept „(Über-)Rendite pro Risikoeinheit“ folgen. Ein Beispiel hierfür ist die vielfach verwendete Sharpe Ratio. Diese ist als Verhältnis der Überschussrendite einer Anlage und dem Risiko der Anlage (auf Basis der Standardabweichung der Gesamrendite der Anlage) definiert.¹⁹⁷

Alternativ zur Risiko-Rendite-Betrachtung mittels Performancemaßen ist eine separate Darstellung von Risiko und Rendite im Rahmen eines Risiko-Rendite-Profiles möglich. Hierbei werden Risiko- und Renditegrößen getrennt ausgewiesen, jedoch in direkten Bezug

¹⁹⁶ Eine umfassende Übersicht solcher Performancemaße findet sich beispielsweise in Le Sourd (2007), Fischer (2010) und in Bossert und Füss (2011); siehe auch Spremann (2008) sowie Bodie et al. (2002).

¹⁹⁷ Siehe Sharpe (1966). Mathematisch ist die Sharpe Ratio folgendermaßen definiert:

$$SR_P = \frac{E(R_P) - R_F}{\sigma(R_P)}$$

mit Erwartungswert der Rendite des Portfolios bzw. der Anlage P in Höhe von $E(R_P)$, Rendite der risikolosen Anlage R_F und Standardabweichung der Rendite des betreffenden Portfolios bzw. der betreffenden Anlage $\sigma(R_P)$.

zueinander gestellt. Beispielsweise kann eine Einzelanlage oder ein Portfolio auf Basis der vergangenen Wertschwankungen einer Risikoklasse zugewiesen werden. Der Risikoklasse wird dann die im selben Zeitraum erzielte Rendite gegenübergestellt.

Während im Hinblick auf die Messung des Kundennutzens aus Anlageberatung eine Überführung von Risiko- und Renditekenngößen in ein integriertes Performancemaß prinzipiell möglich ist, ist die alternative separate Darstellung von Risiko- und Renditegrößen aus unserer Sicht klar zu bevorzugen. Risiko- und Renditemaße enthalten jeweils für sich genommen wichtige Informationen für den Anleger und sind nahe an den „Kernfragen“ der Kundennutzenmessung. Es gilt sowohl dem Anleger transparent zu machen, inwieweit das von ihm eingegangene Finanzrisiko vereinbar mit dem ursprünglich angestrebten Soll-Risiko war, als auch festzustellen, ob die darauf erzielte Rendite angemessen war.¹⁹⁸ Beide Fragen sind wichtig, um nicht nur das zukünftige Engagement zu wählen, sondern auch, um langfristig die Beratungsleistung zu beurteilen. Eine getrennte Betrachtung des wichtigen Risiko-Aspekts ist aber bei exklusiver Verwendung eines integrierten Performancemaßes nicht möglich.

Eine Zusammenführung in eine einzelne Kennzahl wäre daher nur dann sinnvoll, wenn auch Risiko- und Renditemaße separat berichtet werden. Jedoch ist der Ausweis von zu vielen verschiedenen Maßen gegenüber Privatanlegern problematisch, da sonst Verwirrung droht. Hierauf deuten bereits die Ergebnisse der Literaturrecherche zum Privatanlegerverhalten hin (siehe Kapitel 1 - Abschnitt II; siehe auch noch im Detail die Ausführungen in diesem Kapitel in Abschnitt IV). Zudem lassen sich von erfahrenen und kundigen Anlegern kombinierte Performancemaße bei Bedarf relativ einfach bilden, während Anleger ohne die nötige Kenntnis diese Maße wahrscheinlich ohnehin für zu komplex erachten (siehe hierzu auch die Auswertung von Tiefeninterviews zu Risikomaßen in Abschnitt IV.3).

I.4 Beschränkung auf standardisierte Risiko- und Renditemaße

Eine weitere wichtige Vorüberlegung betrifft die Frage, wie hoch der Standardisierungsgrad bei Messung und Ausweis von Renditen und Risiken sein sollte. Zum Beispiel wäre eine Messung des Kundennutzens vorstellbar, die zwar in weiten Teilen standardisiert ist, jedoch beispielsweise auf individuelle Faktoren wie Investorenpräferenzen oder die spezifischen Charakteristika unterschiedlicher Anlageformen eingeht. Anhand zweier konkreter Fragestellungen, die den beiden genannten Aspekten zuzuordnen sind, diskutieren wir im

¹⁹⁸ Siehe Hackethal et al. (2010a).

Folgendes diese weitere Vorüberlegung, wobei wir in beiden Fällen zu dem Schluss kommen, dass eine vollständig standardisierte Messung von Rendite und Risiko zu bevorzugen ist.

Investoren können aufgrund unterschiedlicher Präferenzen verschiedene Anlagehorizonte haben. Dies beeinflusst wesentlich, welche Risiken für sie überhaupt entscheidend sind. Für bestimmte Produkte beeinflusst dies aber auch, inwieweit bestimmte Gebühren, so etwa Abschlussgebühren, über eine kleinere oder größere Zahl von Jahren umgelegt werden können. Diese Beobachtungen würden für einen sehr flexiblen Ausweis von Erträgen und Risiken sprechen – oder aber für einen detaillierten, quasitabellarischen Ausweis, sodass jeder mögliche „Investorentyp“ abgedeckt wäre. Wir halten dies für nicht gangbar und optieren deshalb im Folgenden für einen weitgehend standardisierten Ausweis. Unsere zweite Fragestellung betrifft spezifische Risiken, die für einzelne Anlageklassen auftreten können, und inwieweit diese überhaupt von einem standardisierten Risikomaß, das auf einer historischen Renditereihe basiert, erfasst werden. Der vergangene Kursverlauf zeichnet nämlich immer nur ein bestimmtes Szenario nach, in dem möglicherweise bestimmte Risiken unter- und andere übergewichtet wurden. Wir zeigen kurz eine Alternative auf, plädieren aber dann doch für einen relativ einfachen Ausweis des Risikos auf Basis historischer Renditen.

Anlegerpräferenzen und unterschiedliche Investmenthorizonte

Für Investoren können die Risiken, die für sie relevant sind und deshalb die Bewertung eines Portfolios und die in Anspruch genommene Anlageberatung beeinflussen, vom Anlagehorizont abhängen. Ein Beispiel: Nehmen wir an, dass ein Investor einen Anlagehorizont von 10 Jahren hat. Über diese 10 Jahre investiert er sein Geld in eine nicht ausfallgefährdete Staatsanleihe, die am Ende des Anlagehorizontes vollständig zurückgezahlt wird und eine ausreichend hohe Rendite liefert, um die Anlageziele des Investors zu erreichen. Für diesen Investor sind Marktpreisschwankungen dieser Anleihe, die z. B. durch Änderungen des Leitzinses ausgelöst werden, irrelevant. Vielmehr wären für ihn nur solche Risiken von Interesse, die einen Einfluss darauf haben, ob die Ausschüttung von Zinsen oder die Rückzahlung des Nennwertes der Anleihe gefährdet ist (sowie Inflationsrisiken). Ebenfalls unerheblich sind Schwankungen eines Portfolios innerhalb eines gegebenen Anlagehorizontes, wenn eine Strategie verfolgt wird, die ein definiertes Auszahlungsprofil erst zum Ende des Anlagehorizontes erreicht.

Für andere Investoren, die einen sehr langen Investitionshorizont haben, sind Schwankungen innerhalb einer Periode aus verschiedenen Gründen dennoch von Bedeutung und sollten daher auch regelmäßig mitgeteilt werden:

- **Rebalancing:** Während des Anlagehorizontes fluktuieren die Werte innerhalb eines Portfolios. Nach z. B. einem Jahr kann sich durch die Wertschwankungen der Wertpapiere im Portfolio eines Investors die Verteilung auf verschiedene Anlageklassen unter Umständen deutlich verändert haben. Wenn es aus Sicht des Investors keine strukturellen Veränderungen in den Risiko-Rendite-Erwartungen seiner Anlagen gegeben hat, sollte der Investor sein Portfolio wieder auf die ursprüngliche Allokation zurücksetzen.¹⁹⁹ Sollten sich aber Änderungen in seinen Erwartungen ergeben haben, so ist das Portfolio entsprechend anzupassen.²⁰⁰ Auch für diesen Fall würde ein Reporting dem Anleger ermöglichen, eine informierte Entscheidung zu treffen.
- **Erfüllung von Zahlungsverpflichtungen:** Private Haushalte gehen beispielsweise im Rahmen eines Hauskaufs langfristige Kreditverträge ein. Die Gewährung eines Kredites setzt die Verfügbarkeit entsprechender Kreditsicherheiten voraus, wozu auch Finanzvermögen herangezogen werden kann. Sollte das Finanzvermögen dabei eine kritische Schwelle unterschreiten, kann es zu einer Kündigung des Kredites kommen und im schlimmsten Fall zur Privatinsolvenz. Darüber hinaus ist es durchaus denkbar, dass das Eintreten eines ungeplanten Liquiditätsbedarfes dazu führt, dass bestehende Anlagen kurzfristig aufgelöst oder umdisponiert werden müssen. Um die entsprechende Liquidität zu sichern und mögliche empfindliche Preisabschläge zu vermeiden, kann auch in diesem Fall für einen ansonsten langfristig orientierten Investor ein regelmäßiges Reporting hilfreich sein.²⁰¹

Diese Überlegungen legen zweierlei nahe. Zum einen gibt es Gründe, warum auch langfristig orientierte Investoren über kurzfristige Kursschwankungen und das damit implizierte Risiko informiert sein sollten. Zum anderen dürfte aber die Relevanz gewisser Risiken doch vom Anlagehorizont abhängen. Hinzu kommt noch, dass auch für den Ertrag der Anlagehorizont eine Rolle spielen kann, wenn es darum geht, feststehende Gebühren (wie Ausgabeaufschläge bei einem Anlagefonds) adäquat über die Haltedauer eines Produktes umzulegen (zu den technischen Überlegungen siehe auch den nachfolgenden Abschnitt II). Eine Option wäre damit der Ausweis von Ertrag und Risiko jeweils für einen bestimmten Investmenthorizont oder aber tabellarisch für eine Reihe möglicher Investmenthorizonte. Diese Variante werden

¹⁹⁹ Dies gilt nur, wenn der Investor kein im Sinne der Marktkapitalisierung der unterschiedlichen Anlageklassen wertgewichtetes Portfolio zu Beginn seines Anlagehorizontes gehalten hat.

²⁰⁰ Siehe Calvet et al. (2009).

²⁰¹ Siehe Kritzman und Rich (2002).

wir im Folgenden jedoch nicht verfolgen und uns stattdessen auf den Ausweis jeweils einer standardisierten Größe für Risiko und Rendite fokussieren. Die Vernachlässigung des Anlagehorizontes erlaubt es, die Verständlichkeit zu erhöhen und ein Reporting möglichst einfach zu halten sowie auch die größere Vergleichbarkeit zwischen Portfolien sicherzustellen. Dies ist besonders wichtig vor dem Hintergrund der beschränkten Finanzkompetenz vieler Anleger. Im Vorgriff auf Abschnitt IV.3 sei ferner darauf hingewiesen, dass viele Befragte in Tiefeninterviews bereits erhebliche Probleme mit einem einfachen Ausweis von Risikomaßen hatten sowie auch Probleme mit einer mehr disaggregierten Darstellung von Ertrag und Kosten.

Unterschiedliche Anlageklassen und spezifische, nicht in Renditereihen reflektierte Risiken

Die einfachste und naheliegende Methode zur Ermittlung des Risikos zur nachvertraglichen Messung des Kundennutzens der Anlageberatung besteht darin, den historischen Verlauf der Wertentwicklung des entsprechenden Vermögenswertes zur Berechnung heranzuziehen. Voraussetzung hierfür ist allerdings, dass die erforderlichen Daten in ausreichender Güte und Häufigkeit vorhanden sind und entsprechend beispielsweise durch Anbieter vorgehalten werden (zur Frage der Länge der Zeitreihe siehe Abschnitt V.1). Diese Methode, die vergleichbar mit der sogenannten historischen Simulation ist, ist vergleichsweise einfach zu implementieren. Zudem fokussiert sie sich auf das tatsächlich realisierte Ergebnis der Anlageberatung – in diesem Fall das historische Risiko. Dies ist allerdings auch gleichzeitig ihr größter Schwachpunkt.²⁰² Beispielsweise kann es dazu kommen, dass Risiken, die zwar getragen wurden, aber über den Betrachtungszeitraum nicht schlagend geworden, d. h. realisiert worden, sind, entsprechend nicht in den historischen Zeitreihen abgebildet sind und deshalb unberücksichtigt bleiben.²⁰³ Dieser Fall kann insbesondere für Produkte eintreten, die ein Ausfall- bzw. Kreditrisiko enthalten, wie zum Beispiel Anleihen. Hier reflektieren Schwankungen der Marktpreise, auf deren Basis das historische Risiko berechnet wird, nur dann die Unterschiedlichkeit in den Kreditrisiken, wenn diese im Beobachtungszeitraum schlagend geworden sind. Anderenfalls wurde zwar ein höheres Kreditrisiko durch entsprechende Zinszahlungen gegenüber dem Investor abgegolten, jedoch nicht in Schwankungen in der Renditereihe reflektiert. Dies bedeutet, dass das Gesamtrisiko dieser Produkte unter Umständen deutlich höher sein kann, als es die Schwankung der Marktpreise suggeriert. Ähnlich kann bei manchen Anlageprodukten beispielsweise auch eine geringe Liquidität eines Wertpapiers dazu führen, dass es zu einer Unterschätzung von

²⁰² Siehe etwa DeMiguel et al. (2009).

²⁰³ Siehe Jorion (2008).

Risikokennzahlen kommen kann.²⁰⁴ Zudem besteht bedingt durch ungenügende Längen von Zeitreihen die Möglichkeit eines sogenannten „Small Sample“-Problems, d. h., dass zu wenige Beobachtungen vorliegen, um bestimmte Risikomaße verlässlich berechnen zu können.

Einen möglichen Lösungsansatz für solche Probleme stellt die sogenannte Monte-Carlo-Simulation dar. Bei dieser Methode wird eine große Zahl an Realisationspfaden, d. h. möglichen zukünftigen Wert- bzw. Renditeverläufen, simuliert und eine Bewertung des entsprechenden Finanzprodukts vorgenommen. Bei entsprechender Spezifikation hat diese Methode den Vorteil, dass alle möglichen Risikoarten berücksichtigt werden können. Zudem kann der Einfluss der einzelnen Risikoarten auf eine mögliche Wertänderung analysiert werden. Für die Messung von Risiken von Privatanlegerportfolien ist dieses Verfahren jedoch mit Schwächen behaftet. Eine Monte-Carlo-Simulation dient primär der vorwärtsgerichteten Analyse eines Portfolios und kann nur bedingt für eine nachvertragliche Messung des tatsächlich realisierten Risikos verwendet werden (vielmehr könnten nur verschiedene Szenarien nach dem Motto, „was wäre passiert, wenn ...“ dargestellt werden). Zudem ist eine solche Simulation mit hohem Rechenaufwand verbunden. Auch eine Vereinfachung, wie die Berechnung des Risikos an einem bestimmten Stichtag, hat den Nachteil, dass sich diese Risikokennzahl von dem über eine Periode tatsächlich getragenen Risikos stark unterscheiden kann und zusätzlich aufgrund der Stichtagsabhängigkeit möglicherweise manipulierbar ist, indem kurzfristig das Portfolio umgeschichtet wird, um dadurch ein künstlich niedrigeres Risiko zu erreichen. Schlussendlich sind die Ergebnisse einer solchen Simulation einem privaten Anleger mit durchschnittlich relativ geringer finanzieller Allgemeinbildung nur sehr schwer zu vermitteln.²⁰⁵

Aus der Perspektive des Relevanz-Kriteriums allein wäre es sicher wünschenswert, wenn ein Risikomaß tatsächlich alle Risiken reflektierte, die ein Anleger über eine definierte Zeitperiode getragen hat. Denn nur so könnte ein adäquater Vergleich des in dieser Periode getragenen Ist-Risikos mit einem vorher definierten Soll-Risiko stattfinden. Auch die erzielte Rendite muss zum gesamten Risiko in Bezug gesetzt werden (vgl. die Ausführungen in Abschnitt I.3). Nur so sind Renditen beispielsweise auf einzelne Risikoklassen bezogen

²⁰⁴Das Problem nicht vorhandener Handelspreise weist einen starken Zusammenhang zum Liquiditätsrisiko auf, da bedingt durch die Illiquidität einiger Finanzmarktprodukte gestrige Preise in historischen Zeitreihen häufig für den nächsten Tag übernommen werden. Dies führt statistisch gesehen zu einer synthetischen Autokorrelation, wodurch alle Kennzahlen systematischer Risiken des Finanzprodukts wie Varianz oder Duration bei Vorliegen eines positiven Trends im Markt unterschätzt werden. Siehe hierzu Jorion (2008).

²⁰⁵ Siehe Jorion (2008).

vollständig miteinander vergleichbar. Dem stehen die angesprochenen Hürden bei der Umsetzung und bei der Verständlichkeit entgegen. Um potenzielle Manipulationen sicher auszuschließen, gleichzeitig aber alle historischen Risiken so gut wie möglich zu berücksichtigen, müssten Anbieter verpflichtet werden, die gesamten Risiken des Portfolios auf diese aufwendige Weise zu ermitteln. Dies erscheint nicht realisierbar. Darüber hinaus erscheint es zweifelhaft, ob Investoren die so errechneten Risikomaße überhaupt verstehen würden.

Wir verfolgen daher im Folgenden nur die einfachere Berechnung des Risikos auf Basis tatsächlich realisierter historischer Renditen. Allerdings halten wir auch fest, dass damit im Einzelfall gewisse Risiken stark unterbelichtet werden können, insbesondere Ausfall- und Liquiditätsrisiken. Wir werden deshalb bei der späteren konkreten Umsetzung und Darstellung der Messung des Kundennutzens darauf noch einmal zurückkommen (siehe Abschnitt VI).

I.5 Notwendigkeit der Portfolioperspektive

Als weitere wichtige Fragestellung erörtern wir an dieser Stelle, ob die Messung von Rendite und Risiko aus einer Portfolio- oder einer Produktperspektive erfolgen sollte. Wie wir in Kapitel 1 - Abschnitt IV.4 dargelegt haben, gilt für den vorvertraglichen Risikoausweis aktuell die Produktsicht: Das prognostizierte Risiko wird jeweils für ein bestimmtes Produkt dargestellt. Wir argumentieren nun, dass eine solche produktbezogene Sichtweise oder auf Basis von Produktrisiken approximierte Portfoliowerte für den nachvertraglichen Risikoausweis (zusammen mit einem Renditeausweis) vor dem Hintergrund der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung weniger sinnvoll erscheinen. Stattdessen sollte eine Portfolioperspektive gewählt werden.

Das historische Risiko eines Portfolios wird auf der Basis der Schwankungen der Gesamrendite (daher der aggregierten Kursänderungen sowie Ein- und Auszahlungen) des Portfolios berechnet (siehe im Detail zu den verschiedenen Risikomaßen Abschnitt III). Dadurch wird berücksichtigt, dass sich etwa eine negative Wertentwicklung bei einer Anlage kompensieren lässt durch eine positive Wertveränderung bei einer anderen Anlage im betreffenden Portfolio. Je mehr die einzelnen Produkte sich auf diese Weise unterschiedlich entwickeln, umso ausgeglichener ist die Renditeentwicklung des gesamten Portfolios. Man spricht hier von den Vorteilen einer Diversifikation. Eine rein produktbezogene Sichtweise vernachlässigt dies völlig. Dies gilt ebenfalls für einen Ansatz, der Produktrisiken zu einem Portfoliorisiko zusammenfasst, indem lediglich ein wertgewichteter Durchschnitt gebildet

wird. Durch dieses Verfahren ist zu erwarten, dass es für die große Mehrheit von Anlegerportfolien zu einer Überschätzung des Portfoliorisikos kommt.²⁰⁶ Die Portfolioperspektive reflektiert daher das tatsächliche Risiko bei der Messung des Kundennutzens genauer.

Eine historische Rendite-Risikorechnung auf Basis des Gesamtportfolios ist unserer Meinung nach zudem weniger anfällig für Manipulationen. Sollte man stattdessen mit einer Produktperspektive und (gewichteten) Durchschnitten arbeiten, dann bestünde stets die Gefahr, dass beispielsweise ein Anlageberater kurz vor dem Ende eines für die Messung des Kundennutzens relevanten Betrachtungszeitraums zu einer Änderung der Gewichtung von Anlageprodukten im Portfolio drängt, um das über die Gesamtperiode getragene Risiko zu verschleiern. Dem könnte man entgegenwirken, indem man die Institute verpflichtet, das Portfoliorisiko täglich auf Basis von gewichteten Durchschnitten von Produktrisiken zu bestimmen und dann über die Berichtsperiode wiederum einen adäquaten Durchschnitt zu bilden. Der dann nötige Rechenaufwand ist allerdings nicht geringer als bei Berechnung des historischen Portfoliorisikos und die Transparenz des Verfahrens ist weitaus geringer.

Die Portfoliosichtweise erlaubt schließlich ein höheres Maß an Vergleichbarkeit zwischen Investoren. Letztlich zählt nur die Gesamtperformance und nicht, wie sich diese im Detail auf unterschiedliche Produkte aufschlüsselt. Es ist damit für Investoren sowohl möglich, sich mit anderen Investoren hinsichtlich des getragenen Risikos zu vergleichen, als auch eine Einstufung nach Risiko zu verwenden, um sich hinsichtlich der erzielten Rendite zu vergleichen. Folglich erscheint die Portfoliosichtweise auch im Hinblick der Kriterien Relevanz und Vergleichbarkeit überlegen (vgl. hierzu nochmals den Kriterienkatalog in Abschnitt I.1). Hinsichtlich der Vergleichbarkeit ergibt sich allerdings bei der Portfolioperspektive der Nachteil, dass der vorvertragliche Ausweis von Rendite und Risiko auf Produktebene erfolgt. Privatanleger scheinen generell eher in Produkten also in Gesamtportfolios zu denken (dies stellen wir auch auf Basis unserer Tiefeninterviews in Abschnitt IV.3 fest), was auch teilweise den fehlenden Grad an Diversifikation in Privatanlegerportfolios erklärt (siehe hierzu die allgemeinen Ausführungen im Rahmen der wissenschaftlichen Grundlagen in Kapitel 1 - Abschnitt II sowie noch die Berechnungen

²⁰⁶ Um einen Eindruck hinsichtlich der Fehlberechnung des Risikos durch einen solchen produktbasierten Ansatz zu gewinnen, haben wir auf Basis des im Anhang II beschriebenen Datensatzes mit Privatanlegerportfolien für den Zeitpunkt 01.01.2007 das Portfoliorisiko auf Basis der verschiedenen denkbaren Verfahren berechnet (wir haben hierfür die Standardabweichung berechnet; siehe die Beschreibung von Risikomaßen in Abschnitt III). Im Vergleich mit dem gewichteten Durchschnitt der Einzelrisiken zeigt eine Berechnung auf Basis der historischen Gesamtrenditen auf Portfoliobasis, dass die mit der zweiten Methode berechneten Portfoliorisiken im Durchschnitt rund 17 % niedriger sind.

anhand realer Portfolios in Abschnitt III.2). Auch können Investoren nur schwer den Rendite- und Risikobeitrag eines neuen Wertpapiers zu ihrer Portfoliorendite und dem Portfoliorisiko abschätzen. Gerade darin besteht aber das Wertschöpfungspotenzial für Beratung (siehe die Definition des Kundennutzens in Kapitel 1 - Abschnitt I sowie die Beschreibung der Rolle von Beratung in Kapitel 1 - Abschnitt II). Eine produktbezogene Anlagepolitik führt zwangsläufig zu einem reduzierten Kundennutzen, den Beratung durch portfoliobezogene Anlageempfehlungen, unterstützt durch den Ausweis des entsprechenden Risikos und der entsprechenden Rendite, steigern kann.

II. Renditemessung

Überblick: Ausgehend von den getätigten Vorüberlegungen können wir uns dem eigentlichen Kern der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung im Sinne einer Messung von Rendite und Risiko zuwenden. Als ersten wichtigen Baustein gilt es, geeignete Ansätze zur Renditemessung zu finden. Aus unseren eigenen und weiteren im ersten Kapitel dieser Studie zitierten Untersuchungen geht hervor, dass Privatanleger ein klares Interesse an der Transparenz der Wertentwicklung ihrer Anlagen haben. Hierfür stehen verschiedene Methoden der Renditeberechnung zur Verfügung, die auch die Berechnung von noch zu definierenden Risikomaßen beeinflussen. Anders als bei der in einem folgenden Abschnitt genauer beschriebenen Messung von Risiko geht es bei der Renditemessung jedoch nicht um die Auswahl und Diskussion von verschiedenen Maßen. Vielmehr gilt es einige Grundsätze festzulegen und Kernfragen zu formulieren, die es vor der praktischen Ausgestaltung von Instrumenten zur Messung des Kundennutzens zu klären gilt.

Das zunächst trivial erscheinende Thema der Berechnung von Renditen gewinnt dadurch an Komplexität, dass Portfoliorenditen aus den Einzelrenditen der darin enthaltenen Wertpapiere errechnet werden, und es unterschiedliche Möglichkeiten der Behandlung von Geldzuflüssen und Geldabflüssen gibt. Dadurch entsteht eine Vielzahl von theoretisch möglichen Berechnungsformen, die sowohl in der Theorie als auch in der Praxis Anwendung finden. Um hier eine geeignete Auswahl speziell vor dem Hintergrund der Kundennutzenmessung treffen zu können, wird Finanzrendite in diesem Kontext zunächst definiert. Nach einer Klassifizierung und Beschreibung von gängigen Renditemaßen erfolgt deren Bewertung.

Die folgenden Ausführungen sind teilweise eher technischer Natur und daher insbesondere an den an einer Vertiefung dieses Aspektes der Kundennutzenmessung interessierten Leser gerichtet, wobei wir an dieser Stelle wie in den vorhergehenden Kapiteln einen kurzen Überblick unserer Ergebnisse voranstellen. Zusammenfassend lässt sich bezüglich der Renditemessung bei Privatanlegerportfolien sagen, dass diese auf Basis von zeitgewichteten Renditen, d. h. als einfacher Durchschnitt von Renditen über verschiedene Betrachtungszeiträume, erfolgen muss, um beispielsweise die Vergleichbarkeit

über verschiedene Portfolien zu gewährleisten und dem Anlegerverständnis Rechnung zu tragen. Unsere Erörterungen zeigen, dass auch Faktoren wie Messfrequenz, Nutzung von Transaktionspreisen oder Tagesschlusspreisen sowie der Umgang mit Transaktionskosten wichtige und zu definierende Teilaspekte bei der Renditeberechnung sind. Auf Basis bestehender wissenschaftlicher Studien lassen sich keine substanziellen Unterschiede hinsichtlich der resultierenden Jahresrendite bei der Berechnung auf täglicher oder monatlicher Basis feststellen. Deshalb sollte hier die Überlegung eher sein, ob eine monatliche Frequenz hinreichend für Kundennutzenvergleiche ist. Dies sollte abgewogen werden mit dem zusätzlichen Aufwand, den eine tägliche Berechnung in der Praxis erfordern würde. Um zu gewährleisten, dass es sich um tatsächliche Anlegerrenditen handelt, sollte mit realisierten Transaktionspreisen, d. h. Preisen bei Kauf und Veräußerung eines Anlageproduktes durch den betreffenden Anleger, und Cashflows gearbeitet werden, die der tatsächlichen Ein- bzw. Auszahlungen des Anlegers entsprechen. Renditen sollten bei der Betrachtung von Transaktionskosten grundsätzlich netto ausgewiesen werden, da die Nettorendite inkl. aller Transaktionskosten die für den Kunden relevante Größe ist. Lediglich für die Berechnung von Risikomaßen empfiehlt sich die Verwendung von Brutto-Rendite (ohne Transaktionskosten), um Verzerrungen der Risikomaße durch einmalig anfallende und vom tatsächlichen Risikoprofil des Wertpapiers unabhängige Kostenverrechnung auszuschließen.

II.1 Definition Finanzrendite

Grundsätzlich weist die Rendite die Wertänderung einer Investition über einen bestimmten Zeitraum aus. Der Duden definiert Rendite als „Ertrag einer Kapitalanlage“.²⁰⁷ Die Basisformel der Renditeberechnung dividiert die Wertänderung durch den Anfangswert der Anlage:

$$r = \frac{V_E - V_S}{V_S}$$

r steht für Finanzrendite, V_E ist der Endwert am Zeitpunkt E und V_S der Anfangswert am Zeitpunkt S . Privatanleger investieren ihr Finanzkapital typischerweise in eine Mehrzahl von Wertpapieren. Um nun die Gesamrendite dieses Portfolios an Wertpapieren zu erhalten, muss man die Renditen der Einzeltitel verknüpfen. Für eine Periode setzt sich die Portfoliorendite

²⁰⁷ Siehe Dudenverlag (2011).

zusammen aus der wertgewichteten Rendite der einzelnen Wertpapiere (wobei w_i für das Wertgewicht und r_i für die Rendite des Einzelwertpapiers steht):

$$r = \sum_{i=1}^{i=n} w_i \cdot r_i$$

Alternativ lässt sich auch die einzelne Berechnung der Renditen und anschließende Akkumulation vermeiden, indem man Portfolioendwerte direkt mit Portfolioanfangswerten vergleicht, sofern diese vorliegen.

Solange keine Mittelzuflüsse oder -abflüsse (Cashflows) erfolgen, kann man mit diesen Formeln Renditen von Portfolios über beliebige Zeiträume eindeutig berechnen. Man benötigt dafür jeweils nur den Anfangs- und Endwert des Portfolios bzw. der Einzeltitel. Diese Rendite lässt sich dann beliebig auf kürzere Perioden herunterbrechen oder zu längeren Perioden verknüpfen.

Allerdings lassen sich diese Cashflows relativ häufig in Portfolios von Privatanlegern beobachten, da sie aktiv handeln und Wertpapiere zu- oder verkaufen oder beispielsweise Ausschüttungen von Dividenden erfahren. Die Existenz dieser Cashflows innerhalb der Messperioden beeinflusst die Rendite, sodass die Basisformel entsprechend angepasst werden muss. Da dies auf unterschiedliche Weise erfolgen kann, ergeben sich mehrere theoretisch „richtige“ Renditemessmethoden, die aber zu divergierenden Ergebnissen führen können. Das folgende Kapitel klassifiziert mehrere Renditemaße und beschreibt sie.

II.2 Klassifizierung und Beschreibung von Renditemaßen

Die geläufigsten Renditemaße für Portfoliorenditen lassen sich speziell im Hinblick auf Privatkundenportfolios entlang von vier Ausprägungsmerkmalen unterscheiden:²⁰⁸

- Verknüpfung von Subperioden,
- Messfrequenz,
- Renditen innerhalb von Subperioden und
- Betrachtung von Transaktionskosten.

Verknüpfung von Subperioden

Bei mehrperiodigen Anlagezeiträumen, über die eine Rendite gemessen werden soll, ist es oft gewünscht, Renditen für einzelne Subperioden wie z. B. einen Tag oder einen Monat zu messen und diese dann mit anderen Subperioden zu verknüpfen (z. B. zur Jahresrendite). Die

²⁰⁸ Die folgenden Ausführungen beruhen in großen Teilen auf Kaesler (2011), S. 30 ff.

einfachste Form der Verknüpfung besteht darin, die Perioden gleichgewichtet geometrisch zu verbinden:

$$r_{tw} = \prod_{t=S}^{t=E} \frac{V_{t+1} - C_{t+1}}{V_t} - 1$$

Es wird innerhalb der Subperioden t um Cashflows C korrigiert, sodass die Portfoliorendite der wertgewichteten Rendite der einzelnen Wertpapiere entspricht. V_t entspricht hier dem Portfoliowert, direkt nachdem der Cashflow C_t angefallen ist (am Ende der Subperiode t). Das heißt, es wird hier angenommen, dass Cashflows am Ende der jeweiligen Subperiode anfallen. Diese Form der Rendite wird als *zeitgewichtet* charakterisiert, weil sie gleiche Zeitperioden gleich und unabhängig vom investierten Vermögen gewichtet.

Voraussetzung ist jeweils die Verfügbarkeit eines Portfoliowertes am Anfang und Ende der Subperiode und eines Wertes und Zeitpunkts der Cashflows. Häufig wird bei dieser Rendite daher davon gesprochen, dass sie die Leistung des Portfoliomanagers bewertet, wenn Cashflows nicht beeinflusst werden können.

Oft ist der Investor jedoch daran interessiert, wie hoch seine Rendite im Durchschnitt je investiertem Euro war. Diese sogenannte *geldgewichtete* Rendite entspricht dem internen Zinsfuß (r_{IRR}) der Investition und lässt sich durch Lösung der folgenden Gleichung berechnen:

$$V_E = V_S \times (1 + r_{IRR}) + \sum_{t=S}^{t=E} C_t \times (1 + r_{IRR})^{w_t}$$

C_t ist hier der Cashflow am Tag t . Der Gewichtungsfaktor w_t ist das Verhältnis aus der Zeit, die seit dem Cashflow vergangen ist, und der Länge der Messperiode.

Hierbei werden Zeitpunkt und Höhe der Cashflows explizit berücksichtigt, sodass die Rendite sehr spezifisch für das jeweilige Portfolio abhängig vom Profil des individuellen Investitionsvolumens über die Zeit ist. Voraussetzung sind hierbei nur ein Portfoliowert am Anfang und Ende der Gesamtperiode und ein Wert und Zeitpunkt der Cashflows. Eine Zerlegung in Subperioden ist nicht erforderlich. Häufig wird daher von der Performance des Portfolios gesprochen, die sowohl von der Auswahl der Einzeltitel abhängt als auch vom jeweils investierten Portfoliowert.

Zu beachten ist, dass zeit- und geldgewichtete Methoden zu signifikant unterschiedlichen Ergebnissen führen können. So ist eine negative zeitgewichtete Rendite denkbar, obwohl der Investor gleichzeitig einen Euro-Gewinn realisiert hat, nämlich dann, wenn der Portfoliowert

in Subperioden mit guter Rendite höher war. In diesem Fall wäre die geldgewichtete Rendite ebenfalls positiv.

Da sich die Berechnung der internen Zinsfüße mathematisch schwierig gestaltet, wurde von Dietz eine Näherungsformel (sogenannte *Dietz-Methode*) entwickelt:²⁰⁹

$$r_D = \frac{V_E - V_S - \sum_{t=S}^{t=E} C_t}{V_S + \frac{1}{2} \times \sum_{t=S}^{t=E} C_t}$$

Diese Formel nimmt an, dass alle Cashflows in der Mitte der Subperiode anfallen. Es ist jedoch auch möglich, die einzelnen Cashflows innerhalb der Subperiode nach Anfallszeitpunkt zu gewichten. Dies geschieht bei der *modifizierten Dietz-Methode*:²¹⁰

$$r_{MD} = \frac{V_E - V_S - \sum_{t=S}^{t=E} C_t}{V_S + \sum_{t=S}^{t=E} w_t \times C_t}$$

w_i ist analog zu oben das Verhältnis aus der Zeit, die seit dem Cashflow vergangen ist, und der Länge der Messperiode. Geldgewichtete Renditen sind per definitionem immer konstant für die Betrachtungsperiode. Eine Zerlegung in Subperioden ist nicht möglich, weil diese Maße ja gerade eine durchschnittliche (und damit konstante) Rendite je investiertem Euro ausweisen sollen. Theoretisch ist es jedoch möglich, geldgewichtete Renditen bestimmter Perioden mit anderen Perioden zu verknüpfen. Dies geschieht wie oben beschrieben mittels geometrischer Verbindung und erfolgt damit zeitgewichtet. Es entsteht somit eine *hybride* Methode hinsichtlich der Verknüpfung.

Messfrequenz

Die oben beschriebene zeitgewichtete Berechnungsmethode erfordert die Zerlegung des Anlagehorizonts in Subperioden für jeden Zeitpunkt, an dem ein Cashflow anfällt. Nur so kann für Letztere korrigiert werden. In der Praxis wählt man Subperioden aber nicht unterschiedlich lang, sondern vereinfacht, indem möglichst kleine Zeiteinheiten, wie ein Monat oder sogar ein Tag, als Periodenlänge definiert werden.

²⁰⁹ Siehe Dietz (1966) und (1968).

²¹⁰ Siehe Dietz (1966) und (1968).

Renditen innerhalb von Subperioden

Wählt man z. B. einen Monat als kleinste Zeiteinheit für eine Subperiode, würde die Formel für die zeitgewichtete Rendite annehmen, dass alle Cashflows am Ende des Monats anfielen. In Wahrheit dürften Cashflows jedoch recht häufig innerhalb des Monats verteilt sein und damit Einfluss auf die Rendite haben. Abhilfe würde hier die Verkürzung der Subperiodenlänge auf z. B. einen Tag schaffen. Kürzere Zeitperioden wie z. B. eine Stunde erscheinen nicht sinnvoll, da solche Renditen nur schwer interpretierbar und z. B. auf einen Tag hochzurechnen sind.

Eine weitere Komplexität, die die Renditen innerhalb von Subperioden betrifft, ist die Frage, ob für den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren (d. h. für die Bewertung von Cashflows) Schlusskurse oder die tatsächlichen Transaktionspreise genommen werden sollten. Beide Methoden werden in der Literatur diskutiert.²¹¹

Betrachtung von Transaktionskosten

Schließlich ergibt sich noch dadurch eine Ausgestaltungsoption, dass Transaktionskosten bei der Berechnung der Portfoliorendite berücksichtigt werden können oder nicht. Transaktionskosten würden dabei prinzipiell wie andere Cashflows behandelt werden. Beträgt eine Aktieninvestition beispielsweise 1.000 Euro und werden dabei 10 Euro Transaktionskosten fällig, so würde man Renditen netto berechnen, wenn man hier einen Cashflow von 1010 Euro annimmt. Transaktionskosten wirken sich auf die Rendite also immer vollständig am Transaktionstag aus und werden nicht über die Haltedauer „abgeschrieben“. Da es möglich ist, dass diese Transaktionskosten an bestimmten Tagen verhältnismäßig große negative Renditen erzeugen können, wird empfohlen, zur Berechnung von Risikomaßen Brutto-Renditen zu verwenden, weil diese nicht durch evtl. anfallende Transaktionskosten verzerrt werden.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass mögliche Messmethoden für Renditen von Privatanlegerportfolios sich an diesen vier Ausgestaltungsoptionen orientieren. In der Wissenschaft herrschen vor allem Methoden mit zeitgewichteten Renditemaßen vor, die entweder monatliche oder tägliche Daten benutzen.²¹² Zudem lassen sich auch einige hybride Modelle finden.²¹³ In der Praxis hat sich bislang kein Standard für Portfoliorenditen von Privatanlegern etabliert. Banken weisen Privatkundenportfoliorenditen sehr unterschiedlich aus (siehe Kapitel 1 - Abschnitt IV). Allerdings gibt es Richtlinien für den Ausweis von

²¹¹ Siehe Menchero und Hu (2003); Spaulding (2003).

²¹² Siehe Barber und Odean (2000) und (2001); Shu et al. (2004); Anderson (2007); Halling (2009).

²¹³ Siehe Hackethal et al. (2011).

Leistungen von Vermögensmanagern oder Investmentfonds: Ursprünglich getrieben von der amerikanischen Analystenvereinigung AIMR (heute CFA Institute) entstanden beispielsweise die Global Investment Performance Standards (GIPS) (siehe auch Kapitel 1 - Abschnitt IV).²¹⁴ Dort wird grundsätzlich die Nutzung der zeitgewichteten Rendite vorgeschrieben, was bedeutet, dass Subperioden so gewählt werden sollten, dass Portfolios zu allen Cashflow-Zeitpunkten bewertet werden - was aber oft nicht zu gängigen Tages- oder Monatszeiträumen passt. Daher empfehlen die GIPS, Portfolios bei außergewöhnlich hohen Cashflows gesondert zu bewerten. Zur Berücksichtigung von Cashflows innerhalb von Subperioden wird daher die modifizierte Dietz-Methode eingesetzt, was bei zeitgewichteter Verknüpfung zu hybriden Maßen führt. Dies ist übereinstimmend damit, dass institutionelle Portfoliomanager vorherrschend hybride Modelle benutzen, die z. B. Renditen in Subperioden über geldgewichtete Näherungsformeln wie die modifizierte Dietz-Methode berechnen und diese dann gleichgewichtet verbinden.²¹⁵

²¹⁴ Siehe GIPS (2010).

²¹⁵ Siehe Bacon (2008).

III. Risikomessung

Überblick: Aufbauend auf die Überlegungen zum Renditeausweis wird im Folgenden die Frage diskutiert, welche Risikomaße zur Messung des Kundennutzens sinnvoll eingesetzt werden können und wie diese zu interpretieren sind. Der Fokus im ersten Teil dieses Abschnitts liegt nach einleitenden Überlegungen zum Risikobegriff auf der Beschreibung von Risikomaßen. Anders als beim Renditeausweis lassen sich bei der Risikomessung verschiedene konkrete Messgrößen unterscheiden. Im zweiten Teil dieses Abschnitts wird eine umfassende empirische Bewertung der beschriebenen Risikomaße auf Basis realer Portfoliodaten von Privatanlegern vorgenommen. Insbesondere gehen wir hierbei auf die Kriterien Relevanz und Persistenz ein.

Ähnlich wie beim Renditeausweis sind die folgenden Absätze eher technischer Natur. Zusammenfassend lässt sich an dieser Stelle bereits Folgendes zum Risikoausweis sagen: Risiko wird im Bereich der Geldanlage als (negative) Abweichung von einem Erwartungswert wahrgenommen. Vor dem Hintergrund der Entwicklung von Instrumenten zur Messung des Kundennutzens erscheinen drei etablierte Risikomaße, mit denen Risiko auf Basis historischer Renditereihen gemessen werden kann, besonders geeignet: Varianz bzw. Standardabweichung, Value-at-Risk (VaR) und der Conditional Value-at-Risk (CVaR). Diese unterscheiden sich insbesondere darin, dass ihnen ein unterschiedliches Risikoverständnis zugrunde liegt, das sich in der zweiseitigen bzw. einseitigen Betrachtung von Abweichungen vom Erwartungswert niederschlägt. Zudem werden Abweichungen von der Normalverteilung von den Risikomaßen unterschiedlich gut reflektiert. Unsere empirische Untersuchung anhand realer Privatanlegerportfolios zeigt, dass diese theoretischen Unterschiede auch von praktischer Relevanz sind. So sind VaR und CVaR tendenziell besser geeignet als die Standardabweichung, das historische Risiko der Portfolien privater Anleger zu erfassen. Dies liegt darin begründet, dass Privatanlegerrenditen in der Tat einer von der Normalverteilung abweichenden Verteilung folgen und sogenannte „fat tails“ aufweisen, d. h., dass stark negative Renditen aufgrund von mangelnder Diversifikation vermehrt auftreten. Hinsichtlich eines weiteren wichtigen Aspektes bei der Messung des Kundennutzens erscheint jedoch die Standardabweichung als das adäquatere Risikomaß; sie stellt das persistenteste Risikomaß dar, das die relative Einordnung von Portfolien im Zeitverlauf relativ

konstant hält. Auf dieser Basis können wir daher noch keines der Risikomaße zweifelsfrei für die Messung des Kundennutzens der Anlageberatung empfehlen. Hier wird die in Abschnitt IV später diskutierte Verständlichkeit verschiedener Maße aus Anlegerperspektive weitere wichtige Anhaltspunkte liefern.

III.1 Herleitung von Risikomaßen

Es gibt eine Vielzahl von verschiedenen Risikomaßen, die sowohl in der finanztheoretischen Literatur dokumentiert sind als auch in der Praxis, beispielsweise im Rahmen von institutionellem Portfoliomanagement oder Risikomanagement bei Unternehmen, Anwendung finden. Um aus diesem Kanon eine geeignete Auswahl von Risikomaßen zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung zu treffen, gilt es zuerst, sich mit der Frage auseinanderzusetzen, wie Risiko im Allgemeinen und speziell aus Anlegersicht verstanden wird. Hierfür wird als erster Baustein im Folgenden der Risikobegriff definiert. Als Grundlage für die Beschreibung der einzelnen Risikomaße, die zum Zweck der Messung des Kundennutzens sinnvoll erscheinen, kann zudem auf theoretische Ansätze zur Klassifizierung und Charakterisierung von Risikomaßen zurückgegriffen werden.

III.1.1 Definition Finanzrisiko

Im Allgemeinen spricht man immer dann von Risiko, wenn Unsicherheit über einen zukünftigen Zustand oder eine zukünftige Entwicklung besteht. So definiert der Duden Risiko als „Mögliche[n] negative[n] Ausgang bei einer Unternehmung [...]; [ein] mit einem Vorhaben, Unternehmen verbundenes Wagnis“.²¹⁶ Obwohl Risiko ein Phänomen ist, das für jeden eine Bedeutung hat, da es praktisch alle Bereiche des menschlichen Lebens berührt, gibt es kein allgemeingültiges Verständnis des Risikobegriffs.²¹⁷

Im Rahmen dieser Studie ist insbesondere der Risikobegriff der Wirtschaftswissenschaften von Bedeutung. In diesem Zusammenhang wird Risiko als Maß für mögliche Gewinne und Verluste bzw. als Entscheidungsgrundlage definiert.²¹⁸ Konkret wird Risiko als mögliche zukünftige Abweichung von einem erwarteten Ergebnis verstanden, wobei dieses meist als Erwartungswert ausgedrückt wird. In Bezug auf Finanzrisiken heißt dies, dass Abweichungen – sowohl negative als auch positive – zum Risiko beitragen. Diese Definition von Risiko hat bis in die frühen 1990er Jahre in Theorie und Praxis dominiert und sich in der Nutzung von

²¹⁶ Dudenverlag (2011).

²¹⁷ Auch in der Wissenschaft ist der Risikobegriff unterschiedlich definiert. So begreift beispielsweise die Philosophie Risiko als moralisches Konzept, die Soziologie Risiko als soziales Konstrukt und die Psychologie Risiko als Wahrnehmens- und Verhaltensmuster (Althaus, 2005).

²¹⁸ Ibid.

sogenannten *zweiseitigen* Risikomaßen, wie beispielsweise der Standardabweichung, in der modernen Portfoliotheorie niedergeschlagen.

Aus Investorensicht ist in vielen Fällen jedoch eine engere Definition von Risiko relevant. Intuitiv wird Risiko als „negative Veränderung bzw. adverse Entwicklung“ einer finanziellen Position verstanden.²¹⁹ Während Anleger Renditen, die unter den Erwartungen liegen, fürchten, werden mögliche Überrenditen als Chance begriffen. Dieses *einseitige* Verständnis von Risiko stützt sich auch auf Beobachtungen der Verhaltensökonomie. Im Rahmen ihrer *Prospect Theory*, die das Verhalten bei unsicheren Entscheidungen charakterisiert, haben Kahnemann und Tversky das Konzept der *loss aversion* (Verlustvermeidung) geprägt.²²⁰ Anleger verwenden in ihren Entscheidungen Referenzpunkte, wobei negative Abweichungen von diesen als Verlust wahrgenommen werden. Die Möglichkeit von Verlusten scheint dabei stärkeren Einfluss auf Entscheidungen zu haben als mögliche Gewinne in gleicher Höhe.²²¹ Auf der *Prospect Theory* aufbauende Untersuchungen und Experimente liefern weitere Anhaltspunkte dafür, wie Anleger Risiko wahrnehmen bzw. wodurch die Risikoaversion von Anlegern geprägt ist. So erhöht die Möglichkeit von großen Verlusten bzw. eines Totalverlustes die Risikoaversion.²²² Zudem unterscheiden sich die Risikopräferenzen von Anleger zu Anleger, da sie sowohl durch individuelle Charakterzüge geprägt als auch durch externe Faktoren bestimmt sind.²²³ Dies kann auch zu Veränderungen der Risikopräferenzen über die Zeit oder abhängig vom jeweiligen Kontext führen.²²⁴ So erhöht sich in vielen Fällen die Risikoaversion von Investoren mit der Höhe einer Anlage relativ zu ihrem Vermögen.

III.1.2 Klassifizierung und Beschreibung von Risikomaßen

Klassifizierung von Risikomaßen

Eine Einordnung und Klassifizierung von Risikomaßen kann aufbauend auf der Definition des Risikobegriffs erfolgen. Zur Messung des Kundennutzens sind dabei Risikomaße von Bedeutung, die das Risiko einer Einzelanlage bzw. eines Gesamtdepots für sich betrachtet unabhängig von weiteren Einflussfaktoren definieren.

²¹⁹ Siehe Albrecht (2003), S. 3.

²²⁰ Siehe Kahneman und Tversky (1979).

²²¹ Siehe Kahneman und Tversky (1979). Wobei es auch ernst zu nehmende Kritik an dem postulierten höheren Entscheidungsgewicht von möglichen Verlusten gibt (z. B. Erev et al., 2008).

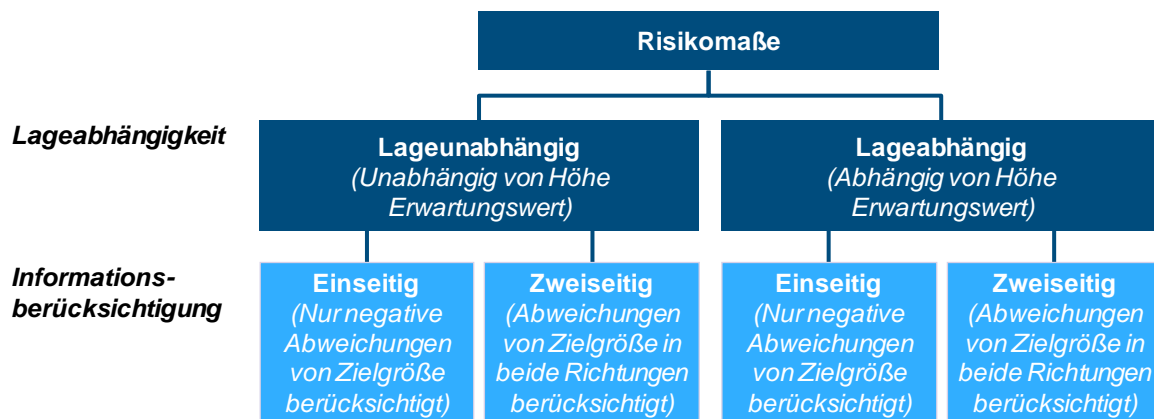
²²² Siehe Johnson et al. (2006).

²²³ Ibid.

²²⁴ Siehe beispielsweise Johnson et al. (2006) und Vlaev et al. (2009).

Risikomaße lassen sich in erster Linie durch ihre *Lageabhängigkeit* und ihre *Informationsberücksichtigung* charakterisieren (siehe Abbildung 24).²²⁵ Lageabhängigkeit steht dafür, ob ein Risikomaß den Grad der Abweichung von einem Erwartungswert misst und dabei unabhängig von diesem betrachtet werden kann (*lageunabhängiges* Risikomaß) oder ob ein Risikomaß von der Höhe des Erwartungswertes abhängig ist (*lageabhängiges* Risikomaß).²²⁶ Der Aspekt der Informationsberücksichtigung bezieht sich auf die in der Definition des Risikobegriffs diskutierte Interpretation von Risiko. Hier geht es um die Unterscheidung zwischen *zweiseitigen* Risikomaßen, die negative und positive Abweichungen von einem Erwartungswert messen, und *einseitigen* Maßen, die nur negative Abweichungen darstellen und damit tendenziell eher der intuitiven Definition von Risiko aus Investorensicht entsprechen.

Abbildung 24: Klassifizierung von Risikomaßen



Aufgrund der Vielzahl von Risikomaßen, die sowohl in der Praxis als auch in der Theorie entwickelt worden sind, gibt es diverse Ansätze, diese weiter zu klassifizieren und aus theoretischer Sicht zu beurteilen. In der Theorie haben sich verschiedene Axiomensysteme durchgesetzt, die Anforderungen an die unterschiedlichen Klassen von Risikomaßen stellen. Durch diese theoretischen Anforderungen können die Risikomaße genauer charakterisiert werden, und es kann eine erste Einschätzung erfolgen, inwieweit es sich um aus wissenschaftlicher Sicht adäquate Risikomaße handelt.²²⁷ Beispielhaft sei hier nur auf die Axiomensysteme von Pedersen und Satchell (lageunabhängige Risikomaße) und von Artzner, Delbaen, Eber und Heath (lageabhängige Risikomaße) verwiesen, die die theoretischen Anforderungskataloge an Risikomaße in besonderem Maße geprägt haben, deren detaillierte

²²⁵ Siehe Albrecht (2003).

²²⁶ Siehe Albrecht (2003).

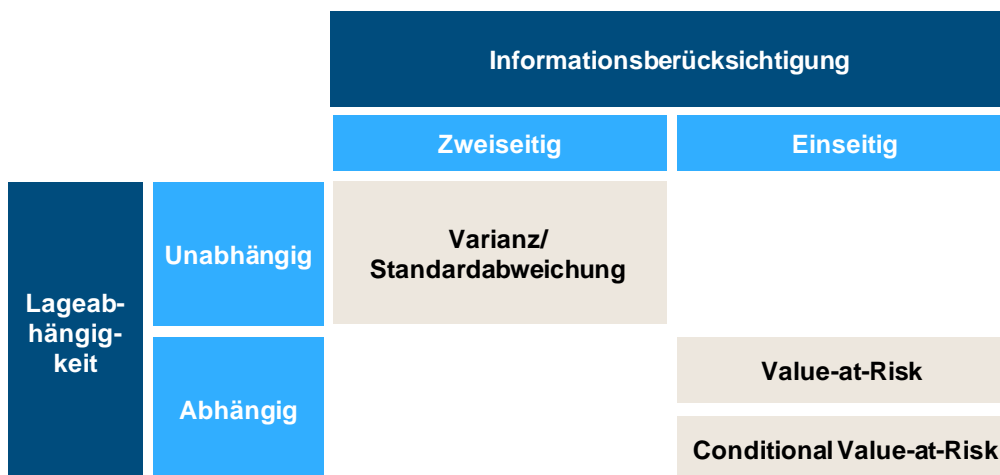
²²⁷ Beispielsweise inwieweit durch das Risikomaß Diversifikationseffekte berücksichtigt werden.

Beschreibung jedoch den Rahmen dieser Studie übersteigt.²²⁸ Die Risikomaße, die wir für die Messung des Kundennutzens vorschlagen, reflektieren jedoch die Definition des Risikobegriffs und auch diese theoretischen Überlegungen. Solche eher theoretischen Einschätzungen müssen in einem weiteren Schritt, wenn es um die Betrachtung der auf den Risikomaßen aufbauenden Instrumenten zur Nutzung des Kundennutzens geht, mit der Bewertung aus Sicht der praxisorientierten Anforderungen an Instrumente zur Messung des Kundennutzens ergänzt werden.

Beschreibung von Risikomaßen

Die Risikomaße 1) Varianz und Standardabweichung, 2) Value-at-Risk und 3) Conditional Value-at-Risk erscheinen vor dem Hintergrund der qualitativen Anforderungen an Instrumente zur Messung des Kundennutzens besonders geeignet und werden im Folgenden vorgestellt. Dabei werden ihre Kernaspekte, die Interpretation aus Investorensicht und eine kurze Einschätzung im Hinblick auf die allgemeine praktische Anwendung und die vorhergehenden theoretischen Kriterien diskutiert. Eine Auswahl weiterer Risikomaße wird im Anschluss tabellarisch dargestellt. Die ausgewählten Risikomaße lassen sich im Rahmen der generellen Klassifizierung wie in Abbildung 25 gezeigt einordnen.

Abbildung 25: Klassifizierung der beschriebenen Risikomaße



Varianz und Standardabweichung

Varianz und Standardabweichung sind traditionelle Instrumente der Risikobestimmung, die seit der Portfoliotheorie von Markowitz die Finanztheorie prägen.²²⁹ Risiko ist in diesem Fall als Ausmaß der Schwankungen um den Erwartungswert definiert, wobei meist der historische

²²⁸ Siehe Axiomensysteme von Pedersen und Satchell (1998) und Artzner et al. (1999). Ersteres baut auf Kijima und Ohnishi (1993) und wurde durch Rockafellar und Uryasev (2002) im Rahmen ihrer Diskussion des Conditional Value-at-Risk Konzepts weiterentwickelt.

²²⁹ Siehe Markowitz (1952).

Durchschnitt der betrachteten Größe (z. B. der Rendite einer Aktie) als Proxy für diesen verwendet wird. Da sowohl negative als auch positive Abweichungen berücksichtigt werden, handelt es sich bei Varianz und Standardabweichung um zweiseitige Risikomaße. Mathematisch gesehen ist die Varianz die mittlere quadratische Abweichung vom Erwartungswert. Die Standardabweichung σ wird als Quadratwurzel der Varianz berechnet und steht somit in derselben Einheit wie die zugrunde liegenden Werte. Das heißt, dass die Standardabweichungen beispielsweise auf Basis von Renditen (in Prozent) berechnet die Abweichung in Prozentpunkten angibt:

$$\text{Var}(X) = E[(X - E(X))^2]$$

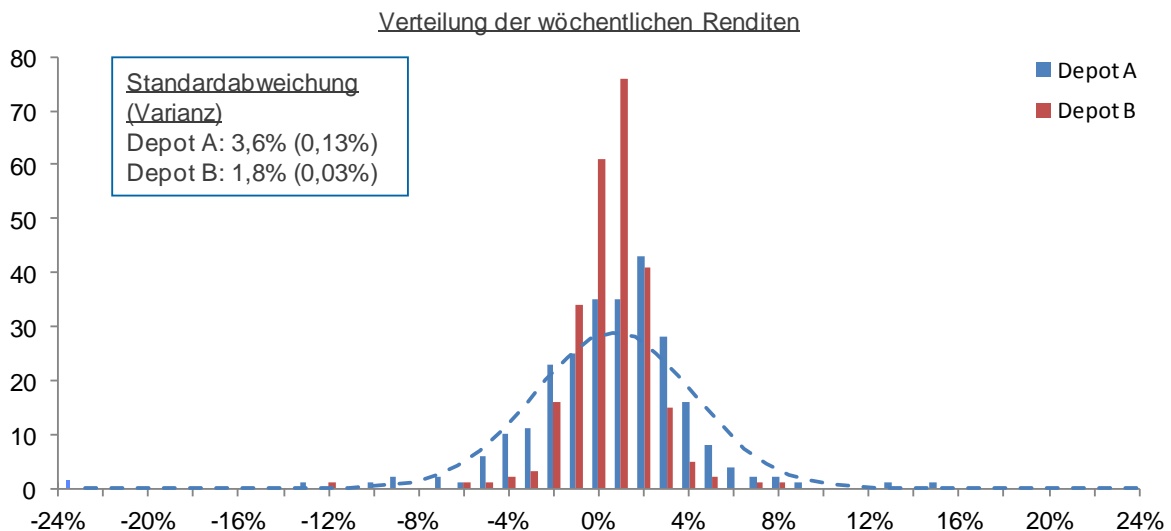
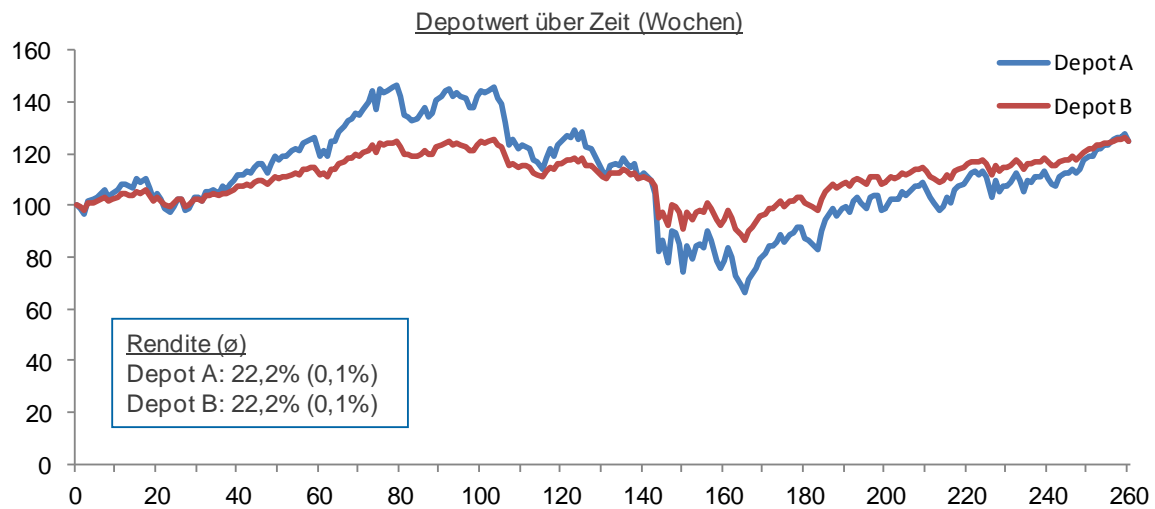
$$\sigma(X) = \sqrt{\text{Var}(X)}$$

mit Zufallsgröße X und Erwartungswert E .

Die Interpretation von Varianz und Standardabweichung als Risikomaße ist aus Anlegersicht einfach: Je höher die Schwankungen der Rendite einer Anlage um den Erwartungswert, desto größer ist das Risiko. Beim Vergleich von verschiedenen Anlagemöglichkeiten steht höhere Varianz bzw. Standardabweichung für den Investor für größere Unsicherheit, die erwartete Rendite zu erzielen, bzw. auf die Vergangenheit bezogen für tatsächlich höhere Abweichungen von der durchschnittlichen Rendite. Die folgende Abbildung 26 verdeutlicht dies. Während Anleger A und Anleger B durchschnittlich dieselbe Rendite erzielt haben, war die Rendite des Depots von Anleger A deutlich höheren Schwankungen unterworfen, was sich in einer größeren Varianz und Standardabweichung niederschlägt.²³⁰

²³⁰ Die Rendite von Depot A ist auf Basis tatsächlicher wöchentlicher Dax-Renditen von Januar 2006-Januar 2011 berechnet.

Abbildung 26: Vergleich des Depotwertverlaufs und der Renditeverteilung von zwei exemplarischen Anlegerdepots



Obwohl Varianz und Standardabweichung als zweiseitige Risikomaße dem Risikoverständnis aus Investorensicht widersprechen, finden sie in der Praxis nach wie vor breite Anwendung in Risikomessung und Risikomanagement. So wird die Standardabweichung auch im Rahmen des in Kapitel 1 - Abschnitt IV diskutierten Risiko-Rendite-Profil nach OGAW-/UCITS-IV angewandt. Vorteile von Varianz und Standardabweichung sind insbesondere die leicht verständliche Interpretation und die etablierte Berechnungslogik. So lässt sich mithilfe von Varianzen sehr einfach das Risiko bei der Bildung von Portfolios berechnen und sie können im Rahmen von Fragestellungen zur Risiko-Rendite-Optimierung eingesetzt werden.²³¹ Die Varianz erfüllt auch die theoretischen Anforderungen an Risikomaße nach Pedersen und

²³¹ Siehe Albrecht (2003).

Satchell (1998), zumindest sofern die zugrunde liegende Variable normalverteilt ist.²³² Anders ausgedrückt setzen beide Maße voraus, dass Abweichungen vom Erwartungswert symmetrisch auf bestimmte Art und Weise verteilt sind. Eben diese Annahme von Normalverteilung der zugrunde liegenden Werte stellt jedoch sowohl aus theoretischer als auch praktischer Sicht ein Problem bei der Anwendung von Varianz und Standardabweichung als Risikomaß dar, da Anlagerenditen diese Annahme oftmals erheblich verletzen.²³³

Value-at-Risk

Value-at-Risk (VaR) ist ein relativ junges Risikomaß, das mittlerweile im Portfoliomanagement und insbesondere im Risikomanagement von Finanzunternehmen vielfach angewendet wird.²³⁴ VaR wurde in den 1980er Jahren entwickelt und erstmals durch große amerikanische Investmentbanken eingesetzt. Ziel war es, sämtliche Risiken aller Anlage- und Handelspositionen in einer einzelnen Zahl zu bündeln.

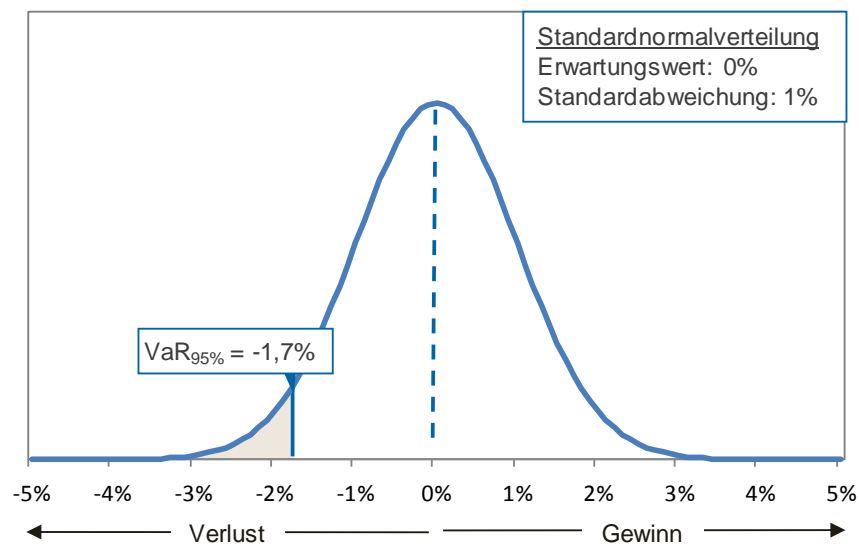
Mithilfe von VaR kann unter Vorgabe einer bestimmten Eintrittswahrscheinlichkeit der maximal zu erwartende Verlust in einem bestimmten Betrachtungszeitraum berechnet werden. Aus Investorensicht steht VaR somit dafür, *dass ein Verlust in einer bestimmten Höhe (der sogenannte Value at Risk als Geldbetrag oder Rendite ausgedrückt) mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird.* Als Wahrscheinlichkeit, dass der Verlust die VaR-Schwelle übersteigt, werden meist Werte zwischen 1 % und 5 % verwendet, was analog einem Konfidenzniveau von 99 % bis 95 % entspricht. Die folgende Abbildung 27 veranschaulicht diesen auf den ersten Blick etwas komplex anmutenden Zusammenhang. Die Abbildung zeigt die Verteilung möglicher Renditen beispielsweise eines Portfolios unter Annahme einer Standardnormalverteilung, d. h., dass die möglichen prozentualen Gewinne und Verluste symmetrisch um den Erwartungswert von 0 % verteilt sind bzw. dass die Wahrscheinlichkeit, einen Gewinn in einer bestimmten Höhe zu erzielen, der Wahrscheinlichkeit eines Verlustes in derselben Höhe entspricht. Um ein VaR zu bestimmen, definieren wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit eines bestimmten Verlustes bzw. das entsprechende Konfidenzniveau – in diesem Fall 5 % bzw. 95 % (5 % entsprechen der grau schattierten Fläche). VaR liegt in diesem Fall bei -1,7 %. Anders ausgedrückt sind wir uns auf Basis der dargestellten Verteilung *zu 95 % sicher, dass ein Verlust von -1,7 % nicht überschritten wird.*

²³² Siehe Albrecht (2003).

²³³ Siehe beispielsweise Mandelbrot (1963) und Kon (1984).

²³⁴ Siehe McNeil et al. (2005).

Abbildung 27: VaR schematisch unter Annahme einer Standardnormalverteilung



VaR wird abhängig von der Eintrittswahrscheinlichkeit des maximalen bzw. eines darüberliegenden Verlustes definiert:²³⁵

$$P[L > VaR_{1-\alpha}(L)] = \alpha$$

mit Wahrscheinlichkeit P , Verlust L und vorgegebener Eintrittswahrscheinlichkeit von α ; VaR kann dementsprechend als kleinster möglicher Verlustwert l gesehen werden, unter der Bedingung, dass die Wahrscheinlichkeit, dass ein Verlust den Wert l übersteigt, kleiner/gleich dem vorher definierten Konfidenzniveau ist.²³⁶

In der Praxis gibt es verschiedene Ansätze, den VaR zu ermitteln. Da es sich oftmals um eine zukunftsgerichtete Betrachtung handelt, ist der Kernpunkt, eine adäquate Verteilung der möglichen Verluste und Gewinne anzunehmen. Meist wird diese von den historisch erzielten Werten abgeleitet oder eine bestimmte Verteilung wird angenommen. Alternativ wird der VaR komplett auf Basis der historischen Werte berechnet. Bei 100 Beobachtungen (z. B. wöchentliche Renditen) entspricht in diesem Fall ein $VaR_{95\%}$ dem fünfthöchsten Verlust bei diesen Beobachtungen, d. h., bei 95 der 100 Beobachtungen wird dieser VaR nicht überschritten. In dieser Ausprägung lässt sich VaR auch zur Berechnung des historischen Risikos von Einzelanlagen oder Depots von Anlegern nutzen und kann damit auch im Rahmen der Messung des Kundennutzens angewandt werden. Anhand eines unserer schon für die anderen Risikomaße genutzten Beispiele lässt sich der VaR wie folgt darstellen: Entsprechend einem $VaR_{99\%}$ (VaR_{95}) wurde für Depot A ein wöchentlicher Verlust

²³⁵ Siehe Albrecht (2003).

²³⁶ Siehe McNeil et al (2005).

von -10 % (-5 %) in 99 % (95 %) der Fälle nicht überschritten (siehe Abbildung 28 und 29). Die niedrigeren VaR-Verlustwerte von Depot B spiegeln wiederum die geringeren Schwankungen (und damit auch geringeren unterwöchentlichen Gewinne und Verluste) des Depotwertes wieder.

Abbildung 28: Darstellung VaR anhand des exemplarischen Anlegerdepots A

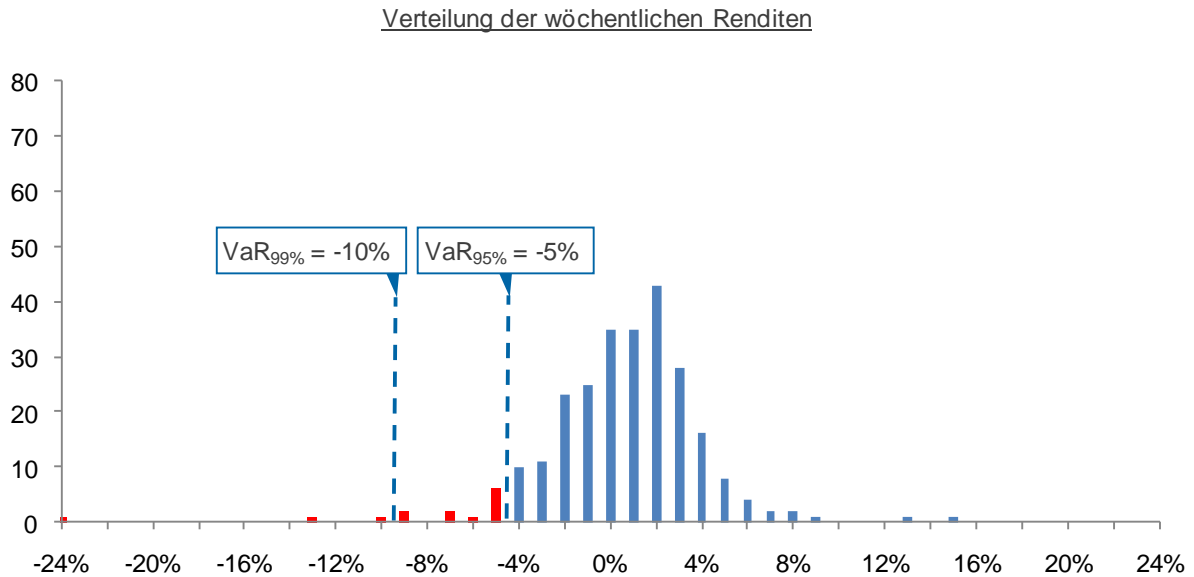
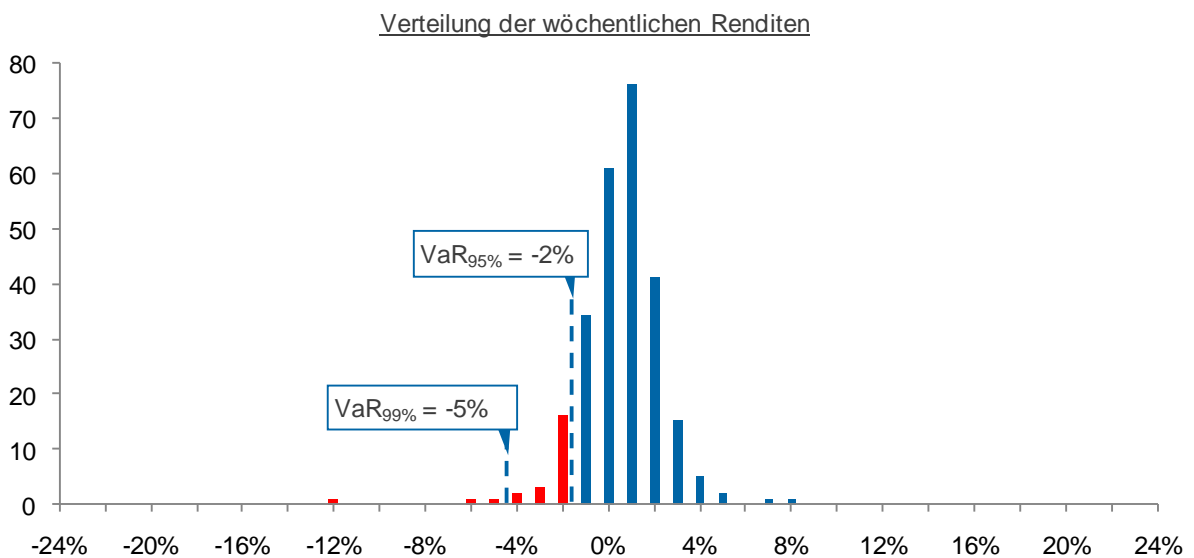


Abbildung 29: Darstellung VaR anhand des exemplarischen Anlegerdepots B



Auf der einen Seite erfährt VaR als Risikomaß bei Praktikern teilweise hohe Akzeptanz. Insbesondere zur Berechnung interner und regulatorischer Kapitalanforderungen bei Banken ist VaR das bevorzugte Maß.²³⁷ Auch für andere Anwendungen weist VaR einige Vorteile

²³⁷ Ein Beispiel ist die Verwendung von VaR im Rahmen der Basel-Kapitalanforderungen (siehe Basel Committee on Banking Supervision, 2011).

gegenüber einfachen Risikomaßen wie der Varianz und der Standardabweichung auf. So wird eine intuitive einseitige Risikowahrnehmung zugrunde gelegt. Des Weiteren kann VaR bei nicht symmetrischen, nicht normalverteilten Variablen angewandt werden. Auf der anderen Seite ist die Güte von VaR als Risikomaß jedoch umstritten.²³⁸ Vor dem Hintergrund unserer Studie sei an dieser Stelle darauf verwiesen, dass der VaR verschiedener Positionen nicht aggregiert werden kann bzw. dass Diversifikationseffekte nicht berücksichtigt werden, und VaR somit nicht den theoretischen Anforderungen an Risikomaße genügt.²³⁹ Zudem lässt VaR keine Rückschlüsse über die Höhe von Verlusten zu, die jenseits der VaR-Schwelle liegen. Dieser Aspekt wird bei auf VaR aufbauenden Risikomaßen wie dem im folgenden Abschnitt beschriebenen Conditional Value-at-Risk adressiert.

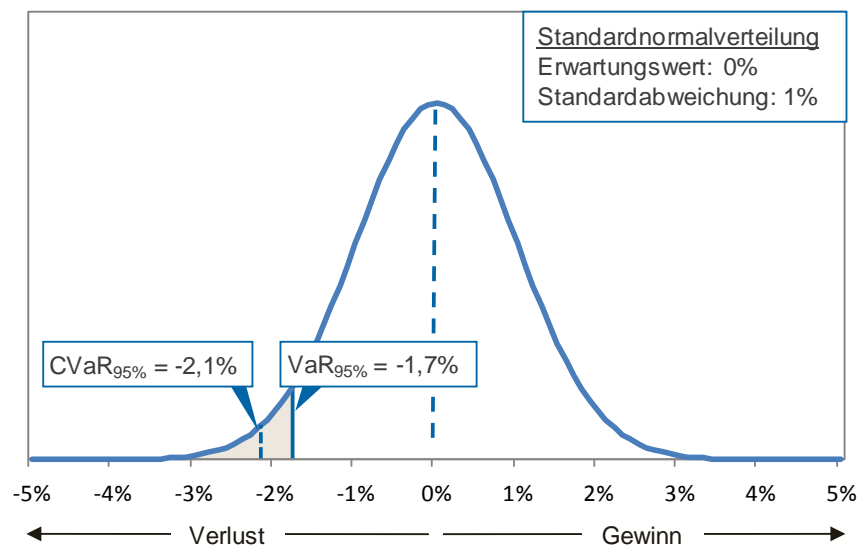
Conditional Value-at-Risk

Der Conditional Value-at-Risk (CVaR) ist ein eng mit dem VaR verwandtes Risikomaß. Im Gegensatz zum VaR gibt der CVaR keine Verlustschwelle an, sondern einen durchschnittlichen „Maximalverlust“, wenn die VaR-Schwelle überschritten ist. Analog zum VaR lässt sich der CVaR grafisch veranschaulichen (siehe Abbildung 30). Unter Annahme einer Standardnormalverteilung für prozentuale Renditen beträgt der CVaR -2,1 % (zum Vergleich: VaR = -1,7 %) auf Basis eines 95 %-Niveaus. Bei normalverteilten Verlusten (negativen Renditen) liegen CVaR und VaR im Allgemeinen nicht weit auseinander. Wichtiger ist die Betrachtung des CVaR, wenn vereinzelt sehr hohe Verluste (negative Renditen) auftreten können, d. h., die Verteilung sogenannte „fat tails“ hat.

²³⁸ Siehe McNeil et al. (2005) und Szegö (2002) für eine weiterführende Beurteilung von VaR aus theoretischer und praktischer Sicht.

²³⁹ Spezifisch ist VaR kein „kohärentes“ Risikomaß (Artzner et al., 1999).

Abbildung 30: CVaR schematisch unter Annahme einer Standardnormalverteilung



Der CVaR ist als der bedingte erwartete Verlust jenseits des VaR für ein bestimmtes Konfidenzniveau definiert:²⁴⁰

$$CVaR_{1-\alpha} = \frac{1}{\alpha} \int_0^\alpha VaR_u(L) du$$

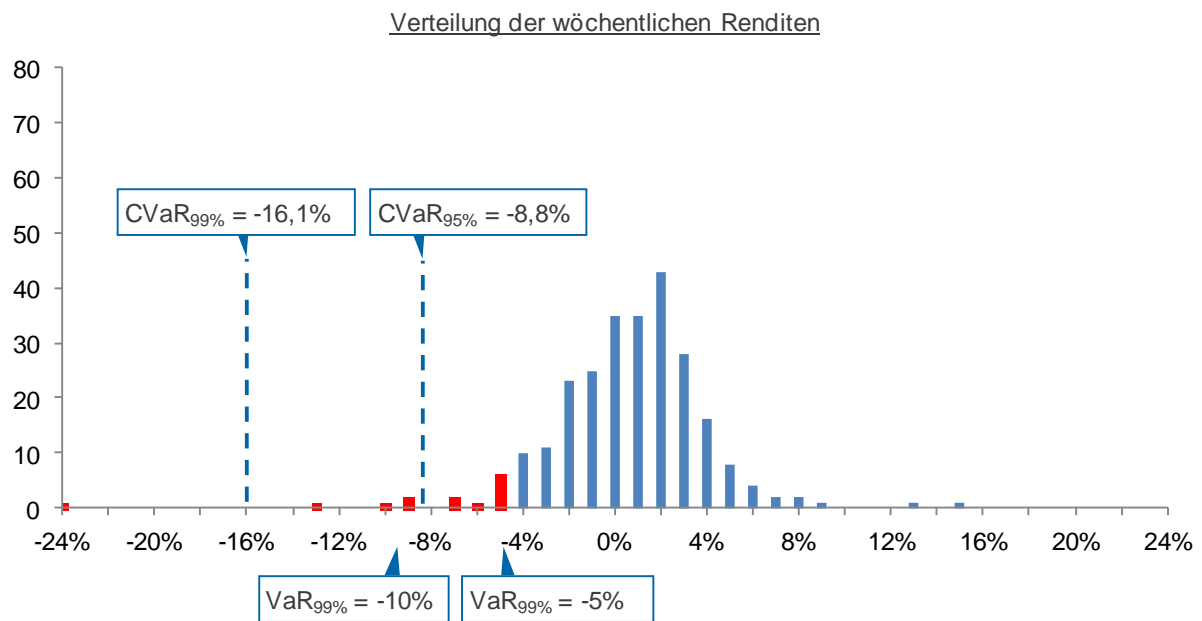
Mit Verlust L und Eintrittswahrscheinlichkeit eines Verlustes von α . Dadurch, dass u Werte zwischen 0 und α annimmt, werden VaR-Verlusthöhen betrachtet, die jenseits des ursprünglichen VaR mit der Eintrittswahrscheinlichkeit α liegen. Daher ergibt CVaR den Durchschnitt der Verluste, die die VaR-Schwelle überschreiten.

Beispielhaft angewandt auf eines unserer exemplarischen Depots (Depot A) ergibt sich beim CVaR folgendes Bild: Im Fall, dass der VaR₉₉-Verlust (VaR₉₅-Verlust) in Höhe von -10 % (-5 %) überschritten wurde, betrug der durchschnittliche Verlust, d. h. der CVaR₉₉ (CVaR₉₅) -16,1 % (-8,8 %). Durch einige sehr stark negative Verluste liegt der CVaR in diesem Fall deutlich über dem VaR. Dies verdeutlicht, wie wichtig die Betrachtung von Verlusten, die jenseits einer gewissen VaR-Schwelle liegen und durch den CVaR ermöglicht wird, aus Anlegersicht sein kann. Die Verwendung eines CVaR adressiert somit einen der Hauptkritikpunkte am VaR. Auch aus theoretischer Sicht ist der CVaR das bessere Risikomaß.²⁴¹ Diese Vorteile gehen allerdings mit einer höheren Rechenkomplexität einher.

²⁴⁰ Siehe McNeil et al. (2005) und Albrecht (2003).

²⁴¹ Siehe Rockafellar and Uryasev (2002).

Abbildung 31: Darstellung CVaR anhand des exemplarischen Anlegerdepots A



Weitere Risikomaße

Es gibt wie schon angedeutet eine Vielzahl weiterer Risikomaße, die jedoch vor dem Hintergrund der Messung des Kundennutzens nicht adäquat erscheinen. Hierzu gehören beispielsweise einfache lageunabhängige und zweiseitige Risikomaße wie die *Range*, die die Breite einer Renditeverteilung misst, jedoch weitere Aspekte der Verteilung nicht betrachtet. Eine weitere im Bereich der institutionellen Geldanlage verbreitete Klasse von Risikomaßen sind die sogenannten *Drawdown-Maße*, die kumulierte Verluste innerhalb einer Zeitreihe messen, jedoch auf einer komplizierten Berechnungslogik aufbauen. In der folgenden Tabelle 6 haben wir solche weiteren typischen Risikomaße aufgeführt.

Tabelle 6: Weitere ausgewählte Risikomaße²⁴²

Risikomaß	Klassifizierung	Beschreibung	Kommentar
Range	Zweiseitig, lageunabhängig	Breite einer Verteilung: Differenz zwischen maximaler positiver und negativer Rendite über einen vorher definierten Zeitraum	<ul style="list-style-type: none"> • Einfach zu berechnen und interpretieren • Tatsächliche Verteilung von Renditebeobachtungen wird bis auf Extremwerte außer Acht gelassen • Zweiseitiges Risikoverständnis
Lower Partial Moments (LPM)	Einseitig, lageunabhängig	Messung der negativen Abweichung von einem vorher festgelegten Zielwert; Interpretation abhängig von Wahl des Exponenten (bspw. LPM_0 = prozentuale Wahrscheinlichkeit einer	<ul style="list-style-type: none"> • Einfach zu berechnen und zumindest LPM_0 leicht zu interpretieren • Subjektive Definition eines Zielwertes

²⁴² Siehe Favre und Galeano (2002), Bossert und Füss (2011), Nawrocki (1999) und Albrecht (2003).

		Unterschreitung, LPM_1 = Mittelwert der Unterschreitungen, LPM_2 vergleichbar mit Varianz, jedoch fließen hier nur negative Abweichungen ein)	
Drawdown-Maße	Einseitig, lageunabhängig	Meist definiert als kumulierter Verlust innerhalb einer Zeitreihe, der sich von einem Höchstwert bis zum darauffolgenden Tiefstand oder einem aktuellen Wert ergibt (Maximum Drawdown)	<ul style="list-style-type: none"> • Einfache Interpretation, der ein intuitives, einseitiges Risikoverständnis zugrunde liegt • Höhe stärker als bei anderen Risikomaßen abhängig von Länge der betrachteten Zeitreihe und Datenfrequenz • Komplizierte Berechnung
Modified Value-at-Risk	Einseitig, lageabhängig	VaR-Berechnung angepasst um Korrekturfaktoren für Schiefe und Kurtosis („fat tails“) der zugrunde liegenden Verlust- bzw. Renditeverteilung	<ul style="list-style-type: none"> • Verbessert Genauigkeit von VaR für nicht normalverteilte Variablen deutlich • Intuitive Interpretation nicht möglich • Komplizierte und aufwendige Berechnungslogik

III.2 Bewertung der Risikomaße anhand realer Portfolios

III.2.1 Welches Risikomaß beschreibt die Risiken privater Anleger am besten?

Problemstellung und Methodik

Wir nutzen für unsere Analysen den im Anhang III vorgestellten Datensatz. Mithilfe dieses Datensatzes werden die Risikomaße auf Basis von realen Portfolios bewertet. Dieses Verfahren hat den Vorteil, dass Stärken und Schwächen der verschiedenen Risikomaße direkt im realen Kontext der Portfolios von Privatanlegern bewertet werden können. So sind im Vergleich zu Portfolios von Banken, Versicherungen oder anderen Finanzdienstleistern die Portfolios von privaten Anlegern häufig deutlich schlechter diversifiziert²⁴³ und können Produkte aller Anlageklassen enthalten.

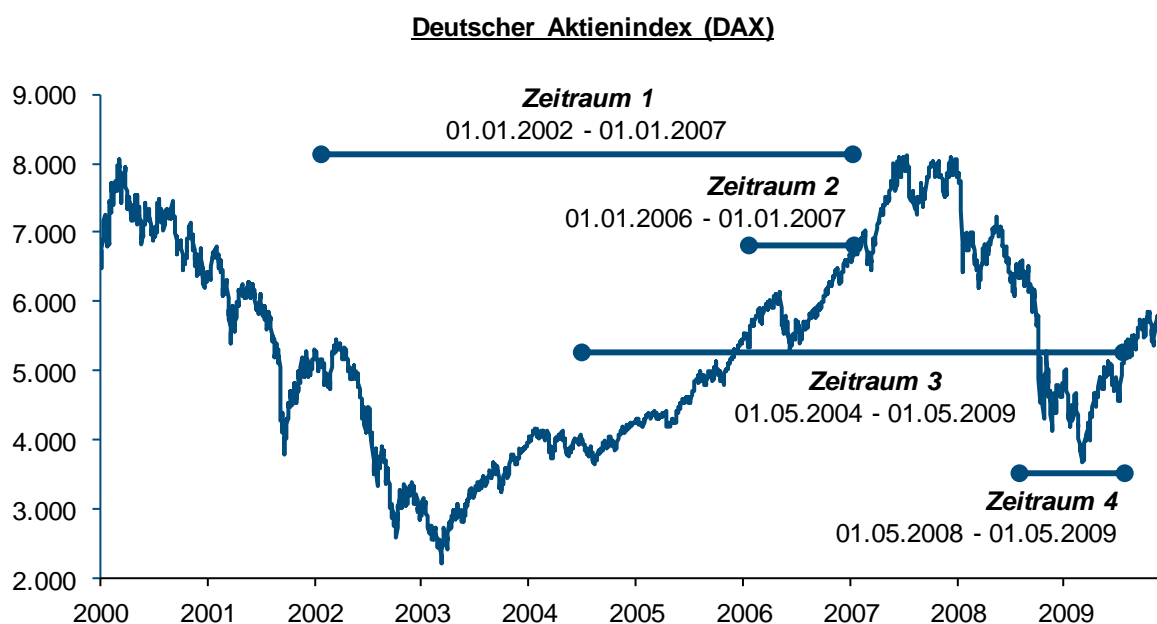
Eine geringe Diversifikation kann „fat tails“, das Auftreten von relativ niedrigen Renditerealisationen mit relativ hoher Wahrscheinlichkeit, begünstigen. Sollten durch Faktoren, wie zum Beispiel mangelnde Diversifikation, Privatanlegerportfolios solche „fat tails“ aufweisen, wären einseitige Risikomaße (vgl. die vorigen Ausführungen zu Risikomaßen) wie der VaR und CVaR besser geeignet, um das Risiko, das private Anleger eingehen, adäquat darzustellen. Diese Frage ist im Folgenden zu klären.

²⁴³ Siehe Campbell et al.(2007).

Damit die Analyse der Risikomaße nicht durch Probleme der Datenverfügbarkeit verzerrt wird, betrachten wir neben den gesamten Portfolien mit allen Wertpapieren, für die Daten verfügbar sind („*Portfolio*“), auch gesondert den Teil der Portfolien, der aus Aktien und Anlagefonds besteht („*Aktien-Portfolio*“), für den signifikant mehr Daten verfügbar sind. Auf diese Weise lassen sich die Ergebnisse aus der „Portfolio“-Perspektive überprüfen. Da die Risikomessung auf Basis von historischen Renditen erfolgen muss, spielt die Länge des Betrachtungszeitraumes bei der Bewertung von Risikomaßen möglicherweise eine wichtige Rolle. Um auch den potenziellen Einfluss dieses Effektes zu minimieren, verwenden wir für das Portfolio und für das Aktien-Portfolio zwei Betrachtungszeiträume von jeweils einem Jahr und fünf Jahren (siehe Abbildung 32). Der erste Zeitraum von fünf Jahren beginnt am 01.01.2002 und endet am 01.01.2007 (Zeitraum 1), der zweite Zeitraum beinhaltet den Zeitraum vom 01.05.2004 bis zum 01.05.2009 (Zeitraum 3). Die Ein-Jahres-Zeiträume umfassen die Zeiträume 01.01.2006 bis 01.01.2007 (Zeitraum 2) und 01.05.2008 bis 01.05.2009 (Zeitraum 4).

Um die Risikomaße zu berechnen, nutzen wir die Renditereihen, die je Kunde über die verschiedenen Messzeiträume vorliegen. Um die Standardabweichung zu berechnen, nutzen wir die für einen Investor vorliegende Renditereihe und wenden auf diese Renditereihe die in Kapitel IV.2 vorgestellte Formel an. Für den VaR nutzen wir eine nichtparametrische Berechnungsweise, d. h., wir leiten den VaR nicht aus der Standardabweichung ab, sondern definieren den VaR_{99} als den Mittelwert zwischen dem zweit- und drittgrößten Tagesverlust im jeweiligen Beobachtungszeitraum. Analog dazu ist der $CVaR_{99}$ definiert als der Mittelwert der drei größten Tagesverluste. Der Vorteil des nichtparametrischen Verfahrens ist, dass wir so auch in der Lage sind, seltene und extreme Realisationen in der Betrachtung des Risikos zu berücksichtigen.

Abbildung 32: Untersuchungszeiträume zur empirischen Bewertung der Risikomaße²⁴⁴



Um die Werte hinsichtlich ihrer Eignung, Risiken von Portfolien privater Anleger zu messen, vergleichen zu können, ist es erforderlich, eine Standardisierung vorzunehmen. Für die Standardisierung nutzen wir die Eigenschaft aller hier betrachteten Risikomaße (Standardabweichung, VaR und CVaR), dass sie sich auch grundsätzlich aus einer Normalverteilung ableiten lassen. Wir nutzen die berechneten Werte von VaR und CVaR für das 99 %- und 95 %-Perzentil und bestimmen die Standardabweichung einer Normalverteilung, die dieses VaR- und CVaR-Maß aufweisen würde. Diese impliziten Standardabweichungen lassen sich dann mit der auf Basis der Renditereihen berechneten „originären“ Standardabweichung vergleichen. Wenn die Renditen privater Anleger keine „fat tails“ aufweisen und normalverteilt sind, also das Auftreten von relativ niedrigen Renditerealisationen mit relativ hoher Wahrscheinlichkeit kein Problem darstellt, dann werden sich „originäre“ Standardabweichung und implizite Standardabweichungen für VaR und CVaR nicht unterscheiden. Wenn aber doch die Portfolien privater Anleger „fat tails“ aufweisen, dann sind die impliziten Volatilitäten von VaR und CVaR höher und als Risikomaße für private Anleger zu präferieren.

Zusammenfassung der Ergebnisse

In Tabelle 7 sind die Standardabweichungen und impliziten Standardabweichungen für die vier im vorherigen Abschnitt definierten Zeiträume und das „Portfolio“ bzw. das „Aktien-Portfolio“ dargestellt.

²⁴⁴ Eigene Darstellung; Quelle: www.ariva.de

Tabelle 7: Vergleich der Risikomaße

		Risikomaße				
		Standard- abweichung	Implizite Standardabweichungen für ...			
			VaR99	VaR95	CVaR99	CVaR95
<i>Portfolios</i>						
5 Jahre	01.01.2002 - 01.01.2007	23,52%	28,39%	23,07%	32,07%	27,59%
	01.05.2004 - 01.05.2009	25,43%	33,49%	22,99%	40,19%	30,45%
1 Jahr	01.01.2006 - 01.01.2007	16,00%	20,39%	16,08%	21,19%	18,39%
	01.05.2008 - 01.05.2009	43,92%	52,00%	43,55%	56,39%	48,81%
<i>Aktien-Portfolios</i>						
5 Jahre	01.01.2002 - 01.01.2007	25,87%	31,18%	25,46%	35,16%	30,37%
	01.05.2004 - 01.05.2009	26,90%	35,41%	24,47%	42,60%	32,32%
1 Jahr	01.01.2006 - 01.01.2007	17,49%	22,36%	17,61%	23,09%	20,13%
	01.05.2008 - 01.05.2009	46,43%	55,30%	46,17%	60,38%	51,97%

Im Vergleich zeigt sich, dass die „originäre“ Standardabweichung in vielen Fällen deutlich geringer ist als die impliziten Standardabweichungen von VaR99, CVaR99 und CVaR95. Die Abweichung zwischen „originären“ und impliziten Standardabweichungen ist insbesondere hoch für alle Zeitfenster, die die Finanzkrise enthalten. Dennoch lässt sich festhalten, dass „fat tails“ nicht nur zu Zeiten der Finanzkrise die Risiken privater Anleger beeinflussen. Auch in allen anderen Zeitperioden zeigt sich eine z. T. deutliche Differenz. Die größten Abweichungen zwischen „originärer“ Standardabweichung und impliziter Standardabweichung zeigen sich für den CVaR99. Die implizite Standardabweichung des VaR95 ist im Vergleich mit der „originären“ Standardabweichung über die Zeiträume hinweg als identisch zu betrachten. Im Vergleich zu den anderen Risikomaßen scheinen die beiden Maße das Risiko zu unterschätzen. Ähnlich wie bei der „originären“ Standardabweichung scheint auch der VaR95 nicht in der Lage zu sein, „fat tails“ anzuzeigen. Die höhere Risikoschätzung des CVaR95 legt nahe, dass sich die „fat tails“ in den historischen fünfjährigen Renditeverteilungen erst jenseits des 65 kleinsten Wertes befinden und deshalb ein VaR95 das Risiko im Vergleich unterschätzt.²⁴⁵

In Tabelle 8 analysieren wir ferner, für welchen Anteil der Investoren die Renditereihen so große „fat tails“ aufweisen, dass eine „originäre“ Standardabweichung die Risiken substantiell (um mehr als 5 %-Punkte) unterschätzt. Es zeigt sich, dass die implizite Standardabweichung von einseitigen Risikomaßen in mehr als zwei Drittel der betrachteten Portfolios um mehr als 5 % größer ist als die originäre Standardabweichung.

²⁴⁵ Die 65 Ausprägungen ergeben sich aus 1.300 Handelstagen in 5 Jahren multipliziert mit dem 5 %-Konfidenzniveau des VAR95.

Tabelle 8: Investoren mit „fat tails“-Problematik

		Risikomaße			
		<i>Anteil der Investoren, für die die implizite Standardabweichung um mehr als 5% höher ist als die "originäre" Standardabweichung ...</i>			
		VaR99	VaR95	CVaR99	CVaR95
Portfolios					
5 Jahre	01.01.2002 - 01.01.2007	76,85%	0,21%	91,03%	66,38%
	01.05.2004 - 01.05.2009	89,66%	0,07%	96,90%	85,41%
1 Jahr	01.01.2006 - 01.01.2007	74,41%	1,32%	79,37%	45,28%
	01.05.2008 - 01.05.2009	85,60%	12,26%	95,17%	86,76%
Aktien-Portfolios					
5 Jahre	01.01.2002 - 01.01.2007	88,89%	0,21%	98,85%	78,43%
	01.05.2004 - 01.05.2009	96,32%	0,11%	99,28%	95,24%
1 Jahr	01.01.2006 - 01.01.2007	82,44%	1,73%	86,25%	52,83%
	01.05.2008 - 01.05.2009	89,25%	16,29%	96,48%	93,24%

Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass Risikomaße, die in der Lage sind, „fat tails“ anzuzeigen, die Risiken von Portfolien privater Anleger besser reflektieren. Diese Feststellung beruht auf der Erkenntnis, dass implizite Standardabweichungen für VaR und CVaR größer sind als für die „originäre“ Standardabweichung. Aus der Gruppe der einseitigen Risikomaße scheint lediglich der VaR95 weniger gut geeignet, diese „fat tails“ darzustellen, da bei diesem Maß die impliziten Standardabweichungen zum Teil sogar unter der „originären“ Standardabweichung lagen. Der VaR95 ignoriert jedoch genauso wie die Standardabweichung die relevanten Ausprägungen historischer Renditereihen, da er bei einem Konfidenzniveau von 5 % und einem Messzeitraum von 5 Jahren, wie oben beschrieben, die 65 kleinsten Beobachtungen vernachlässigt. Dabei sind die oben getroffenen Feststellungen unabhängig davon, ob verschiedene Messzeiträume oder aber Renditereihen für komplette Portfolios oder Aktien-Portfolios zur Anwendung kommen.

Auf Basis dieser Beobachtung erscheinen für die Risikomessung der Portfolien privater Anleger einseitige Risikomaße, wie der VaR99 oder der CVaR99 oder CVaR95, besser geeignet zu sein als eine Standardabweichung oder ein VaR95, um die Risiken privater Anleger zu reflektieren.

III.2.2 Sind die Risikomaße persistent?

Problemstellung und Methodik

Auch wenn die Risikokennzahl, die im Rahmen dieser Studie definiert werden soll, darauf ausgelegt ist, Risiken ex post zu messen, so wäre es doch wünschenswert, dass die Risikokennzahl Portfolien im Zeitverlauf relativ zueinander gleich einstuft. Portfolien, die in

einem Jahr riskanter waren, sollten sich auch – wenn keine Transaktionen gemacht werden – im darauf folgenden Jahr wieder als riskanter herausstellen. Selbstverständlich kann sich auch ohne Transaktionen das Ranking der Portfolien verändern, da sie unterschiedlich auf Marktbewegungen reagieren können. Der Ausschluss von Transaktionen sorgt lediglich für die Möglichkeit, die Risikomaße isoliert vom Handelsverhalten privater Investoren zu analysieren. Auch eine Studie in Großbritannien nutzt das Kriterium der relativen Stabilität der Risikomaße zur Auswahl eines geeigneten Risikomaßes.²⁴⁶ Auch wenn die britische Studie zum Ziel hat, eine Risikoklassifizierung zum vorvertraglichen Ausweis von Risiken von Anlagefonds zu entwickeln, so ist dieses Kriterium auch in der Auswahl von Risikomaßen für einen nachvertraglichen, ex-post-Ausweis von Risiken möglicherweise von Bedeutung: Eine höhere Persistenz hinsichtlich der relativen Einordnung eines Portfolios hat dabei den Vorteil, dass ein persistenteres Risikomaß die bessere Prognosefähigkeit hat. Auf diese Weise erlaubt sie privaten Investoren eher auf Basis des ex post dargestellten Risikomaßes, Entscheidungen bezüglich einer Anpassung des Risikoniveaus zu treffen. Dennoch ist maximale Persistenz ebenfalls kein erstrebenswertes Ziel. Wenn die Persistenz zu hoch wird, besteht die Gefahr, dass diese Persistenz dadurch erkaufte wird, dass Risiken nicht richtig reflektiert werden und deshalb möglicherweise Fehlentscheidungen induziert werden.

Um die Persistenz der untersuchten Risikomaße auch im Zusammenhang privater Portfolios zu analysieren, wird für diese Analyse der in Anhang III vorgestellte Datensatz verwendet. Wir nutzen die Portfolien privater Anleger am 01.05.2004 (01.01.2002), vernachlässigen aber alle Transaktionen, die ein Investor in dem Untersuchungszeitraum bis zum 01.05.2009 (01.01.2006) macht. Somit entstehen Veränderungen in der Vermögensaufteilung privater Investoren ausschließlich durch Marktbewegungen.

Um die Persistenz der Risikomaße beurteilen zu können, orientieren wir uns an der Methodik, die auch in der Studie von ABI/IMA angewendet wird, und berechnen Rangkorrelationen, um die relative Stabilität der Risikoeinstufung zu bestimmen.²⁴⁷ Jedoch wird im Rahmen dieser Studie auf das Verfahren der rollierenden Fenster verzichtet und stattdessen zum Ende jeder Jahresperiode innerhalb der beiden 5-Jahreszeiträume jedem Portfolio basierend auf dem jeweiligen Risikomaß ein Rang zugewiesen und darauf aufbauend die durchschnittliche Rangkorrelation für die Standardabweichung, den VaR99, den VaR95, den CVaR99 und den CVaR95 berechnet. Je höher dabei der durchschnittliche Rangkorrelationskoeffizient, desto persistenter ist ein bestimmtes Risikomaß.

²⁴⁶ Siehe Clare (2010).

²⁴⁷ Siehe Clare (2010).

Zusammenfassung der Ergebnisse

Tabelle 9 stellt die jährlichen durchschnittlichen Rangkorrelationen für alle Risikomaße für den Zeitraum 2002–2007 und für den Zeitraum 2004–2009 dar. Für die fünf Jahre im Zeitraum 2002-2007 ist die Rangkorrelation im Durchschnitt über alle Risikomaße niedriger als für den Zeitraum 2004-2009. Das Niveau der Rangkorrelationskoeffizienten ist insbesondere für den Zeitraum 2002-2007 auf einem vergleichbaren Niveau mit der Studie von ABI/IMA.²⁴⁸ Für den Zeitraum von 2004–2009 sind die Rangkorrelationskoeffizienten dagegen höher.

Tabelle 9: Durchschnittlich jährliche Rangkorrelation der Privatinvestorenportfolien je Risikomaß

Risikomaß	Durchschnittliche Rangkorrelationen	
	2002 - 2007	2004 - 2009
Standardabweichung	88,3%	98,2%
VAR99	81,4%	96,0%
CVAR99	66,7%	83,5%
VAR95	88,7%	96,7%
CVAR95	72,8%	86,1%

Im Detail zeigt sich, dass sowohl für den CVaR99 als auch für den CVaR95 die Rangkorrelation im Vergleich zu den anderen Risikomaßen deutlich geringer ausfällt. Dies deutet an, dass die Persistenz des CVaR geringer ist. Auf Basis der Rangkorrelationen erweist sich die Standardabweichung als das persistenteste Risikomaß. Komplexere Maße wie der VAR erreichen im Vergleich zur Standardabweichung dagegen keine besseren Rangkorrelationskoeffizienten. Damit erreichen wir mit der Untersuchung der Persistenz von Risikomaßen für Portfolien privater Anleger die gleichen Ergebnisse wie die Studie von ABI/IMA für Anlagefonds: Mit Blick auf die relative, intertemporale Vergleichbarkeit von Risikomaßen zeigt sich, dass die Standardabweichung den VaR-basierten Risikokennzahlen vorzuziehen ist, da die Standardabweichung eine höhere Rangkorrelation über mehrere Jahre hinweg gewährleistet.

²⁴⁸ Siehe Clare (2010).

IV. Ausweis und Verständlichkeit von Rendite- und Risikomaßen

Überblick: In den vorausgehenden Abschnitten wurden verschiedene Maße für Rendite und Risiko eingeführt und bewertet. Hierbei ging es oft um die eher technischen Eigenschaften. Im Sinne der in Abschnitt I.1 eingeführten Kriterien standen dabei insbesondere die Kriterien Relevanz, Vergleichbarkeit, Zuverlässigkeit und Persistenz im Vordergrund. Bei der Einengung auf standardisierte Maße zur Rendite- und Risikoberechnung in Abschnitt I wurde hingegen bereits auf das Kriterium der Verständlichkeit Bezug genommen. Dieses wird nun weiter vertieft. Bei der Vorgabe eines konkreten Ausweisformats muss im Vordergrund stehen, inwieweit dieses vom Großteil der Anleger auch verstanden wird. Hierbei geht es auch darum, ob es durch einen bestimmten Ausweis zu systematische Fehlwahrnehmungen kommen kann bzw. ob ein solches „Mehr an Information“ überhaupt zu besseren Entscheidungen führen wird oder aber stattdessen Anleger verwirrt.

Ausgehend von einer Recherche der Literatur legen wir zunächst dar, dass ein beschränkter Ausweis von Eckdaten, wie etwa der besprochenen Risikomaße, von Anlegern durchaus gewünscht und verstanden wird. Ergebnisse von Laborexperimenten und Umfragen zeigen aber, dass das gewählte Maß sowie der konkrete Ausweis eine erhebliche Rolle spielen können. Hierbei geht es insbesondere um die Verständlichkeit gerade bei Anlegern mit geringer Finanzkenntnis. Zusammen mit den Ergebnissen einer von uns durchgeführten Studie mit Tiefeninterviews legt dies nahe, einen einfachen, grafischen Ausweis von Risiko zu wählen. Die Ergebnisse legen auch nahe, dass Verständlichkeit eine Vermeidung von Informationsüberflutung insbesondere mit verschiedenen Kennziffern und Maßen voraussetzt. Gerade im Kontext der Anlageberatung können durchschnittliche Anleger durch zusätzliche Information sonst eher verwirrt werden. Auf diese Beobachtung bauen wir nachfolgend auf, wenn wir vorschlagen, den Ausweis von Risiko eng an OGAW-/UCITS-IV anzulehnen.

IV.1 Grundlegende Überlegungen zu einem „Mehr an Information“

Bevor nachfolgend detailliert der Frage nachgegangen wird, wie Anleger möglicherweise unterschiedlich auf den Ausweis verschiedener Risikomaße und der Rendite reagieren, soll zunächst grundlegend gefragt werden, wie Anleger wohl mit einem solchen „Mehr an Information“ umgehen.

Ausgangspunkt ist hierbei der Standpunkt der Verhaltensforschung, dass ein mehr an Information unter Umständen die Entscheidungsfindung sogar erschweren kann. In vielen Fällen wird Information vom Empfänger nicht vollständig, sondern nur teilweise verarbeitet. Dies wird in der Verhaltensforschung vor allem mit den begrenzten kognitiven Fähigkeiten des Menschen erklärt.²⁴⁹ Tatsächlich lesen z. B. nur wenige Investoren Verkaufsprospekte aufmerksam. Eine Vernachlässigung wichtiger Information kann auch aus der Anwendung von Heuristiken bei der Entscheidungsfindung resultieren. Grob gesprochen können drei Arten von Heuristiken unterschieden werden, mit denen ein Entscheider auf ein Überangebot an Information reagiert:

- 1) Der Adressat nimmt neu aufkommende Information nur selektiv wahr, d. h., ein großer Teil der Information wird gar nicht verarbeitet.
- 2) Es findet eine Komplexitätsreduzierung statt, in deren Verlauf hauptsächlich visuell hervorstechende Information wahrgenommen wird.
- 3) Vor allem einfach verständliche, kurze und leicht zugängliche Information wird wahrgenommen, während alle weitere Information ignoriert wird.

Dass Anleger solche Heuristiken anwenden, wenn sie mit einem „Mehr“ an Information konfrontiert werden, muss zwingend bei der Ausarbeitung eines Ausweises von Risiko- und Renditemaßen berücksichtigt werden. Diese Heuristiken können sonst dazu führen, dass es zu systematischen Fehleinschätzungen kommen kann.

Investoren tendieren etwa dazu, besonders hervorstechende Attribute, wie bestimmte Erfolgskennzahlen (so etwa die letztjährige Rendite) überzubewerten. Grafische Darstellungen von Risiko können dann dabei helfen, unerfahrenen Privatanlegern die wichtigsten Informationen übersichtlich zu vermitteln oder wichtige Kennzahlen auf die *gleiche Aufmerksamkeitsebene* zu heben.²⁵⁰ Es geht also nicht nur darum, den für eine bestimmte Kennzahl besten Ausweis zu finden, sondern auch darum, wie sich dies in die gesamte Information, die ein Anleger erhält, einfügt.

Mehr Information kann auch prinzipiell zu einer Überflutung mit Information führen, was Entscheider dann eher verwirrt und selbst andere Information weniger brauchbar macht. Hier zeigt sich allerdings, dass durch eine adäquate Darstellung ein solcher „information overload“ durchaus vermieden werden kann. Im Finanzkontext wurde der Effekt von zusätzlich

²⁴⁹ Einige Einsichten bezüglich der Wahrnehmung von Konsumenten liefern Modelle aus der Sozialpsychologie wie das „Elaboration Likelihood Model“ (Petty und Cacioppo, 1981 und 1986) oder auch das „Heuristic Systematic Model“ (Chaiken, 1980).

²⁵⁰ Siehe Rucker und Petty (2006).

bereitgestellter Basisinformation im Zusammenhang mit der Kundenwahrnehmung von Aktienfonds getestet. Wurden Anleger über *Eckdaten* der Fonds informiert, reagierten sie sensibler auf vergangene Fondsperformance.²⁵¹ Zusätzliche Information war hier also von Nutzen. In einer anderen Studie sollten die Teilnehmer ein Portfolio aus Anleihen und Aktien zusammenstellen. Hier hatte die Zugabe von kurzen *Übersichtsprospekten* jedoch keinen Effekt auf die letztendliche Portfolioentscheidung.²⁵² Zusammenfassend bestätigen diese Untersuchungen die intuitive Vermutung, dass vor allem kurze, verständliche Eckdaten – anders als längere Prospekte und sonstige Textdarstellungen – einen maßgeblichen Einfluss auf (Anlage-)Entscheidungen haben.²⁵³ Im Folgenden soll dies für Maßgrößen von Rendite und Risiko genauer untersucht werden.

IV.2 Wissenschaftliche Erkenntnisse zu Ausweis und Verständnis von Rendite- und Risikomaßen

Verständlichkeit des Renditeausweises

Die Form des Ausweises von Gebühren (in der vorvertraglichen Phase) spielt vor allem für Anleger mit geringer Finanzkompetenz und geringem Ausbildungsniveau eine große Rolle. Das heißt: Sie reagieren deutlich stärker darauf, wie und in welchem Rahmen die entsprechende Information präsentiert wird.²⁵⁴

Bereits die Darstellung von Gebühren in Absolutwerten oder Prozentzahlen kann hier einen großen Unterschied machen. In einer (umfrage- und experimentbasierten) Studie sollten Anleger verschiedene Fonds relativ zueinander bewerten. Gebühren wurden entweder als jährlicher Prozentsatz des verwalteten Vermögens, Kosten pro Jahr oder als Gesamtkostenbetrag über 10 Jahre angegeben. Teilnehmer mit hoher Finanzkompetenz reagierten dabei deutlich sensibler auf Preisunterschiede als solche mit geringer Finanzkompetenz. Letztgenannte schenkten außerdem Gebühren in absoluten Werten mehr Aufmerksamkeit als in Prozent angegebenen Gebühren, während für Teilnehmer mit hohem Finanzwissen kein Effekt zu verzeichnen war.²⁵⁵

²⁵¹ Siehe Kozup et al. (2008).

²⁵² Siehe Beshears et al. (2009).

²⁵³ Siehe die Studie von Barone et al. (1996) für eine Bestätigung der Ergebnisse in einem anderen Zusammenhang (Lebensmittel).

²⁵⁴ Siehe Hastings et al. (2010).

²⁵⁵ Hasting und Tejada-Ashton (2008). In unseren nachfolgend diskutierten Tiefeninterviews zeigte sich zudem, dass Anleger Probleme haben, zwischen einmalig anfallenden und laufenden Kosten zu unterscheiden (siehe Abschnitt IV.3).

Eine Studie aus Großbritannien im Auftrag der *Financial Services Authority* untersuchte, wie sich Offenlegungspflichten von Fondsgebühren in Form der Gesamtkostenquote und der Effektivkosten auf die Wahrnehmung von Anlegern auswirken.²⁵⁶ Ziel dieser Studie war es zu untersuchen, ob die zusätzliche Offenlegung der Effektivkosten neben der bereits bestehenden Offenlegungspflicht der Gesamtkostenquote Anleger verwirrt. Die Studie kam zu dem Ergebnis, dass in diesem Fall die zusätzliche Information von den Verbrauchern erwünscht wurde. Auch hier kam es nicht zu einem „information overload“ (siehe auch Abschnitt IV.3.2). Ferner zeigte sich, dass gerade Verbraucher mit geringerer Finanzkompetenz zusätzliche Informationen, die als Leitfaden den Ausweis und die Information kommentierten, als hilfreich erachteten.²⁵⁷

Da sich diese, meist praxisorientierten, wenigen Studien auf den vorvertraglichen Gebühren- und Kostenausweis beschränken, ist eine direkte Übertragung der Ergebnisse auf den Ausweis der mit einer Anlage oder einem Portfolio erzielten historischen Rendite nicht möglich. In dieser nachvertraglichen Reporting-Phase scheint es zum Ausweis einer prozentualen Rendite keine klaren Alternativen zu geben, sodass sich hier eher die Frage stellt, inwieweit zusätzliche Informationen über die Differenz von Brutto- gegenüber Nettorendite hilfreich sein können. Aus den eben zitierten Studien wird allerdings auch deutlich, dass Anleger, zumindest unter den Umständen der jeweiligen Umfragen oder Experimente, eine prozentuale Renditeschwächung als weniger gravierend wahrnehmen, als wenn diese in absoluten Werten ausgewiesen wird. Sofern die, durch eine geringere Rendite entstehenden, kumulierten Verluste über die Zeit systematisch unterschätzt werden, können sich hierbei Verzerrungen ergeben. Diesen Fragen wird auch im folgenden Abschnitt IV.3 bei der Diskussion der Tiefeninterviews noch nachgegangen.

Verständlichkeit des Risikoausweises

In verschiedenen experimentellen Studien wurde hier nachgewiesen, dass das Verhalten maßgeblich davon abhängt, ob sie über Risiko aus Beschreibungen (z. B. von Wahrscheinlichkeiten) oder durch eigene Erfahrungen lernen. Im ersten Fall neigen Anleger zu weniger riskanten Entscheidungen als im zweiten Fall. Ferner wird der Frage nach dem Verständnis grafischer, numerischer und rein verbaler Risikobeschreibungen nachgegangen. Grafische Darstellungsformen werden dabei vor allem von Anlegern mit geringer

²⁵⁶ Die Gesamtkostenquote misst die jährlichen Kosten eines Fonds, die zusätzlich zum Ausgabeaufschlag anfallen. Die Effektivkosten messen die Renditeminderung, die durch den Anfall von Fondsgebühren und Kapitalanlagekosten entsteht.

²⁵⁷ Vgl. FSA (2005).

Finanzkompetenz deutlich besser verstanden als numerische und führen zu besseren Anlageentscheidungen. Es ist vor allem dieser Aspekt, dem wir dann in Abschnitt IV.3 noch weiter mittels eigener Erhebungen über Tiefeninterviews nachgehen.

Wie sich unterschiedliche Präsentationsformen sehr stark auf die Risikowahrnehmung von Individuen auswirken können, soll einleitend mittels eines viel zitierten Versuchs illustriert werden.²⁵⁸ Hierfür wurden zwei Gruppen von Versuchsteilnehmern darüber informiert, dass eine neu aufkommende Krankheit 600 Menschen sicher töten würde, sofern nicht eine der beiden folgenden Optionen gewählt wird. Gruppe 1 musste wählen zwischen Option A (200 Leute werden gerettet) und Option B (600 Leute werden gerettet mit Wahrscheinlichkeit 1/3 und 600 Leute sterben mit Wahrscheinlichkeit 2/3). Gruppe 2 wählte zwischen Option C (400 Leute sterben) und Option D (keiner stirbt mit Wahrscheinlichkeit 1/3 und 600 sterben mit Wahrscheinlichkeit 2/3). Obwohl die Entscheidungssituation in beiden Szenarien vollkommen identisch ist (daher $A = C$ und $B = D$), wählten im ersten Versuchsaufbau 72 % der Teilnehmer die sichere Alternative A, im zweiten Versuchsaufbau jedoch nur 22 % die sichere Alternative C. Es scheint also, dass ein „negatives Präsentationsformat“, wie etwa die Betonung der Todesfälle im zweiten Versuchsaufbau, zu riskanteren Entscheidungen führt.

Im Folgenden soll nun spezifischer auf die Literatur eingegangen werden, die gerade für Anlageentscheidungen oder aber für Entscheidungssituationen, die einer Anlageentscheidung sehr ähnlich sind, die Implikationen des Ausweises von Risiko untersucht hat. Dem muss allerdings eine kurze Warnung vorangestellt werden. Obwohl die Literatur bereits wesentliche Aspekte der Darstellung von Risiko aufgegriffen und untersucht hat, ist der aktuelle Wissensstand noch nicht hinreichend tragfähig, um verallgemeinerbare Implikationen daraus abzuleiten. Dies liegt vor allem daran, dass viele Ergebnisse nur im Labor erzielt wurden, was die Frage nach der externen Validität aufwirft. Ferner stellt sich dieser sehr junge Zweig der Literatur eher noch als eine Ansammlung von Einzelergebnissen dar, die noch nicht hinreichend in anderen Experimenten hinterfragt oder validiert wurden.

Deskriptives und erfahrungsbasiertes Lernen

In der Literatur werden vor allem zwei Formen des Lernens unterschieden. Beim Lernen durch Beschreibung erhalten die Versuchsteilnehmer Informationen über die objektiven Wahrscheinlichkeiten, mit denen etwa ein Gewinn oder Verlust erzielt wird. Beim Lernen aus Erfahrung hingegen müssen die (subjektiven) Wahrscheinlichkeiten aus vorangegangenen

²⁵⁸ Siehe Kahnemann und Tversky (1979).

Erlebnissen abgeleitet werden.²⁵⁹ Während beim Lernen durch Beschreibung die Eintrittswahrscheinlichkeit seltener Ereignisse häufig überschätzt wird, führt das Lernen aus Erfahrung eher zu einer Unterschätzung des Risikos. Anleger neigen nach diesen Ergebnissen also tendenziell zu risikoreicheren Investitionen, wenn die zugrunde liegende statistische Wahrscheinlichkeitsverteilung nicht bekannt ist, sondern erst mit der Zeit „gelernt“ wird.²⁶⁰

Es scheint auch, dass das Lernen aus Beschreibung zwar zu mehr Risikofreude im Gewinnbereich führt, aber gleichzeitig auch zu mehr Risikovermeidung im Verlustbereich.²⁶¹ Wird das Risiko jedoch durch Erfahrung gelernt, scheint dies genau umgekehrt zu sein. In der Literatur existieren dazu zwei Erklärungsansätze: Erstens können durch die begrenzte „Stichprobe“ der persönlichen Erfahrungen seltene Ereignisse unter Umständen niemals beobachtet werden, was zu einer Unterschätzung der Eintrittswahrscheinlichkeit ebendieser führt. Zweitens tendieren Menschen dazu, zeitlich nahe Beobachtungen im Verhältnis zu älteren Beobachtungen überzubewerten (vergleiche hierzu auch die allgemeinen Ausführungen zur Verhaltensökonomie in Kapitel 1 - Abschnitt II).²⁶²

Inwieweit ergeben sich hieraus wesentliche Einsichten für die Darstellung von Risikomaßen, wie sie in den vorausgehenden Kapiteln diskutiert wurden? Die diskutierte Literatur spricht hier weniger die Frage an, welches Risikomaß gewählt werden soll bzw. wie dieses dargestellt werden soll, sondern ob ein solcher Ausweis überhaupt erfolgen soll. Das alternative Szenario in diesen Laborexperimenten ist der Fall, dass die Personen direkt aus ihrer Erfahrung mit den historischen (Gewinn- oder Verlust-)Realisationen lernen. Es ist daher zu fragen, inwieweit es gerade bei beratenen Anlegern ohne einen beschreibenden Ausweis des Risikos ihrer vergangenen Anlageentscheidung überhaupt zu einem solchen Lernprozess kommen wird. Wenn dies nicht der Fall ist, so gibt es zu einem Ausweis eben kein alternatives Lernen. Wenn Anleger nur in langen Fristen über das Ergebnis ihrer Anlage nachdenken, so wird ein Lernprozess nur sehr verzerrt zustande kommen, da es nur wenige Beobachtungspunkte geben wird. Die Literatur legt nahe, dass dies dann im Durchschnitt auch zu einer Unterschätzung des Risikos führen kann.

²⁵⁹ Siehe zum Beispiel Haisley et al. (2010).

²⁶⁰ Dieses Ergebnis wurde in einer Reihe von Studien bestätigt. Siehe zum Beispiel Barron und Erev (2003), Weber et al. (2004), Hertwig et al. (2004), Hau et al. (2008) sowie Rakow et al. (2008).

²⁶¹ Das heißt, ein Gewinn von 10 Euro mit einer Wahrscheinlichkeit von 10 % würde einem sicheren Gewinn von 1 Euro vorgezogen, aber ein Verlust von 10 Euro mit einer Wahrscheinlichkeit von 10 % nicht einem sicheren Verlust von 1 Euro.

²⁶² Vgl. Haisley et al. (2010) oder Hertwig et al. (2004).

Darstellung von Risiko

Ob Risiko numerisch, grafisch oder textuell dargestellt wird, spielt eine wichtige Rolle für das Verständnis der Anleger. In einer Studie sollten die Versuchsteilnehmer verschiedene Risikodarstellungen bezüglich Verständlichkeit, Wohlfühlfaktor und Zweckmäßigkeit bewerten. Verbale oder grafische Darstellungen wurden hierbei gegenüber numerischen Darstellungen bevorzugt.²⁶³ Grafische Präsentationen scheinen jedoch die Investition in risikoreiche Anlagen im Vergleich zu rein textbasierten Darstellungen zu erhöhen.²⁶⁴ Bei grafischer Darstellung von Risiko kann auch weiter differenziert werden, etwa ob die Volatilität einer Zufallsvariable als Balkendiagramm oder als kontinuierliche Wahrscheinlichkeitsverteilung angegeben wird. In einem Versuch ergaben sich im zweiten Fall höhere Risikoschätzungen als im ersten.²⁶⁵

Interessant ist hierbei auch die Interaktion mit Quellen von Ambiguität. So scheinen Versuchspersonen das Risiko als geringer einzuschätzen, wenn sie die jeweilige Anlage mit einem konkreten Namen verbinden können.²⁶⁶ In dem Zusammenhang steht auch die Frage, ob Anleger sich anders verhalten, wenn nicht nur das aggregierte Risiko ihres Portfolios – welches ihnen möglicherweise nur als abstraktes Konstrukt erscheint –, sondern auch das Risiko einzelner Aktien separat ausgewiesen wird.²⁶⁷ Wurden Versuchsteilnehmer mit separat ausgewiesenen Ergebnissen ihrer vorherigen Investitionsentscheidungen konfrontiert, statt mit dem aggregierten Ergebnis, verringerte sich ihre Risikoneigung deutlich.²⁶⁸

Insbesondere Anleger mit geringer Finanzkompetenz reagieren zudem sehr stark auf unterschiedliche Risikodarstellungen bei gleichbleibendem Risiko-Rendite-Profil. Das heißt, die Investitionsentscheidung hängt stark davon ab, ob das Risiko grafisch oder textuell beschrieben wird und ob es z. B. in Form von einfachen Eintrittswahrscheinlichkeiten, Renditeintervallen oder als *Value-at-Risk* angegeben wird. Insbesondere Präsentationsformate, die Verlustmöglichkeiten betonen, scheinen hier eine größere Variabilität in den Entscheidungen zu erzeugen.²⁶⁹

Ebenfalls erwähnenswert ist die folgende sehr aufwendige Studie der Vereinigung Britischer Versicherer zur Verständlichkeit verschiedener Darstellungsformen von Rendite und Risiko.

²⁶³ Siehe Vlaev et al. (2009). Zudem scheinen numerische Risikokennzahlen schlecht oder sogar überhaupt nicht verstanden zu werden, wie sich unter anderem in unseren Tiefeninterviews zeigt.

²⁶⁴ Vgl. zum Beispiel Bateman et al. (2011), Benartzi und Thaler (1999) sowie Beshears et al. (2009).

²⁶⁵ Vgl. Ibrekk und Morgan (1987).

²⁶⁶ Siebenmorgen et al. (2005).

²⁶⁷ Vgl. hierzu auch die Ergebnisse der Tiefeninterviews im nächsten Abschnitt.

²⁶⁸ Anagol und Gamble (2009).

²⁶⁹ Siehe Bateman et al. (2011).

Hierbei zeigte sich die besondere Wirksamkeit von bildhaften Darstellungen gegenüber rein textuellen. Grafische Darstellungen verbesserten die Fähigkeit, das richtige Produkt im Sinne des besten Risiko-Rendite-Profiles auszuwählen, um 20 % gegenüber rein textbasierten Beschreibungen. Positiv wirkte sich auch eine einheitliche Darstellung der verschiedenen Fondsprofile aus. Eine *standardisierte* Risikodarstellung erhöhte die Wahrscheinlichkeit, den richtigen Fonds zu wählen, um 16 %.²⁷⁰

Aus dieser kurzen Darstellung der Literatur ergeben sich zunächst zwei wesentliche Einsichten. Sollte eine numerische Darstellung oder aber eine komplexere grafische Darstellung (etwa mittels einer Häufigkeitsverteilung) des Risikos gewählt werden, so können Details eine wesentliche Rolle spielen und es ist davon auszugehen, dass – wohl aufgrund mangelnden Verständnisses – Anleger sehr unterschiedlich darauf reagieren werden. Ziel ist es aber, eine „robuste“ Reaktion zu erzeugen, da diese dafür spricht, dass das Risikomaß von einem Großteil der Anleger ähnlich und richtig verstanden wird. Die Literatur legt eine einfache grafische Darstellung und eine Standardisierung, die die Vergleichbarkeit über Produkte hinweg erhöht, nahe. Im Folgenden soll dieser Frage mittels der Ergebnisse einer eigenen Studie noch weiter nachgegangen werden.

IV.3 Studie auf der Basis von Tiefeninterviews

IV.3.1 Einführung in die Technik und Vorgehensweise

Das Tiefeninterview ist ein qualitatives Analyseinstrument, bei dem, im Rahmen eines intensiven Gesprächs, die Einschätzung und Empfindungen eines Befragten in Bezug auf den Untersuchungsgegenstand evaluiert werden. Tiefeninterviews stammen ursprünglich aus der klinischen Psychologie, finden aber ebenfalls vermehrt Anwendung in der (psychologischen) Marktforschung,²⁷¹ der Soziologie²⁷² und, in geringerem Umfang, auch in den Wirtschaftswissenschaften.²⁷³

In der Regel wird eine relativ kleine Zahl von Personen befragt, die für den Untersuchungsgegenstand relevante Erfahrungen besitzen. Bewley (2002) empfiehlt die Nutzung persönlicher Kontakte für die Rekrutierung der Versuchsteilnehmer. Die daraus resultierende Verzerrung und mangelnde Repräsentativität der Stichprobe wird, angesichts

²⁷⁰ Siehe ABI (2010).

²⁷¹ Siehe Herrmann et al. (2008).

²⁷² Siehe Hopf (1978).

²⁷³ Blinder und Choi (1990) sowie Bewley (1998) nutzen Tiefeninterviews in Studien zur Lohnrigidität. Zur Validität qualitativer Interviews als Analysewerkzeug in den Wirtschaftswissenschaften siehe auch Bewley (2002).

des qualitativen Charakters dieser Studien, als vernachlässigbar angesehen. Tiefeninterviews sind durch die offene Fragetechnik geeignet, tiefer gehende Erkenntnisse zu liefern als standardisierte, quantitative Methoden, wie z. B. Umfragen. Das Fehlen eines festen Fragenkatalogs und die Möglichkeit des freien Antwortens erlaubt es, Aspekte zu vertiefen, die für den Befragten besonders wichtig sind und damit auf Punkte einzugehen, deren Relevanz sich dem Befrager unter Umständen erst im Laufe des Interviews erschließt. Daher dienen Tiefeninterviews oft als Ausgangspunkt für eine systematische Analyse und geben gleichzeitig Aufschluss über die wichtigsten, dabei zu untersuchenden Aspekte.

Wichtiger Bestandteil eines Tiefeninterviews ist der Interview-Leitfaden. Je nachdem, wie eng sich der Interviewer an diesem Leitfaden orientiert, unterscheidet man zwischen drei Hauptformen des Tiefeninterviews. Beim sogenannten „Depth Questionnaire“ hält der Interviewer sich an eine vorformulierte Fragestellung, auf die der Befragte jedoch frei antwortet. Beim „Structured Depth Interview“ existiert zwar ein grober Leitfaden, der die wichtigsten Fragestellungen sowie die Struktur des Gesprächs vorgibt, hier werden jedoch auch die Fragen frei formuliert (klassisches Tiefeninterview). Beim „Unstructured Depth Interview“, wird auf einen Leitfaden komplett verzichtet und der Befrager kennt nur die zu untersuchende Fragestellung.²⁷⁴ Das klassische Tiefeninterview stellt somit einen Kompromiss zwischen vorgegebenen Fragen und dem freien Erzählen des Befragten dar und daher zwischen der Vergleichbarkeit der Ergebnisse und deren Vielfalt und Tiefe.²⁷⁵

Der Interview-Leitfaden sollte an den Anfang des Interviews unverfängliche Fragen zur Biografie und der Gesamtsituation des Befragten stellen. Intimere und möglicherweise kontroverse Themenkomplexe sollten dagegen so weit nach hinten geschoben werden, dass sich im Laufe des Interviews zuerst eine vertrauensvolle Atmosphäre entwickeln kann.²⁷⁶ Die vorher festgelegte Reihenfolge der Fragen muss jedoch nicht unter allen Umständen eingehalten werden. Im Gegenteil, anstatt vorformulierte Fragen abzuhaken, sollte dem Befragten Gelegenheit gegeben werden, den Interviewablauf mitzubestimmen und für ihn wichtige Einzelaspekte besonders zu vertiefen.²⁷⁷

Die Auswertung der Ergebnisse wird dadurch erschwert, dass Tiefeninterviews in der Regel große, unübersichtliche und schlecht vergleichbare Datenmengen generieren. Daher gibt es, anders als bei quantitativen Methoden, hier auch kein einheitlich anerkanntes Verfahren zur

²⁷⁴ Siehe Salcher (1995).

²⁷⁵ Siehe Bock (1992).

²⁷⁶ Siehe Bock (1992).

²⁷⁷ Siehe Hopf (1978).

Datenauswertung.²⁷⁸ Eine weitere Herausforderung bei der Durchführung von Tiefeninterviews liegt darin, die Ergebnisse nicht durch die Voreingenommenheit sowohl des Befragenden als auch des Befragten systematisch in eine bestimmte Richtung zu verfälschen. Außerdem sind die Vorbereitung von Tiefeninterviews, insbesondere aber auch ihre Durchführung und die Auswertung der Ergebnisse, weit aufwendiger als z. B. bei einer standardisierten Onlineumfrage. Wegen des daraus resultierenden, üblicherweise kleinen Stichprobenumfangs und der nicht zufälligen Auswahl der Befragten lassen sich die Ergebnisse aus Tiefeninterviews zudem nur bedingt verallgemeinern.²⁷⁹

Konkrete Vorgehensweise

Ziel dieser Analyse war es, im Rahmen von 30 ausführlichen Tiefeninterviews mit Verbraucherinnen und Verbrauchern mit unterschiedlichen Vorkenntnissen alternative Risiko- und Renditekennzahlen auf ihre Eignung zu untersuchen. Technisch handelt es sich bei unserer Analyse um ein klassisches (strukturiertes) Tiefeninterview, bei dem zwar die Fragen und der allgemeine Ablauf grob vorstrukturiert sind, die bzw. der Befragte jedoch frei antworten und Gegenfragen stellen kann. Die Antworten, Gegenfragen sowie andere Äußerungen und sonstige Interaktionen werden in Stichworten vom Interviewer notiert. Wie oft empfohlen,²⁸⁰ wurden die Teilnehmer aus dem persönlichen Umfeld der Befrager rekrutiert. Daher sind Personen mit (wirtschaftswissenschaftlichem) Universitätsabschluss überproportional in unserer Stichprobe vertreten. Vor diesem Hintergrund erscheinen die Ergebnisse bezüglich des mangelnden Verständnisses von Risiko- und Rendite-Kennzahlen jedoch eher noch stärker.

In Teil I des Interviews wurden den Teilnehmern zuerst einige allgemeine Fragen zu ihrer Vorbildung in Bezug auf Finanzprodukte und zu ihrem Anlageverhalten gestellt (siehe Anhang IV zu Teil I). Danach wurde im vorvertraglichen Kontext die Auswahl eines Wertpapiers mithilfe einer hypothetischen Anlageentscheidung simuliert (Teil II und III) sowie im nachvertraglichen Kontext die Interpretation des eigenen Anlageerfolgs anhand exemplarischer Depotauszüge (Teil IV) besprochen.

²⁷⁸ Siehe Kuß und Eisend (2004).

²⁷⁹ Siehe Salcher (1995).

²⁸⁰ Siehe z. B. Bewley (2002).

IV.3.2 Ergebnisse der Tiefeninterviews

Hintergrundfragen

Wie bei strukturierten Tiefeninterviews üblich, dient der erste Teil des Interviews in erster Linie dazu, dass durch unverfängliche Fragen eine vertrauensvolle Gesprächsatmosphäre zwischen dem Befragenden und dem Befragten hergestellt werden kann.²⁸¹ Außerdem bekommt der Befragende so einen Eindruck über die Vorbildung des Befragten in Bezug auf Finanzprodukte, seine Finanzkompetenz und sein Anlageverhalten (siehe Kapitel 1 - Abschnitt II zu allgemeinen Studien zu mangelnder Finanzbildung).

Zuerst wurden die Teilnehmer gebeten, ihre eigenen Kenntnisse in Bezug auf Finanzprodukte einzuschätzen. Ein Großteil der Befragten gab an, eher schlechte Kenntnisse zu besitzen. Bei der Nutzung von Informationsmedien mit Finanzbezug wurden am häufigsten die Finanzrubriken von lokalen und überregionalen Tageszeitungen, Börse im Ersten sowie das Internet genannt (siehe Anhang IV mit einer detaillierten Darstellung der Fragestellungen und Ergebnisse der Tiefeninterviews; dieser enthält auch Abbildungen, auf die in den folgenden Abschnitten verwiesen wird).

Auf die Frage, welche Finanzprodukte sie kennen bzw. aktiv nutzen, nannten die Teilnehmer am häufigsten Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Lebensversicherungen und Bausparverträge. Innovative Finanzprodukte wie z. B. Zertifikate und Optionsscheine waren einigen Teilnehmern zwar bekannt, bei der Nutzung spielten aber vor allem traditionelle Anlageformen eine Rolle. Davon ausgehend fragten wir nach dem Anteil des investierten Vermögens. Hier zeigten sich zwei Extreme: Knapp die Hälfte der Teilnehmer gab an, weniger als 10 % ihres Vermögens im Depot zu halten, bei 20 % der Teilnehmer waren es jedoch mehr als 60 % des Vermögens.

Die Teilnehmer wurden dann nach ihren Sparzielen gefragt. Ungefähr die Hälfte der Befragten nannte hier Altersvorsorge und sonstige Anschaffungen. Des Weiteren wurden geplante Ferien und Hauskauf genannt, jedoch von nur ca. einem Fünftel der Befragten. Die Tendenz zur konservativen Anlage bestätigte sich auch bei der Frage nach der Anlagestrategie, wobei ein Großteil der Teilnehmer in erster Linie Wert auf Sicherheit legt und passive Finanzprodukte bevorzugt.

Gefragt nach ihren Erwartungen an eine optimale Anlageberatung, nannten die Teilnehmer am häufigsten eine auf die persönlichen Bedürfnisse zugeschnittene Produktberatung, die

²⁸¹ Siehe Bock (1992).

Optimierung ihrer finanziellen Gesamtsituation und ein adäquates Risikomanagement. Als ebenso wichtig wurden jedoch auch Faktoren wie Glaubwürdigkeit und respektvolles Auftreten des Beraters empfunden.

Schließlich wurden die Teilnehmer noch zu ihrem Risikoverständnis bei Finanzprodukten befragt (dies geschah damit *vor* der Vorstellung der eigenen Risikomaße.) Obwohl z. B. *Volatilität* immerhin von knapp 30 % der Teilnehmer genannt wurde, ist auffällig, dass Risiko vor allem in Bezug auf mögliche Verluste verstanden wird (alle bis auf zwei Teilnehmer nannten zumindest ein verlustorientiertes Konzept). Hierbei wurde häufig sogar explizit zwischen *Risiken* auf der einen Seite und *Chancen* auf der anderen Seite unterschieden. Der Bekanntheitsgrad von Volatilität darf allerdings nicht überschätzt werden, da viele der interviewten Personen einen akademischen Hintergrund oder gar ein wirtschaftswissenschaftliches Studium hatten.

Risiko

In Teil II des Interviews wurden den Befragten Produktinformationsblätter zu drei verschiedenen Fonds vorgelegt, die sich nur in der Darstellung des jeweiligen Risikos unterschieden. Alle anderen Charakteristika sowie insbesondere die erwartete Nettorendite und das tatsächliche (theoretische) Risiko waren bei allen drei Fonds gleich. Angegeben wurde das Risiko von *Fonds A* als Volatilität von 20 % pro Jahr (Anhang IV - Abbildung 1), bei *Fonds B* als *Value-at-Risk* von 46,6 % pro Jahr (Abbildung 2) und bei *Fonds C* als *Conditional Value-at-Risk* von 53,3 % pro Jahr (Abbildung 3). Die Befragten wurden dann aufgefordert, die Attraktivität der drei Fonds zu bewerten und zu erläutern, wie sie zu ihrer Einschätzung gekommen sind. Um darüber hinaus ein möglichst objektives Maß dafür zu erhalten, wie die Befragten das Risiko der Fonds einschätzten, baten wir sie, zu jedem Fonds eine Schwankungsbreite zu schätzen. Die Befragten sollten mithilfe einer Grafik zu jedem Fonds den maximalen Verlust schätzen, der innerhalb eines Jahres mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % nicht überschritten wird, sowie den maximalen Gewinn, der ebenfalls mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % nicht überschritten wird. Die Erhebung dieser zusätzlichen Dimension dient dazu, zwischen der subjektiven Attraktivität der Darstellungen (welche durchaus auch durch Faktoren wie Übersichtlichkeit und Verständlichkeit der einzelnen Risikokennzahlen beeinflusst werden kann) und dem von den Befragten empfundenen Risiko zu differenzieren.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass es bei allen drei Formen der Risikodarstellung erhebliche Verständnisprobleme gibt, obwohl die Maße auch verbal beschrieben wurden. So

gaben 37 % der Teilnehmer an, die Risikomaße nicht zu verstehen, wobei der *Value-at-Risk* und der *Conditional Value-at-Risk* als weit unverständlicher angesehen wurden als die Volatilität. Eine typische Antwort hier war:

„Unter der Volatilität kann man sich ja noch etwas vorstellen, das ist ja ein einigermaßen geläufiges Konzept. Die anderen Maße sind aber viel zu kompliziert.“

(Teilnehmer 7)

Im Durchschnitt wurde dann auch *Fonds A* als am attraktivsten bewertet und bei der Schätzung der Schwankungsbreite als am wenigsten riskant eingeschätzt. Als am wenigsten attraktiv und am riskantesten wurde *Fonds C* von den Teilnehmern angesehen. Dies kann möglicherweise durch die Sensitivität der Teilnehmer für die verlustbetonte Darstellungsform der Risikomaße für *Fonds B* (*Value-at-Risk*) und *Fonds C* (*Conditional Value-at-Risk*) erklärt werden. Tatsächlich scheinen Letztere ein Bewusstsein für die Möglichkeit großer Verluste zu erzeugen, wie etwa:

„Wenn da schon von einem ‚maximalen Verlust‘ die Rede ist, dann heißt das ja, dass ich alles verlieren kann. Das schreckt einen schon ab.“

(Teilnehmer 6)

Auf der anderen Seite war zu beobachten, dass Teilnehmer aufgrund mangelnden Verständnisses einfach die präsentierten Zahlen verglichen, ohne sie im Kontext des jeweiligen Risikokonzepts zu sehen. So etwa:

„Klar, 20 % ist weniger als 46,6 %. Also ist A schon mal besser als B. Am schlechtesten ist C, da ist das Risiko ja 53,3 %“.

(Teilnehmer 18)

Vergleicht man die bewertete Attraktivität der Fonds mit der geschätzten Schwankungsbreite, so zeigt sich, dass sogar nur bei einem Viertel der Befragten die Antworten konsistent in dem Sinne waren, dass ein als weniger attraktiv empfundenes Produkt auch als riskanter eingeschätzt wurde. So wurde beispielsweise *Fonds A* von 70 % der Teilnehmer als am wenigsten riskant eingeschätzt, aber nur von 60 % der Teilnehmer auch als am attraktivsten angesehen. Hier zeigt sich, dass, obwohl *Fonds A* einen höheren Wohlfühlfaktor hat („Volatilität klingt vertraut“),²⁸² das Risiko hier relativ zur Attraktivität der spezifischen Darstellungsform eher unterschätzt wird.

²⁸² Siehe Vlaev et al. (2009).

Rendite und Kosten

Den Befragten wurden wieder Produktinformationsblätter zu drei Fonds (*D*, *E* und *F*) vorgelegt, welche sich diesmal nur in der Darstellung von Rendite und Kosten unterschieden. Alle Fonds hatten die gleiche erwartete Nettorendite und den gleichen Ausgabeaufschlag. Bei *Fonds D* wurden alle Daten in Prozent angegeben, daher eine erwartete Bruttorendite von 10 % pro Jahr, Verwaltungskosten von 1 % pro Jahr und ein Ausgabeaufschlag von 2,5 % (Anhang IV - Abbildung 4). Bei *Fonds E* hingegen wurde nur die erwartete Bruttorendite in Prozent angegeben (auch hier wieder 10 %), jedoch die Verwaltungskosten von 1 Euro und der Ausgabeaufschlag von 2,50 Euro als absolute Beträge mit dem Hinweis, dass diese sich auf eine Anlagesumme von 100 Euro beziehen (Abbildung 5). Bei *Fonds F* schließlich wurde nur die Nettorendite von 9 % pro Jahr und der Ausgabeaufschlag von 2,5 % angegeben (Abbildung 6). Auch hier wurden die Befragten wieder gebeten, die Attraktivität der Fonds zu bewerten und zu erläutern, wie sie zu ihrer Einschätzung gekommen sind. Zudem wurden die Befragten gebeten, die Rendite nach allen Kosten für das erste Jahr nach dem Zeitpunkt des Kaufs für alle drei Fonds zu berechnen. Dadurch lässt sich, in Verbindung mit den ausführlichen Antworten der Befragten, überprüfen, inwieweit etwa Prozentrechnung oder die Unterscheidung zwischen Netto- und Bruttoangaben den Teilnehmern Probleme bereitet oder ob ihnen eine Darstellungsform z. B. einfach „sympathischer“ ist.

Zwei Drittel der Teilnehmer erkannten, dass alle drei Fonds die gleiche Rendite und die gleichen Kosten haben. In Bezug auf die Attraktivität der spezifischen Darstellungsformen zeigte sich, dass im Umgang mit Finanzprodukten erfahrenere Teilnehmer eher einen prozentualen Ausweis von Rendite und Kosten wünschen, wohingegen unerfahrenere Teilnehmer Eurobeträge bevorzugen.²⁸³ Darüber hinaus scheint es jedoch, dass Anleger Euroangaben, trotz des Hinweises, dass diese sich auf einen Anlagebetrag von 100 Euro beziehen, unweigerlich mit den tatsächlichen (von der Anlagesumme unabhängigen) Kosten verbinden:

„Kosten von 2,50 Euro bzw. 1,00 Euro sind viel kalkulierbarer als prozentuale Kosten. Bei prozentualen Kosten muss man außerdem bedenken, dass die Sache teurer wird, wenn ich mehr Geld anlege.“

(Teilnehmer 23)

Große Probleme hatten die Teilnehmer bei der Berechnung der Nettorendite im ersten Jahr ab dem Kauf. Probleme traten vor allem beim Verständnis des Ausgabeaufschlags auf, welcher

²⁸³ Ähnliche Ergebnisse zeigen sich in Hastings und Tejada-Ashton (2008).

entweder komplett ignoriert oder aber als Reduktion der Nettorendite im ersten Jahr wahrgenommen wurde. Dass stattdessen der Ausgabeaufschlag den zu investierenden Betrag verringert, d. h., von 100 Euro nur 97,50 Euro auch wirklich angelegt werden, wurde nur von einem einzigen Teilnehmer richtig erkannt. Obwohl die Unterscheidung zwischen absoluten und prozentualen Angaben kaum Probleme verursachte (*Fonds D* und *E* wurden von allen Teilnehmern als identisch identifiziert), bereitete die Unterscheidung zwischen laufenden und einmalig anfallenden Kosten den Teilnehmern größere Probleme. Hier stellt sich die Frage, inwieweit die verschiedenen Bezugsgrößen klarer voneinander abgegrenzt werden können, ohne dabei Anleger mit mehr Information zu stark zu überlasten.

Auch die Unterscheidung zwischen Netto- und Bruttorendite verursachte Probleme (siehe zur detaillierten Beschreibung der Renditeberechnung Abschnitt II). Hier ließen sich allerdings zwei gegenläufige Effekte beobachten. Da viele Teilnehmer anscheinend nicht zwischen einmalig anfallenden und periodischen Kosten unterscheiden, führte der Ausweis der (jährlichen) Nettorendite dazu, dass der Ausgabeaufschlag komplett ignoriert wird. Zum anderen haben weniger erfahrene Teilnehmer zum Teil keinen Unterschied zwischen netto und brutto gemacht und die Produkte anhand der absoluten Zahlen bewertet:

„Fonds F hat ja nur eine Rendite von 9 %, Fonds D und Fonds E aber eine Rendite von 10 %. Aber alle drei haben den gleichen Ausgabeaufschlag. Dann sind D und E aber doch besser als F.“

(Teilnehmer 13)

Informationsüberflutung

Im letzten Teil des Tiefeninterviews wurden den Befragten drei verschiedene Depotauszüge mit dem Hinweis darauf vorgelegt, dass sich alle drei auf dasselbe Portfolio beziehen. *Depotauszug A* enthielt die Stückzahl und Kurse der einzelnen Wertpapiere, den sich daraus ergebenden Wert in Euro und den Gesamtwert des Portfolios in Euro (Abbildung 7). In *Depotauszug B* wurden die Rendite und die Volatilität der einzelnen Wertpapiere über das letzte Jahr in Prozent angegeben, der Gesamtwert des Portfolios in Euro sowie der prozentuale Anteil der einzelnen Papiere (Abbildung 8). *Depotauszug C* enthielt nur den Wert der einzelnen Positionen im Portfolio sowie den sich daraus ergebenden Gesamtwert des Portfolios in Euro. Darüber hinaus wurden jedoch die Portfoliorendite und die Portfoliovolatilität sowie Rendite und Volatilität eines Vergleichsportfolios aus derselben Risikoklasse über das letzte Jahr in Prozent angegeben (Abbildung 9). Die Befragten wurden

auch hier wieder gebeten, die Attraktivität der Depotauszüge zu bewerten und ihre Entscheidung zu begründen.

Am meisten Punkte erhielt *Depotauszug B*, welcher von 53 % der Teilnehmer bevorzugt wurde. Ein Viertel der Teilnehmer favorisierte *Depotauszug C* und 22 % der Teilnehmer *Depotauszug A*. *Depotauszug B* wurde dabei im Vergleich der drei Optionen als besonders informativ empfunden, *Depotauszug A* und *C* hingegen als besonders übersichtlich.

Hier lassen sich zwei Grundtendenzen beobachten. Unerfahrene, weniger finanzgebildete Teilnehmer favorisierten eher *Depotauszug A* oder *C*. Hierfür scheint ein Informationsüberflutungsproblem am ehesten relevant zu sein. Außerdem zeigte sich auch hier wieder eine Abneigung gegenüber prozentualen Angaben.

„Die Euroangaben in Depotauszug A sind definitiv besser als Prozentangaben. Außerdem sehe ich hier sofort, wie viel ich bereits angespart habe. Die Angaben in Depotauszug C verstehe ich nicht, besonders der Vergleich mit dem Referenzportfolio ergibt für mich keinen Sinn. So was sollte man eher bei Bedarf mit dem Bankberater besprechen.“

(Teilnehmer 4)

Auch Volatilitätsangaben auf Gesamtportfoliobasis wurden hier als eher verwirrend empfunden. Das Gleiche gilt für Renditeangaben.

„Die Darstellung aufgeschlüsselt nach einzelnen Aktien in Depotauszug B ist viel sinnvoller als in Depotauszug C. Aktien werden ja schließlich auch einzeln gekauft oder verkauft und nicht alle auf einmal.“

(Teilnehmer 23)

Der Diversifikationsgedanke, der hinter einer Ausweisung der Volatilität auf Portfolioebene steht, wurde hingegen von keinem der Teilnehmer (auch nicht der erfahreneren Anleger) geäußert. Einige Teilnehmer konnten dies zumindest nachvollziehen, nachdem sie vom Befrager darauf hingewiesen wurden, dass die Portfoliovolatilität in *Depotauszug C* kleiner ist als die durchschnittliche Volatilität in *Depotauszug B*.

Erfahrenere und finanzgebildete Teilnehmer verlangten, im Gegensatz zu weniger erfahrenen Teilnehmern, nach möglichst umfassender Information. Es wurde klar erkannt, welche Informationen in den einzelnen Depotauszügen dargestellt werden und deren Relevanz wurde in der Regel schlüssig artikuliert. Hier war der klare Favorit *Depotauszug B*.

„Depotauszug B enthält die detailliertesten Informationen. Insbesondere ist es wichtig zu sehen, welche Aktien profitabel waren und welche nicht, um eventuell das Portfolio umschichten zu können.“

(Teilnehmer 13)

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass bei weniger erfahrenen Anlegern eher die Gefahr der Informationsüberflutung gegeben zu sein scheint und sie Probleme haben, aus den (wenigen) Informationen Handlungsimplicationen abzuleiten. Erfahrenere Anleger hingegen verlangen nach möglichst umfangreicher Information, die sie zum überwiegenden Teil auch richtig interpretieren. Das heißt, im Interview machten diese Anleger den Eindruck, dass sie zumindest theoretisch in der Lage sind, die richtigen Schlüsse aus den ausgewiesenen Informationen zu ziehen.

V. Weitere Aspekte der Ausgestaltung der Messung und des Ausweises des Kundennutzens der Anlageberatung

Überblick: Die vorstehenden Überlegungen engen bereits die sinnvollen Rendite-Risiko-Maße erheblich ein und leiten bereits wesentliche Anforderungen an einen Ausweis gegenüber Anlegern ab. Bevor wir daraus aber einen konkreten Vorschlag ableiten können, müssen weitere praktische Detailfragen geklärt werden. Im Folgenden diskutieren wir daher drei Fragestellungen, die sich auf die genaue Ausgestaltung der Messung und des Ausweises des Kundennutzens der Anlageberatung beziehen. Hinsichtlich der Methodik gilt es zu klären, auf welchen Zeitraum sich Messung und Ausweis beziehen sollten, d. h., ob Rendite und Risiko dem Anleger gegenüber rückblickend beispielsweise eher für einen 1- oder einen 5-Jahreszeitraum ausgewiesen werden sollten. Teilweise damit verknüpft muss erörtert werden, wie der Ausweis von Risiko konkret erfolgen soll, wobei wie im vorigen Abschnitt erläutert nur eine Einteilung in Risikoklassen infrage kommt (statt eines expliziten Ausweises einer Kennzahl). Konkret stellt sich die Frage, wie viele solcher Klassen notwendig sind und wie breit diese sein sollten. Ausgehend von den im vorigen Abschnitt angestellten Überlegungen zum Lernen von Anlegern bei Anlageentscheidungen und der Zielsetzung, dass ein Rendite-/Risikoausweis zur Messung des Kundennutzens handlungsinduzierend sein sollte, müssen wir außerdem diskutieren, inwieweit der Ausweis eines Vergleichsmaßstabs, d. h. eines Benchmarks, sinnvoll ist und wie dieser ausgestaltet sein könnte.

Sowohl bei der Wahl eines Messhorizontes als auch bei der damit zusammenhängenden Einteilung von Risikokategorien lässt sich im Rahmen dieser Studie keine klare Empfehlung treffen. Im Hinblick auf verschiedenen Messhorizonte zeigt sich, dass sowohl einjährige als auch fünfjährige Zeiträume infrage kommen, es jedoch in beiden Fällen ungeklärte Fragen gibt im Hinblick auf beispielsweise die Auswirkungen des Ausweises eines kurzfristigen Zeitraums auf die Anlageentscheidungen privater Haushalte bzw. auf die Umsetzungskosten eines längerfristigen Ausweises gibt. Hier sind weitere konkrete Analysen notwendig. Ähnlich verhält es sich mit der Wahl eines Benchmarks, die jedoch grundsätzlich nutzenstiftend im Rahmen des Ausweises von Rendite und Risiko für Privatanleger wäre.

V.1 Wahl eines Messhorizontes

Auf Basis von Überlegungen zur praktischen Umsetzung von Rendite- und Risikomessung erscheinen Zeiträume von minimal 1 Jahr bis maximal 5 Jahre als prinzipiell möglich. In der praktischen Umsetzung der Messung von Risiken kann ein 1-Jahreszeitraum als untere Grenze angesehen werden, da, außer bei einer Verwendung von täglichen Renditedaten, zu wenige Beobachtungen vorliegen würden, um bei kürzeren Zeiträumen Aussagen über das getragene Portfoliorisiko treffen zu können. Ein 5-Jahreszeitraum kann als eine obere Grenze angesehen werden, da die durchschnittliche jährliche Umschlagsquote in Privatanlegerportfolien teilweise bei nahe 80 % liegt,²⁸⁴ und somit ein auf einen längeren Zeitraum bezogener Ausweis von Rendite und Risiko gegebenenfalls nur wenig mit dem aktuellen Portfolio gemein hat.

Im Folgenden sollen zunächst die Verteilungen der Standardabweichungen für zwei verschiedene 1- und 5-Jahreszeiträume beschrieben werden, um davon ausgehend Vor- und Nachteile der alternativen Zeiträume zu diskutieren. Um die Auswirkungen von zeitlich unterschiedlichen Messhorizonten abzuschätzen, wird wieder auf den im Anhang II beschriebenen Datensatz zurückgegriffen (siehe die identische Definition der Zeiträume in Abschnitt III.2).

Als erstes Ergebnis zeigt sich, dass sich die allgemeinen Marktvolatilitäten in den einjährigen Messzeiträumen stärker niederschlagen als in den fünfjährigen (siehe Abbildung 33). Für einen einjährigen Messzeitraum zeigt sich, dass bei eher geringer Marktvolatilität (01.01.2006-01.01.2007) 5 % der Portfolien eine jährliche Standardabweichung von kleiner als 4,4 % und 5 % der Portfolien von größer als 26,8 % besitzen. In Zeiten eher hoher Marktvolatilität verschieben sich diese Werte deutlich nach oben. Im zweiten Zeitraum von Mai 2008 bis Mai 2009 sind die Werte für das 5 %-Perzentil mit 11,1 % und für das 95 %-Perzentil mit 67,4 % mehr als doppelt so hoch.²⁸⁵

Vergleicht man die Standardabweichungen der 1-Jahresperioden mit den 5-Jahresperioden, so sind diese in beiden Fällen halb so hoch wie die des volatileren der beiden 1-Jahreszeiträume (01.05.2008-01.05.2009). Anschaulich werden diese Beobachtungen durch einen Vergleich der Mittelwerte in Abbildung 33. Der Mittelwert liegt bei 16,0 % für den weniger volatilen 1-Jahreszeitraum und bei 43,9 % für den volatileren Zeitraum. Im Gegensatz dazu

²⁸⁴ Diese Zahl bezieht sich auf Privatanlegerportfolios bei Onlinebrokern; siehe Barber und Odean (2001) oder Bhattacharya et al. (2011).

²⁸⁵ Im Vergleich mit Campbell et al. (2007), die (erwartete) Standardabweichungen für schwedische Haushalte berechnen, bewegen sich die hier berichteten Standardabweichungen in einem ähnlichen Rahmen.

unterscheiden sich die Mittelwerte für die beiden 5-Jahreszeiträume kaum (23,5 % bzw. 25,4 %).

Abbildung 33: Verteilung der Standardabweichungen

	Perzentil					Mittelwert
	5%	25%	50%	75%	95%	
Standardabweichung 01.01.2006 - 01.01.2007	4,4%	10,5%	14,1%	21,0%	26,8%	16,0%
Standardabweichung 01.05.2008 - 01.05.2009	11,1%	28,4%	40,8%	66,7%	67,4%	43,9%
Standardabweichung 01.01.2002 - 01.01.2007	6,1%	14,9%	21,0%	35,4%	36,3%	23,5%
Standardabweichung 01.05.2004 - 01.05.2009	7,1%	16,6%	23,3%	36,4%	37,5%	25,4%

Diese Analyse zeigt, dass durch die Verwendung von 5-Jahreszeiträumen die Streuung der Risiken privater Investoren abnimmt. Schocks, wie die Finanzkrise im Jahr 2009 oder das Ende der Internetblase in den Jahren 2000 bis 2002, werden dabei durch die Nutzung eines Messzeitraumes von 5 Jahren geglättet. Auf Basis dieser Analyse zeigt sich, dass ein wesentlicher Vorteil eines fünfjährigen Horizontes darin liegt, dass sich die Risikoeinordnung eines Portfolios von einer zu der nächsten Berichtsperiode weniger stark ändert, als dies für einen einjährigen Messzeitraum zu erwarten wäre und es somit weniger wahrscheinlich zu einer Verunsicherung von Anlegern kommt.

Daneben sprechen jedoch auch einige Argumente für einen einjährigen Messhorizont:

- Durch die hohe Umschlagshäufigkeit in Portfolien privater Anleger und die freie Wahl einer Anlagestrategie können sich Portfolien über einen Zeitraum von 5 Jahren stark verändern. Da aber ein Risiko-Rendite-Reporting darauf abzielt, dass die Anleger ihr Portfolio auf Basis dieses Reportings hinterfragen und idealerweise in der Zukunft bessere Anlageentscheidungen treffen, kann es von Vorteil sein, wenn das Reporting einen Zeitraum umfasst, an den die Investoren noch eine gute Erinnerung haben. Aus diesem Grund lässt sich vermuten, dass die Akzeptanz eines Risikomaßes bei Privatanlegern, aber auch bei Banken, welche dieses Maß im Idealfall zu einer Kundenberatung verwenden, bei einer Messperiode von 1 Jahr höher sein wird, als bei einer Messperiode von 5 Jahren.

- Kunden sind auch in anderen Bereichen an einen einjährigen Berichtszeitraum gewöhnt. Hierbei sind insbesondere das Reporting von Geschäftsabschlüssen, steuerliche Aspekte sowie Jahresauftaktgespräche zwischen Bankberater und Bankkunden zu nennen.
- Durch Bank- oder Beraterwechsel ist häufig ein Zeitraum von 5 Jahren weder einer Bank noch einem Berater zuzurechnen, sodass ein Messzeitraum von 5 Jahren dem Ziel der Steigerung der Transparenz hinsichtlich Risiko-Rendite-Profilen der Portfolien und damit verbunden einem verstärkten Wettbewerb möglicherweise entgegenläuft, da eine klare Attribution der Ergebnisse durch den Investor auf einen Dienstleister, einen Berater oder seinen eigenen Entscheidungen erschwert wird.
- Aus Gesprächen mit Banken wurde darüber hinaus klar, dass auch technische Gründe für einen Messzeitraum von 1 Jahr sprechen. Der verfügbare physische Speicher, der für einen 5-Jahreszeitraum notwendig wäre, um die Renditezeitreihen zu speichern, setzt hierbei die Grenzen.

Im Ergebnis zeigt sich, dass es gute Argumente sowohl für die Verwendung eines einjährigen als auch für die Verwendung eines fünfjährigen Messhorizontes gibt. Um eine endgültige Empfehlung aussprechen zu können, wäre noch wissenschaftlich zu überprüfen, ob die höheren Kosten, die für die Verwendung eines fünfjährigen Messhorizontes zur Kategorisierung von Portfolien entstehen würden, durch eine höhere Qualität der Anlageentscheidungen privater Haushalte kompensiert werden würden.

V.2 Optionen zur Ausgestaltung von Risikokategorien

Die vorausgehenden Ausführungen zur Verständlichkeit von Risikomaßen haben deutlich gemacht, dass Privatinvestoren Schwierigkeiten mit der Interpretation von Risikozahlen, wie Standardabweichungen, und deren Umsetzung in Anlageentscheidungen haben und deshalb ein Reporting des Risikos in Form von Risikokategorien zu bevorzugen ist. Für den Ausweis des Risikos ist es damit unerlässlich, eine Aussage zur Ausgestaltung dieser Kategorien zu treffen. Hier geht es insbesondere um die Frage, wie viele solcher Risikokategorien sinnvoll für die Messung von Risiko verwendet und gegenüber dem Anleger kommuniziert werden können. Zudem gilt es zu klären, wie breit die einzelnen Risikokategorien zu wählen sind.

Die Ausgestaltung der Risikokategorien sollte dabei vom im vorigen Abschnitt diskutierten Messhorizont abhängig sein, um zu verhindern, dass sich aufgrund einer falschen Festlegung der Risikokategorien die Masse der Portfolien privater Anleger in einer entweder sehr hohen

oder sehr niedrigen Risikokategorie sammeln. So wird auf Basis des vorhergehenden Abschnitts V.1 deutlich, dass die Verwendung eines einjährigen Investitionszeitraumes Risikoklassen erfordert, die für eine annualisierte Standardabweichung bis über 65 % definiert sind. Dagegen ist es bei der Nutzung eines fünfjährigen Zeitraumes ausreichend, Risikoklassen bis zu einer Standardabweichung von 35 % und darüber zu definieren.

Der Argumentation des Abschnitts zum Ausweis und zur Verständlichkeit folgend, sollten der vorvertragliche und der nachvertragliche Ausweis von Risiko in Kategorien möglichst vergleichbar sein, um die Verständlichkeit für den privaten Investor zu maximieren. Vor diesem Hintergrund sollte eine Risikokategorisierung möglichst die von OGAW-/UCITS-IV definierten Risikoklassen aufnehmen. OGAW-/UCITS-IV schlägt eine Kategorisierung von Risiken von Anlagefonds in sieben Risikoklassen vor, wobei die Breite der Risikoklassen von der ersten bis zur siebten Risikoklasse kontinuierlich zunimmt und die siebte Risikoklasse für Standardabweichungen von 25 % und darüber definiert ist (Abbildung 34).

Um größtmögliche Kompatibilität zwischen OGAW-/UCITS-IV und einer Risikokategorisierung für private Anleger zu gewährleisten, sollte unabhängig von Messhorizont die Definition der ersten sieben Risikoklassen nach OGAW-/UCITS-IV übernommen werden und dann in Abhängigkeit vom gewählten Investitionszeitraum erweitert werden. Bei dieser Erweiterung ist zu beachten, dass die Breite der Risikoklassen, d. h. die Intervalle, die eine Risikoklasse definieren, die Anleger möglichst gleichmäßig auf die Risikoklassen verteilt. Insbesondere sollte eine Häufung von Portfolien in der höchsten Risikoklasse vermieden werden. Gleichzeitig ist die Breite der Risikoklasse so zu wählen, dass Renditen privater Anleger auch noch hinsichtlich ihres Risikoniveaus mit dem Risikoniveau einer entsprechenden Benchmarkrendite (siehe den folgenden Abschnitt V.3), die auf die Mitte einer Risikoklasse kalibriert ist, vergleichbar sind.

Abbildung 34: Definition von Risikokategorien nach OGAW-/UCITS-IV und bei der Verwendung unterschiedlicher Messzeiträume in Standardabweichungen

Risiko- Kategorie	OGAW-/UCITS-IV		Messzeitraum 5 Jahre		Messzeitraum 1 Jahr	
	von	bis	von	bis	von	bis
1	0,00%	0,50%	0,00%	0,50%	0,00%	0,50%
2	0,50%	2,00%	0,50%	2,00%	0,50%	2,00%
3	2,00%	5,00%	2,00%	5,00%	2,00%	5,00%
4	5,00%	10,00%	5,00%	10,00%	5,00%	10,00%
5	10,00%	15,00%	10,00%	15,00%	10,00%	15,00%
6	15,00%	25,00%	15,00%	25,00%	15,00%	25,00%
7	25,00%		25,00%	35,00%	25,00%	35,00%
8			35,00%		35,00%	45,00%
9					45,00%	55,00%
10					55,00%	

Entsprechend dieser Überlegungen stellt Abbildung 34 eine mögliche Erweiterung der Risikokategorien vor. Es wird dabei den Beobachtungen aus dem vorherigen Abschnitt Rechnung getragen. Für einen Messzeitraum von fünf Jahren wäre eine zusätzliche Risikokategorie anzufügen, um auch Portfolios mit einer Standardabweichung von 35 % und darüber erfassen zu können. Entsprechend erschiene es sinnvoll, drei weitere Risikoklassen anzufügen, um die höheren Standardabweichungen bei einem einjährigen Messzeitraum zu reflektieren. Dieser Vorschlag erweitert die OGAW-/UCITS-IV-Risikoklassen um Intervalle von jeweils 10 %-Punkten, sodass es nicht vollständig gelingt, die höchste Risikoklasse so zu gestalten, dass sie für Standardabweichungen von größer als 65 % definiert ist. Diese Risikoklassendefinition bietet aber den Vorteil, dass die Breite der Klasse noch einen sinnvollen Ausweis einer Benchmarkrendite für diese Klasse zulässt und aus den Gründen der Komplexitätsreduktion die Anzahl von 10 Risikoklassen nicht überschreitet.

V.3 Möglicher Ausweis eines Benchmarks

Ein Benchmark stellt einen Standard dar, gegen welchen die Performance eines Wertpapiers oder auch eines gesamten Portfolios gemessen wird. Im Rahmen der Messung des Kundennutzens könnten Benchmarkrenditen als Vergleichsmaßstab für die erzielten Renditen je Risikoklasse angegeben werden. So wären Anleger in der Lage, auf objektiver Basis einzuschätzen, ob die Rendite, die sie erzielt haben, für das getragene Risiko angemessen war.

Im Bereich der institutionellen Geldanlage ist die Verwendung von Benchmarks beispielsweise zur Leistungsbeurteilung von Portfoliomanagern weithin akzeptiert. So wird auch bereits von regulatorischer Seite die Verwendung eines Benchmarks im Rahmen von

Risiko-Rendite-Profilen in der Portfolioverwaltung vorgeschrieben.²⁸⁶ In der Literatur finden sich verschiedene Vorschläge für die Definition von Benchmarks für Investmentportfolien, die grundsätzlich Ansatzpunkt für die Ausgestaltung von Benchmarks im Rahmen der Messung des Kundennutzens der Anlageberatung sein können. So werden unter anderem Benchmarks basierend auf Investitionsstilen²⁸⁷ vorgeschlagen, die Nutzung von Durchschnitten aller Investoren einer bestimmten Gruppe in der Literatur diskutiert²⁸⁸ oder eine Verwendung der Charakteristika der Wertpapiere in einem Portfolio zur Benchmarkbestimmung vorgeschlagen²⁸⁹. Um einen sinnvollen Benchmark zu spezifizieren, haben sich in der Literatur verschiedene Kriterien etabliert:²⁹⁰

- **Festlegung im Voraus:** Der Benchmark sollte im Voraus festgelegt werden. Würde ein Benchmark erst im Nachhinein definiert, wäre beispielsweise die Möglichkeit einer willkürlichen Festlegung eines bestimmten Benchmarks durch den Anbieter gegeben, die die erzielten Ergebnisse unangemessen gut erscheinen lässt.
- **Angemessenheit:** Der Benchmark muss den Präferenzen und Wünschen des Kunden insbesondere hinsichtlich des Risikoniveaus entsprechen.
- **Replizierbarkeit:** Der Benchmark sollte durch eine passive Strategie replizierbar sein; d. h., dass ein Anleger die Möglichkeit haben muss, die Performance der Benchmarks zu erreichen, indem er in existierende passive Anlageprodukte wie beispielsweise Indexfonds investieren kann, die den Benchmark nachbilden.
- **Messbarkeit:** Die Rendite des Benchmarks sollte objektiv messbar sein. Wichtig ist bei diesem Kriterium, dass Benchmarkrenditen öffentlich zugänglich sind. Entsprechend sollten auch die zugrunde liegenden Datenquellen und Berechnungsmethoden transparent sein.

Hinsichtlich der praktischen Ausgestaltung eines möglichen Benchmark für Privatanleger ergibt sich eine Reihe von Fragestellungen. Unseres Wissens gibt es in diesem Bereich keinen akzeptierten Standard, was die Bestimmung eines Benchmarks angeht. Insbesondere das Kriterium der Angemessenheit scheint vor dem Hintergrund stark divergierender Anlegerpräferenzen mit einer standardisierten Messung des Kundennutzens nicht vereinbar. Diese Problemstellung wollen wir in der Diskussion eines Marktindizes als Beispiel eines

²⁸⁶ Siehe Richtlinie 2006/73/EG (MiFID), Artikel 30 Absatz 2; Umsetzung deutsches Recht siehe WpDVerOV.

²⁸⁷ Siehe Sharpe (1992).

²⁸⁸ Siehe Bailey (1992).

²⁸⁹ Siehe Daniel et al. (1997).

²⁹⁰ Siehe Bacon (2008), Bailey (1992), Zimmermann et al. (1992) sowie insb. Stucki (1996).

möglichen Benchmark für Privatanlegerportfolien entlang der vorgenannten Benchmarkkriterien kurz erörtern (siehe Textbox 5).

Textbox 5: Herausforderungen bei der Definition eines Benchmarks für Privatanleger

In der wissenschaftlichen Literatur wird oftmals die Anlage in einen breiten Marktindex bzw. das sogenannte „Marktportfolio“ als grundsätzlich gute, weil breit diversifizierte Anlagestrategie vorgeschlagen.²⁹¹ Um verschiedene Risikopräferenzen abzubilden, wird die Anlage in den Marktindex mit einer Investition in eine risikolose Anlage kombiniert. Auf den ersten Blick könnte daher ein solcher Marktindex als geeigneter Benchmark für Privatanlegerportfolien erscheinen. Beispiele für deutsche Anleger wären der CDAX, welcher auf ca. 600 deutschen Aktien basiert, oder der MSCI World All Shares, der ca. 6.000 Aktien aus über 20 Ländern enthält.

- Ein breiter Marktindex erfüllt das Kriterium der für Benchmarks geforderten Möglichkeit der Festlegung im Voraus; er kann frühzeitig als Benchmark definiert werden.
- Hinsichtlich der Angemessenheit ergibt sich ein gemischtes Bild. Mit Blick auf die unterschiedlichen Risikopräferenzen von privaten Anlegern gibt es die bereits angedeutete Möglichkeit, für verschieden riskante Portfolien mithilfe einer Linear-Kombination von risikofreiem Zins und dem gewählten Marktindex (Tobin-Separation²⁹²), für jede Risikoklasse eine Benchmarkrendite auszuweisen, die genau in der Mitte der Risikoklassen liegt, und somit einen guten Vergleichsmaßstab darstellt. Alternativ könnte auf diese Weise ein Intervall von Benchmarkrenditen je Risikoklasse berechnet werden. Allerdings ergibt sich bei beiden Optionen in der Praxis bereits die Fragestellung, inwieweit eine tatsächlich risikofreie bzw. hinreichend risikoarme Anlage für Privatanleger existiert und der zugrunde liegende Ansatz überhaupt valide ist.²⁹³ Zunehmend problematisch ist die Verwendung eines breiten Marktindex im Hinblick auf Präferenzen des Anlegers hinsichtlich einer bestimmten Anlagestrategie im Sinne beispielsweise einer Bevorzugung bestimmter Anlageklassen. Ein solchermaßen standardisierter Benchmark könnte die entsprechenden Präferenzen nicht in angemessener Weise abbilden bzw. den Investoren bei der Wahl eines unangemessenen Benchmarks falsche Signale liefern.²⁹⁴
- Die Kriterien der Replizierbarkeit und der Messbarkeit sind dagegen für beide Indizes erfüllt, wobei sich bezüglich Ersterer auch hier die Frage nach der Verfügbarkeit einer risikolosen bzw. hinreichend risikoarmen Anlage stellt. Die zugrunde liegenden Marktindizes sind jedoch ausreichend „investierbar“, da viele Indexfonds und Indexzertifikate existieren, die den Index replizieren. Zudem beruhen Indizes wie die beiden beispielhaft erwähnten auf transparenten Berechnungsverfahren und werden von unabhängigen, zuverlässigen Drittanbietern berechnet.

²⁹¹ Siehe Sharpe (1964), Lintner (1965) und Mossin (1966).

²⁹² Siehe Tobin (1958).

²⁹³ Siehe Bodie et al. (2002).

²⁹⁴ Siehe Bodie et al. (2002) und Elton et al. (1993).

Unser Beispiel zeigt, dass die Definition eines Benchmarks für Privatanlegerportfolien insbesondere im Hinblick auf das Kriterium der Angemessenheit nicht trivial ist. Eine konkrete Empfehlung geht über den Rahmen dieser Studie hinaus. Bezogen auf die Messung des Kundennutzens erscheint es wünschenswert, dass eine konkrete Umsetzung desselbigen (siehe Kapitel 3 - Abschnitt III) ein Umfeld schafft, in dem die Entwicklung eines solchen Benchmarks beispielsweise durch den Wettbewerb alternativer Vorschläge von verschiedenen Anbietern erfolgt. Alternativ würde es zur Festlegung auf einen bestimmten Benchmark zumindest einer wissenschaftlichen Studie bedürfen, die eine Definition eines geeigneten Benchmarks vornimmt. In einem Auswahlprozess müsste sowohl erörtert werden, welcher Benchmark aus normativer Sicht die beste Wahl darstellt²⁹⁵, als auch aus einer sozial-psychologisch verhaltenswissenschaftlichen Perspektive analysiert werden, welcher Benchmark bei privaten Investoren die größte positive Verhaltensänderung und Akzeptanz erreicht.

²⁹⁵ In normativer Hinsicht sollte ein Benchmark ein möglichst effizientes Portfolio abbilden, damit Anleger angeregt werden, Ihre Anlageentscheidungen entsprechend anzupassen.

VI. Zusammenfassung der Ergebnisse und Vorschlag zum Ausweis des Kundennutzens

Überblick: Auf Basis der detaillierten Ausführungen in diesem Kapitel können wir nun einen konkreten Ansatz zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung ableiten. Hierfür fassen wir im Folgenden die Erkenntnisse der vorhergehenden Darlegung und Bewertung von Instrumenten zur Messung von Kundennutzen kurz in einem „Zielbild der Methodik“ zusammen. Darauf aufbauend entwickeln wir unseren Vorschlag, wie die Messung bzw. der Ausweis von Kundennutzen in der Praxis aussehen könnte.

Unser Vorschlag zur konkreten Messung des Kundennutzens der Anlageberatung und dem Ausweis desselbigen gegenüber Anlegern orientiert sich methodisch eng am Rendite-/Risikoausweis, der unter OGAW-/UCITS-IV für Fonds mit der Novellierung des InvG bereits zu Zwecken der vorvertraglichen Anlegerinformation eingeführt wurde. Der wesentliche Vorteil einer Orientierung an dieser bestehenden Regulierungsinitiative ist in der Verständlichkeit für Investoren zu sehen. Zudem lässt sich durch einen solchen Ansatz gegebenenfalls eine höhere Akzeptanz bei Anbietern, aber auch beispielsweise bei Aufsichtsbehörden und Gesetzgebern auf europäischer Ebene erzeugen. Unsere in diesem Kapitel dargestellten Analysen geben klare Hinweise darauf, wie die Methodik des Rendite-/Risikoindicators nach OGAW-/UCITS-IV angepasst werden kann, um den Besonderheiten der Portfolien privater Anleger Rechnung zu tragen und sinnvoll für Messung und Ausweis des Kundennutzens der Anlageberatung eingesetzt werden zu können. Dies umfasst insbesondere eine Ausweitung der oberen Risikoklassen im Falle einer Messung des Kundennutzens auf einjähriger Basis, den Vorschlag einer Benchmarkrendite in den einzelnen Risikoklassen als Vergleichsmaßstab sowie den Ausweis privatanlegerspezifischer Aspekte in einem narrativen Teil.

VI.1 Zusammenfassung der Ergebnisse – Zielbild der Methodik

In diesem Kapitel haben wir die Ableitung einer möglichen Methodik zur Messung des Kundennutzens entlang von fünf Schritten vorgenommen (siehe Abbildung 35) und dabei in teilweise impliziter Form eine Bewertung im Sinne des in Abschnitt I definierten Kriterienkatalogs vorgenommen. Ausgehend von den Vorüberlegungen in Abschnitt I sind wir separat sowohl auf die Rendite- als auch die Risikomessung eingegangen (Abschnitt II

und Abschnitt III) und haben diese aus eher technischer Perspektive (Kriterien: Relevanz, Vergleichbarkeit, Zuverlässigkeit und Persistenz) bewertet. In Abschnitt IV haben wir beide Komponenten der Kundennutzenmessung insbesondere aus Sicht des Anlegers im Hinblick auf Verständlichkeit überprüft. Abschnitt V hat weitere praktische Überlegungen zur Ausgestaltung der Messung des Kundennutzens im Sinne von Rendite und Risiko ausgeführt, darunter unter anderem den Aspekt der Umsetzbarkeit. Im Folgenden fassen wir die Ergebnisse dieser einzelnen Schritte zusammen.

Abbildung 35: Entwicklung eines konkreten Ansatzes zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung – 5 Schritte



Als Ergebnis unserer Vorüberlegungen lässt sich festhalten, dass eine Messung des Kundennutzens der Anlageberatung sich klar auf objektiv messbare ergebnisbezogene Faktoren des Kundennutzens und damit Rendite und Risiko fokussieren sollte, wobei Kosten als weiterer wichtiger Aspekt adäquat in der Rendite reflektiert sein müssen. Rendite- und Risikomessung lassen sich mithilfe weiterer Vorüberlegungen folgendermaßen einengen:

- Damit Messung und Ausweis von Rendite und Risiko in einer für Privatanleger relevanten und verständlichen Form erfolgen können, ist eine zusammenhängende Betrachtung jedoch separater Risiko- und Renditegrößen empfehlenswert. Integrierte Performancemaße, wie beispielsweise die Sharpe Ratio, sind für die Messung des Kundennutzens aus unserer Sicht nur bedingt geeignet, da wichtige Informationen durch diese nicht vermittelt werden können.
- Die Notwendigkeit einfach umsetzbarer und über verschiedene Anleger vergleichbarer Kundennutzenmessgrößen bedingt die Beschränkung auf standardisierte Risiko- und Renditemaße, die beispielsweise unterschiedliche Anlagehorizonte, aber auch Risiken, die nicht unbedingt adäquat über eine historische Renditereihe abgebildet werden können, außer Acht lassen. Auf solche Risiken ist jedoch bei der praktischen Ausgestaltung, d. h. insbesondere beim Ausweis gegenüber dem Anleger, einzugehen.

- Wiederum primär aus Gründen der Relevanz sollte eine Messung des Kundennutzens der Anlageberatung mittels einer Portfolioperspektive erfolgen, d. h., dass Rendite und Risiko für komplette Portfolien von Privatanlegern berechnet werden. Die Portfolioperspektive berücksichtigt Diversifikationseffekte und ist im Vergleich zu einer Produktsicht weniger anfällig für Manipulationen bzw. ist einfach umzusetzen.

Hinsichtlich der Renditemessung leiten wir mit dem Ziel, die Berechnung der *Renditen* für die Messung des Kundennutzens zu standardisieren und möglichst einfach zu halten, die folgenden Empfehlungen ab:

- Die Renditeberechnung sollte insbesondere aus Gründen der Vergleichbarkeit und der Umsetzbarkeit zeitgewichtet erfolgen. Auf Basis von zeitgewichteten Renditereihen können dann auch Portfoliorisiken methodisch einwandfrei berechnet werden.
- Hinsichtlich der Frequenz von Ursprungsdaten erscheint grundsätzlich eine tägliche bis maximal monatliche Basis adäquat.²⁹⁶ Eine systematische Verzerrung ist durch eine Renditeberechnung auf Basis monatlicher im Vergleich zu täglichen Renditen nicht zu erwarten. Jedoch ist für die Risikoberechnung eine Mindestanzahl von Renditebeobachtungen erforderlich; um Risiken auch über relative kurze Zeiträume wie einem Jahr messen zu können, ist es daher anzuraten, die Frequenz der Ursprungsrenditedaten auf mindestens wöchentlich festzulegen.
- Gegenüber Anlegern sollten Renditen in jedem Fall in Netto-Form („nach Kosten“) ausgewiesen werden. Transaktionskosten wirken dabei am Tag ihrer Entstehung negativ auf die Rendite. Nur so ist ein fairer Vergleich von Anlageprodukten mit beispielsweise unterschiedlichen Kostenstrukturen möglich. Die Risikoberechnung sollte jedoch auf Basis von Brutto-Renditen erfolgen, da Transaktionskosten sich sonst ungerechtfertigterweise im Risiko niederschlagen.

²⁹⁶ Voraussetzung für die Berechnung von Portfoliorenditen für Privatinvestoren ist die Verfügbarkeit von entsprechenden Daten: Für die Renditeberechnung ist mindestens ein Bestand zum Beginn oder zum Ende der entsprechenden Messperiode notwendig. Dieser Bestand sollte auf Wertpapierenebene die Informationen WKN (Wertpapierkennnummer) und/oder ISIN (International Securities Identification Number), Wert in Euro zu einem Stichtag und die Anzahl der Stücke enthalten. Darüber hinaus ist es notwendig, dem Kunden alle Buchungsdaten zur Verfügung zu stellen, die bestandsverändernd sind. Dies schließt nicht nur die Transaktionen (Kauf oder Verkauf), sondern auch Buchungen ein, die z. B. durch Aktiensplits verursacht worden sind. Zu jeder Buchung ist es notwendig die WKN und/oder ISIN, das Handelsdatum, den Transaktionswert in Euro, die Anzahl der gehandelten bzw. betroffenen Stücke und mögliche Transaktionskosten zu erhalten. Schließlich sind Marktdaten auf Wertpapierenebene notwendig, um Renditen berechnen zu können. Diese Marktdaten sollten folgende Informationen enthalten: WKN und/oder ISIN, um Kapitalmaßnahmen adjustierte Marktpreise in Euro (wenn keine Kapitalmaßnahmen-Adjustierung erfolgt, müssten die Kapitalmaßnahmen separat ausgewiesen werden), sowie den unadjustierten Tagesschlusskurs.

Im Hinblick auf die Risikomessung lassen sich drei verschiedene Maße identifizieren, die für die Messung des Kundennutzens der Anlageberatung besonders geeignet scheinen. Es handelt sich dabei um die Standardabweichung, den Value-at-Risk (VaR) und den Conditional Value-at-Risk (CVaR). Folgende Erkenntnisse konnten auf Basis unserer empirischen Tests zur Zuverlässigkeit und Persistenz der Maße gewonnen werden:

- Grundsätzlich eignen sich alle drei Risikomaße zur Messung von Risiken in Privatanlegerportfolien.²⁹⁷ Besser als die Standardabweichung sind jedoch sowohl der VaR als auch der CVaR geeignet, das getragene Risiko von privaten Anlegern zu erfassen. Dies liegt darin begründet, dass private Anleger Portfolien halten, die einen hohen Anteil an unsystematischem Risiko enthalten („geringe Diversifikation“), der sich häufig in Form von „fat tails“ (relativ hohe Wahrscheinlichkeit von „extremen“, insbesondere von sehr niedrigen Renditen) auf die Renditeverteilung auswirkt. Diese „fat tails“ werden durch die Maße VaR und CVaR besser erfasst.
- Im Hinblick auf Persistenz ist die Standardabweichung hingegen das bessere Maß, d. h., bei der Standardabweichung ist eine Einstufung von Portfolien im Zeitverlauf robuster als bei den anderen beiden getesteten Risikomaßen.

Allein auf dieser Basis lässt sich jedoch noch keine Empfehlung für die Verwendung eines bestimmten Risikomaßes machen; sondern es scheinen alle vorgestellten Maße prinzipiell anwendbar.

Weitere wichtige Anhaltspunkte kann die Anlegerperspektive im Hinblick auf Ausweis und Verständlichkeit von Rendite- und Risikomaßen liefern. Auf Basis unserer Bestandsaufnahme der Literatur sowie der eigens für diese Studie durchgeführten Tiefeninterviews kommen wir zu den folgenden Ergebnissen:

- Für eine sinnvolle Messung des Kundennutzens ist ein Ausweis des Risikos anhand einer begrenzten Anzahl von Kategorien sinnvoll. Der numerische Ausweis von Risikomaßen, d. h. das Reporting einer konkreten Risikozahl, würde auf allzu große Verständnisprobleme stoßen. Hinsichtlich der eigentlichen Risikomaße gibt es auf Anlegerseite deutliche Schwierigkeiten, diese zu interpretieren und zu unterscheiden.
- Die Messung des Kundennutzens der Anlageberatung sollte möglichst in den bestehenden Rahmen von Anlegerinformationen im Umfeld von Anlageentscheidungen eingebunden werden.

²⁹⁷ Da Risiko auf Basis von Renditereihen berechnet wird, ergeben sich im Vergleich zu den in der vorigen Fußnote definierten Datenanforderungen keine zusätzlichen Datenbedarfe.

- Vor diesem Hintergrund empfehlen wir, dass sich die Messung des Kundennutzens der Anlageberatung zumindest methodisch an dem im Rahmen von OGAW-/UCITS-IV definierten Rendite-/Risikoausweis orientiert. Dies beinhaltet beispielsweise die Verwendung der Standardabweichung als Risikomaß. Somit würden Anleger in Zukunft nicht mit verschiedenen Maßen und Skalen konfrontiert und die Anschlussfähigkeit einer deutschen Initiative zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung an bestehende europäische Initiativen wäre sichergestellt.

Hinsichtlich weiterer Fragestellungen zur konkreten Ausgestaltung der Messung und des Ausweises des Kundennutzens im Sinne von Rendite und Risiko lassen sich auf Basis unserer Ergebnisse noch keine konkreten Schlüsse ziehen; wir halten hier weitere Analysen für erforderlich:

- Im Hinblick auf verschiedenen Messhorizonte zeigt sich, dass sowohl einjährige als auch fünfjährige Zeiträume infrage kommen. Es gibt jedoch in beiden Fällen ungeklärte Fragen im Hinblick auf beispielsweise die Auswirkungen des Ausweises eines kurzfristigen Zeitraums auf die Anlageentscheidungen privater Haushalte bzw. auf die Umsetzungskosten eines längerfristigen Ausweises. Hier sind insbesondere Tests notwendig.
- Die Einteilung in Risikoklassen ist von der Länge des Messhorizontes abhängig. Grundsätzlich empfehlen wir auch hier die Orientierung an den OGAW-/UCITS-IV-Richtlinien und damit den Ausweis von Risiko in sieben Klassen, jedoch müsste im Falle der Verwendung eines kurzen Messhorizontes eine Erweiterung der oberen Risikoklassen dringend in Erwägung gezogen werden.
- Der Ausweis einer sauber berechneten Benchmarkrendite bzw. eines entsprechenden Intervalls für jede Risikoklasse ist grundsätzlich als nutzenstiftend anzusehen und sollte daher in den Ausweis des Kundennutzens gegenüber Anlegern integriert werden. Wir können jedoch im Rahmen dieser Studie keine Aussage über die konkrete Ausgestaltung einer solchen Benchmark treffen.

VI.2 Ausweis des Kundennutzens gegenüber dem Anleger

Aufbauend auf das methodische Zielbild zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung im Sinne von Rendite und Risiko stellt sich die Frage, wie die entsprechenden Informationen gegenüber dem Anleger ausgewiesen werden sollten. Im Einklang mit den bereits mehrfach angesprochenen OGAW-/UCITS-IV-Regelungen und verschiedenen im Verlauf dieser Studie diskutierten Ansätzen zur Anlegerinformation

empfehlen wir, dass ein solcher Ausweis im Kern neben der zusammenhängenden Darstellung von Rendite und Risiko (siehe Abschnitt I.3) auch einen narrativen Teil zur Offenlegung zusätzlicher wesentlicher Informationen umfassen sollte.

Risiko- und Renditeausweis

Risiko und Rendite sollten gegenüber dem Anleger in zusammenhängender Form ausgewiesen werden. Hierfür würde das Portfolio des Anlegers für den noch festzulegenden Betrachtungszeitraum einer bestimmten Risikokategorie zugeordnet. Zudem würde ihm seine im betreffenden Zeitraum erzielte Netto-Rendite („nach Kosten“) ausgewiesen. Im Idealfall würde die Zurverfügungstellung von Benchmarkrenditen für verschiedene Risikokategorien damit einhergehen. Mithilfe dieser drei relativ einfach zu interpretierenden Größen (Risikoklasse, Rendite, Benchmarkrendite) erhält der Anleger wichtige Informationen, auf deren Basis die ergebnisbezogenen Kernfragen des Kundennutzens der Geldanlage bzw. der Anlageberatung erörtert werden können (siehe hierzu auch die Motivation dieser Studie). Die geschaffene Transparenz des historischen Risikos ermöglicht es dem Anleger, dieses mit dem ursprünglich gewünschten Risiko zu vergleichen. Rendite und der zugehörige Benchmark ermöglichen die Beurteilung der Angemessenheit der erzielten Rendite im Hinblick auf das Risiko. Entsprechend ließe sich auch der Wertbeitrag bzw. Kundennutzen der Anlageberatung ermitteln.

Narrativer Teil

Neben dem Risiko-Rendite-Ausweis ist es wichtig, dem Anleger wesentliche zusätzliche Informationen zu vermitteln, die im Rahmen der quantitativen Risiko- und/oder Renditemessung nicht bzw. nur unzureichend berücksichtigt werden können. Dabei handelt sich insbesondere um die folgenden Aspekte:

- **Über das Marktrisiko hinausgehende Risiken:** Da der Risiko-Rendite-Ausweis auf historischen Renditereihen aufbaut, werden Risiken wie z. B. Kreditrisiko, Liquiditätsrisiko oder Gegenparteiisiko (als besondere Ausprägung des Ausfallrisikos) tendenziell vernachlässigt. Um für den Investor nachvollziehbar zu machen, wie groß das Ausmaß solcher durch den Rendite-/Risiko-Ausweis möglicherweise nicht erfasster Risiken in seinem Portfolio ist, sollte der qualitative Teil beispielsweise den prozentualen Anteil am Portfolio ausweisen, der Kreditrisiko, Liquiditätsrisiko oder anderen nicht erfassten Risiken ausgesetzt ist.
- **Strukturierte Produkte/Zertifikate:** Der Kunde sollte im qualitativen Teil darauf hingewiesen werden, ob und in welchem Umfang sein Portfolio strukturierte Produkte

enthält, die ein besonderes Auszahlungsprofil haben, und daher durch die für die Messung des Kundennutzens vorgeschlagenen Risikomaße nur unzureichend erfasst werden.²⁹⁸

- **Ex-post-Fokussierung:** Der Kunde sollte einen Hinweis erhalten, dass das ausgewiesene Risiko-Rendite-Profil sich ausdrücklich auf die historische Entwicklung bezieht und es somit auch keine Prognose für die Zukunft darstellt.

VI.3 Exkurs – Übertragbarkeit des Zielbilds zur Messung des Kundennutzens auf Einlagen und Lebensversicherungen

Einlagen und Lebensversicherungen haben für die Geldanlage von deutschen Haushalten eine große Bedeutung; sie stellen fast die Hälfte des Bruttogeldvermögens deutscher Anleger²⁹⁹ (siehe Kapitel 1 - Abschnitt III). Auch bei diesen Anlageformen spielt Anlageberatung, wenn auch teilweise in anderer Form als bei Wertpapieren, eine Rolle. Eine grundsätzliche Übertragbarkeit des zuvor skizzierten Zielbildes zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung, das sich der Zielsetzung dieser Studie entsprechend auf Wertpapiere bezieht, ist daher wünschenswert. In diesem Exkurs möchten wir kurz auf entsprechende Überlegungen zu Einlagen und Lebensversicherungen eingehen. Zu diesem Zweck stellen wir jeweils die Besonderheiten dieser Anlageprodukte im Vergleich zu Wertpapieren dar und gehen dann auf Rendite- und Risikomessung ein.

VI.3.1 Übertragbarkeit auf Einlagen

Die folgenden Ausführungen beziehen sich sowohl auf Sichteinlagen als auch auf Spar- und Termineinlagen (siehe auch die Beschreibung der verschiedenen Anlageklassen in Kapitel 1 - Abschnitt I). Sichteinlagen, d. h. das Kontoguthaben eines Anlegers bei seiner Bank, oder auch Bargeld stellen zwar in vielen Fällen keine wirkliche Geldanlage dar, da sie weniger zu Anlagezwecken als vielmehr für regelmäßige oder auch spontane Liquiditätsbedarfe gehalten werden, jedoch lassen sich Sichteinlagen dieser Art aus praktischer Sicht nicht von solchen, die der Geldanlage dienen, trennscharf unterscheiden.

Renditemessung

Besonderheiten von Einlagen, die es bei der Renditemessung zu beachten gilt:

²⁹⁸ Hierzu gehören beispielsweise Knock-out-Produkte, die nach Unter- oder Überschreiten einer Schwelle wertlos werden. Gleiches gilt für Garantie-Produkte, die eine Wertgarantie beinhalten.

²⁹⁹ Ohne (mit) Bargeld und Sichteinlagen machten Einlagen und Versicherungen zum Jahresende 2010 ungefähr 45 % (64 %) des Bruttogeldvermögens deutscher Privatanleger aus (Deutsche Bundesbank, 2011a).

- *Keine Verfügbarkeit von Marktpreisen zur Renditeberechnung:*³⁰⁰ Anders als Wertpapiere können Einlagen von Anlegern nicht auf Märkten gehandelt werden. Daher sind für Einlagen keine Marktpreise verfügbar, die bei Wertpapieren bzw. Portfolien, die aus Wertpapieren bestehen, zur periodischen Renditeberechnung verwendet werden können. Wie in diesem Kapitel beschrieben, ist diese auch als Basis der Risikomessung notwendig.
- *Eingeschränkte Liquidität:* Termineinlagen zeichnen sich in der Regel dadurch aus, dass der betreffende Anleger während der Laufzeit nicht über diese verfügen kann. Zwar sind Termineinlagen vorzeitig kündbar, es fallen jedoch in der Regel Stornogebühren an. Zudem werden Zinszahlungen bei einer Kündigung reduziert.

Trotz der genannten Besonderheiten lassen sich Renditen für Einlagen zumindest theoretisch berechnen. So bestehen zwischen Einlagen und festverzinslichen Wertpapieren (z. B. Anleihen) im Wertpapierbereich konzeptionelle Ähnlichkeiten, da Anleger einen vorher vereinbarten Zins erhalten. Unter den Voraussetzungen, dass a) der Zinssatz bzw. erfolgte Zinszahlungen, b) der Bestand an Einlagen in gleicher Frequenz wie der Bestand an Wertpapieren und c) das Datum und die Höhe von Zu- und Abflüssen vorliegen, können Einlagen in die Renditeberechnung eines Privatanlegerportfolios einbezogen werden. In diesem Fall könnte man für die Einlagenbestände synthetische Renditen, beispielsweise auf Basis der in Abschnitt II dieses Kapitels beschriebenen Dietz-Methode, berechnen und würde Einlagen somit ähnlich behandeln wie festverzinsliche Wertpapiere.

Hierbei ergibt sich jedoch eine Reihe von praktischen Herausforderungen. Dies betrifft insbesondere die Verfügbarkeit von Daten zum Zinssatz bzw. den erfolgten Zinszahlungen. Bei festverzinslichen Wertpapieren sind diese aus den Marktpreisen ablesbar. Bei Einlagen müssten die entsprechenden Daten vom Anbieter, in der Regel dem kontoführenden Institut, zur Verfügung gestellt werden. Unsere Gespräche mit der Anbieterseite haben ergeben, dass dies unter Umständen nicht problemlos möglich ist. Denkbar wären hier unter Umständen auch approximative Verfahren. Beispielsweise könnte der Bestand an Einlagen regelmäßig erhoben werden und Renditen mittels der Effektivzinssätze auf Einlagen privater Haushalte, die von der Bundesbank bereitgestellt werden, oder der Zinsentwicklung von 3-Monats-Geldern abgeschätzt werden. Jedoch kann die über ein solches Verfahren ermittelte Rendite deutlich von der tatsächlich erzielten Rendite abweichen.

³⁰⁰ Dieser Punkt gilt auch für Lebensversicherungen, wird dort jedoch nicht gesondert diskutiert.

Risikomessung

Besonderheiten von Einlagen, die es bei der Risikomessung zu beachten gilt:

- *Keine Verfügbarkeit von Marktpreisen:* Aufgrund des bereits weiter oben angesprochenen Fehlens von Marktpreisen und damit von regelmäßigen Renditebeobachtungen für Einlagen ließe sich Risiko nicht auf die in Abschnitt III beschriebene Art und Weise berechnen.

Einlagen sind in nur sehr geringem Umfang Marktrisiken unterworfen. Zumindest die nominale Rendite von Einlagen kann als relativ sicher angesehen werden, wobei sie insbesondere bei variabler Verzinsung bzw. bei der Neuanlage Zinsänderungsrisiken unterworfen sind. Bankeinlagen, die der deutschen Einlagensicherung unterliegen und die damit in vollem Umfang bis maximal 100.000 EUR abgesichert sind, beinhalten auch kein Kreditrisiko.³⁰¹ Dies gilt in der Regel jedoch nicht für Einlagen bei ausländischen Banken. In jedem Fall sind Einlagen einem Inflationsrisiko unterworfen (siehe Anhang I). Entsprechend anderer Anlageprodukte wäre es in Erwägung zu ziehen, zusätzliche Risiken im narrativen Teil des Ausweises des Kundennutzens zu erwähnen.

Im Rahmen einer Gesamtportfolioperspektive wäre die Risikomessung wie in Abschnitt III beschrieben anwendbar, wenn es gelänge, Einlagen wie weiter oben beschrieben vollständig in die Renditemessung zu integrieren. Sind hingegen nur die Einlagenbestände verfügbar, so wäre es möglich unter einer weiteren Annahme (Einlagen mit Standardabweichung von null), ein gewichtetes approximatives Risiko für Privatanlegerportfolien unter Berücksichtigung von Einlagen auszuweisen.

Anbieterseitig wäre eine Ausweitung der Kundennutzenmessung auf Einlagen aller Voraussicht nach mit höheren Kosten verbunden. Einlagen werden anbieterseitig anders als Wertpapiere verbucht und wie angedeutet bestünde im Vergleich zu Wertpapieren, zu denen viele Informationen marktseitig verfügbar sind, ein erhöhter Aufwand, Daten bereitzustellen. Zudem stellen sich bei der praktischen Umsetzung verschiedene Detailfragen; beispielsweise inwieweit Inhaber von Einlagen – auch wenn sie keine Wertpapiere besitzen – ein entsprechendes Risiko-Rendite-Reporting erhalten sollten. Solche Fragestellungen wären vor der Erweiterung des Ansatzes zur Messung des Kundennutzens zu erörtern.

³⁰¹ Siehe Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz (EAEG) § 4 Abs. 2. Darüber hinaus gibt es bei einigen Anbietern noch weitergehende Sicherungseinrichtungen.

VI.3.2 Übertragbarkeit auf Lebensversicherungen

Rendite-/Performancemessung

Besonderheiten von Lebensversicherungen, die es bei der Renditemessung zu beachten gilt:

- *Eingeschränkte Liquidität:* Lebensversicherungen haben eine vertraglich definierte Laufzeit. Bei vorzeitiger Kündigung enthält der Versicherungsnehmer den Rückkaufswert, der sich aus dem Deckungskapital inkl. bereits zugeteilter und für den Fall der Kündigung vorgesehener Schlussüberschussanteile (§ 169 VVG) zusammensetzt. Bei Kündigung innerhalb der ersten fünf Jahre nach Vertragsabschluss kann der Versicherer den Rückkaufswert um einen Teil der Abschlusskosten reduzieren. Insbesondere bei Kündigung während der ersten Vertragsjahre trägt der Versicherungsnehmer hohe finanzielle Einbußen, wodurch das Produkt anfangs kaum liquide ist. Beispielsweise kann der Rückkaufswert nach einem Jahr bei nur 45 % der eingezahlten Beiträge liegen, wodurch sich eine Rendite von -55 % ergibt. Zudem geht dem Versicherungsnehmer bei vorzeitiger Kündigung ein Teil des Schlussüberschusses verloren, wodurch das Produkt auch nach dem fünften Vertragsjahr nur eingeschränkt liquide ist. Ein expliziter Ansatz von Stornogebühren ist allerdings nach Urteil des OLG Köln nicht zulässig (Urteil vom 05.02.2010, Az. 20 U 80/08).
- *Biometrische Risiken:* Im Gegensatz zu Bank- oder reinen Investmentprodukten beinhalten Lebensversicherungen eine Absicherung gegen biometrische Risiken. Beispielsweise sichert eine gemischte Lebensversicherung das Todesfallrisiko der versicherten Person finanziell ab und leistet im Todesfall die vereinbarte Versicherungssumme, welche die bislang einbezahlten Beiträge weit übersteigen kann. Die Leistung im vorab definierten Bedarfsfall steht diametral zu der o. g. eingeschränkten Liquidität des Lebensversicherungsprodukts. Neben dem Todesfallrisiko können Versicherungsprodukte u. a. das Risiko von Berufsunfähigkeit, Pflegebedürftigkeit oder Arbeitslosigkeit absichern.
- *Optionen des Versicherungsnehmers:* Versicherungsnehmer können während der Vertragslaufzeit verschiedene Optionen ausüben. Im Falle der Kapitallebensversicherung ist dies neben dem Rückkauf i. d. R. die Beitragsfreistellung. Rentenversicherungen enthalten i. d. R. weitere Optionen wie eine Veränderung der Versicherungssumme oder ein Kapitalwahlrecht am Ende der Ansparphase.

Zur Messung der Performance einer Kapitallebensversicherung kämen damit grundsätzlich verschiedene Größen in Betracht: Zu nennen sind hier insbesondere der Rückkaufswert des Vertrags bei sofortiger Kündigung, der Vertragswert (d. h. das Deckungskapital inkl. aller auf den Vertrag zurechenbaren Überschüsse), oder die garantierte sowie die zu erwartende Ablaufleistung.

Um es dem Versicherungsnehmer zu ermöglichen, sich in jedem Jahr auch unter Einbeziehung der Lebensversicherungsverträge einen vollständigen Überblick über seine Vermögenslage verschaffen zu können, könnte beispielsweise dem Vertragswert als einer Art „Kontostand“ eine zentrale Position im jährlichen Reporting eingeräumt werden. In diesem Falle müssten Versicherer jedoch darauf hinweisen, dass der Wert in der angegebenen Höhe noch nicht zu liquidieren ist. Um dem Kunden sein liquides Vermögen transparent zu machen, müsste in diesem Zusammenhang auch der Rückkaufswert transparent gemacht werden. Auf Basis des Vertragswertes ließe sich grundsätzlich auch eine jährliche Rendite für den Versicherungsnehmer ausweisen.

Risikomessung

Besonderheiten von Lebensversicherungen, die es bei der Risikomessung zu beachten gilt:

- *Garantiezins und Überschussbeteiligung*: Die Rendite von (traditionellen) Lebensversicherungen setzt sich aus dem vertraglich vereinbarten Garantiezins³⁰² und der Beteiligung an Überschüssen zusammen, die der Versicherer auf Kollektivebene erwirtschaftet hat. Die Überschussbeteiligung besteht aus Risikogewinn (aufgrund der Verwendung von konservativen biometrischen Grundlagen bei der Produktkalkulation), Zinsgewinn (Kapitalerträge oberhalb des Garantiezinssatzes) und Kostengewinn (tatsächliche Kosten unterhalb der Kostensätze in der Produktkalkulation). Grundlage ist der handelsrechtliche Jahresabschluss des Versicherers. Mindestzuführungen von Überschüssen sind in § 81c VAG festgelegt. Häufig liegt die tatsächliche Überschussbeteiligung oberhalb der gesetzlichen Mindestsätze.
- *Prognose vor Vertragsabschluss*: Vor Abschluss einer Lebensversicherung mit Überschussbeteiligung muss der Versicherer eine Modellrechnung übermitteln, welche die Ablaufleistung unter Annahme von drei verschiedenen Zinssätzen darstellt (§ 154 VVG; § 2 Abs. 3 VVG-InfoV). Zusätzlich machen manche Anbieter freiwillige

³⁰² Die Höhe des Garantiezinses richtet sich in der Praxis nach dem zulässigen Höchstzinssatz zur Kalkulation der Deckungsrückstellung, der vom Bundesfinanzministerium festgelegt wird. Dieser liegt zurzeit bei 2,25 % und wird zum 1. Januar 2012 auf 1,75 % abgesenkt.

Angaben in Form einer Wahrscheinlichkeitsverteilung über die Effektivverzinsung bzw. die Ablaufleistung (siehe Kapitel 1 - Abschnitt IV).

- *Finanzielle Stabilität des Versicherers:* Die Gewährleistung der vertraglich zugesagten Leistungen (auch die Finanzierbarkeit des Garantiezinssatzes) steht unter dem Risiko der ausreichenden Solvenz des Versicherers. Versicherungsnehmer sind also einem Gegenparteirisiko ausgesetzt. Zwar sind Lebensversicherungskunden in Deutschland durch den Sicherungsfonds „Protektor“ geschützt, jedoch gewährt dieser nur die Garantieleistungen, und auch diese nur soweit eine ausreichende Finanzierung von „Protektor“ selbst besteht.

Bei Versicherungen ließe sich Risiko aus unserer Sicht nur auf Basis der historisch beobachteten Gesamtverzinsung ableiten. Hierbei ist zu beachten, dass es jährlich nur einen Beobachtungspunkt pro Versicherungsunternehmen gibt, da sich die Überschussbeteiligung am Jahresabschluss des Versicherers orientiert. Zudem kann die zukünftige Gesamtverzinsung durch Veränderungen der Asset-Allokation des Versicherers (Zinsgewinn), Veränderungen des Versichertenkollektivs (Risikogewinn) sowie Veränderungen der vom Versicherer festgelegten Überschussätze systematisch von historischen Beobachtungen abweichen. Auch das Gegenparteirisiko würde in einer Betrachtung auf Basis der historischen Gesamtverzinsung vernachlässigt. Eine zu Wertpapieren analoge Risikobetrachtung ist daher auf heutiger Basis aus unserer Sicht nicht möglich. Eine Ausweitung des von uns skizzierten Ansatzes zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung auf Lebensversicherungen wäre daher noch grundlegend zu erörtern.

KAPITEL 3: DARLEGUNG UND BEWERTUNG VON MASSNAHMEN ZUR UMSETZUNG

Die vorausgehenden Kapitel 1 und 2 legen die Grundlage für die folgende Diskussion möglicher konkreter Maßnahmen und ihrer Bewertung. In Kapitel 1 wurden hierfür die institutionellen Rahmenbedingungen für Anlageentscheidung von Privathaushalten sowie die damit einhergehende Beratung erörtert. Gleichzeitig wurde der Kundennutzen der Anlageberatung in der wissenschaftlichen Literatur verortet, die insbesondere mögliche Probleme von Privatanlegern und damit den Mehrwert von Beratung aufzeigt. Kapitel 1 dokumentiert dabei auch, dass Anleger zurzeit über Rendite und Risiko ihrer Anlagen wenig und vor allem schlecht vergleichbare Informationen erhalten, obwohl diese für die objektive Messung des Anlageerfolges entscheidend sind. In Kapitel 2 wurden dann konkrete Maßgrößen für Rendite und Risiko sowie deren Umsetzung diskutiert und bewertet.

Um daraus konkrete Empfehlungen abzuleiten, gehen wir wie folgt vor. Dass Anleger aktuell gewisse Information, wie etwa die diskutierten Maße für Risiko und Rendite, nicht oder nicht in einer vergleichbaren Form erhalten, ist natürlich noch kein Beleg für ein Marktversagen. Dass ein konkretes Marktversagen vorliegt, ist allerdings notwendig, um dann Empfehlungen für einen möglichen regulatorischen Eingriff abgeben zu können. Folglich fragen wir in Abschnitt I, inwieweit ein solches Marktversagen bei der Transparenzschaffung für Anleger tatsächlich existiert. Ein wichtiger Bezugspunkt ist hierbei auch die Stärkung der Verbraucherautonomie als direkte Folge der Bereitstellung von Informationen, die zur Bewertung von eigenen oder beratungsgestützten Entscheidungen dienen. Wie wir dann in Abschnitt II darstellen, kann eine solche Informationsbereitstellung auch unabhängig vom verpflichtenden Ausweis einer Kennziffer für beratene Kunden erfolgen. Wir diskutieren mehrere Maßnahmenbündel, die mehr oder weniger Standardisierung vorschreiben und die entweder auf den Ausweis vordefinierter Kennzahlen abzielen oder aber alternativ auf der erweiterten Bereitstellung von Depotdaten basieren. Solche Depotdaten könnten dann von Dritten im Auftrag der Verbraucher flexibel ausgewertet und verglichen werden. Wir zeigen auch auf, wie diese Maßnahmen möglicherweise in einem Entwicklungsprozess schrittweise umgesetzt werden können, wodurch die Innovationskraft des Marktes sowie die Lernfähigkeit von Unternehmen und Anlegern positiv genutzt werden können.

In Abschnitt III werden dann zwei konkrete Maßnahmen, nämlich der Ausweis standardisierter Kennzahlen zum Kundennutzen und die Bereitstellung von Buchungsdaten auf ihre mögliche legislative Umsetzung hin überprüft. Abschnitt IV fasst dies dann in

Empfehlungen zusammen. Die Empfehlungen werden dort auch im weiteren regulatorischen Umfeld grob verortet.

I. Existiert ein „Marktversagen“ bei der Bereitstellung von Transparenz für Anleger?

Überblick: Ein Markteingriff setzt voraus, dass ein Marktversagen vorliegt. Im vorliegenden Fall betrifft dies die Frage, ob der Markt bereits für hinreichend Transparenz sorgt oder aber, ob ein Eingriff im Interesse der Kunden oder der allgemeinen Wohlfahrt empfehlenswert ist. Wir argumentieren, dass das hohe Potenzial der Anlageberatung bei der Schaffung von Kundennutzen zusammen mit der Tatsache, dass Anleger heute nur spärliche und kaum vergleichbare Informationen zum Anlageerfolg erhalten, es nahe legt, hier prinzipiell Maßnahmen zur Transparenzsteigerung zu entwickeln. Allerdings darf nicht verkannt werden, dass Unternehmen im Wettbewerb selbst von einer Steigerung der Transparenz im Markt profitieren können, so dass mangelnde Transparenz auch andere Gründe haben kann, wie etwa hohe Kosten bei der Bereitstellung der entsprechenden Information sowie ein geringer wahrgenommener Nutzen seitens der Anleger. Eine abschließende Kosten-Nutzen-Abwägung muss deshalb immer vor dem Hintergrund der spezifischen Maßnahmen stattfinden, die im weiteren Verlauf dieses Kapitels entwickelt werden. Um die möglichen Optionen hierfür zu erweitern, entwickeln wir in diesem Abschnitt, ausgehend vom Konzept des Marktversagens, die Idee der Verbraucherautonomie als Folge individueller Informationsbereitstellung, wie es in anderen Zusammenhängen hinsichtlich der Bereitstellung individueller Nutzungsprofile von Dienstleistern gegenüber Kunden diskutiert wurde.

I.1 Marktversagen

Die Frage, ob ein bestimmtes Maß für Kundennutzen durch einen regulatorischen Eingriff als Standard zu verwenden und öffentlich zu machen ist, setzt die Vermutung eines Marktversagens voraus. Denn andernfalls sollte davon ausgegangen werden, dass etwa durch Intermediäre oder aber die Finanz- und Versicherungsinstitute selbst die entsprechende Information an Kunden oder die Öffentlichkeit bereitgestellt wird.³⁰³

Ein Marktversagen könnte in einem „Koordinationsversagen“ bestehen. In diesem Fall lohnt sich die Bereitstellung und Aufbereitung der entsprechenden Information für ein einzelnes Unternehmen – etwa eine Bank – nicht, weil beispielsweise die nötigen Datenpunkte nicht zu vertretbaren Kosten und mit hinreichender Qualität verfügbar sind. Mehr Transparenz zu

³⁰³ Zu Marktversagen bei Transparenz siehe im Überblick Reifner und Tiffe (2004).

schaffen, könnte sich für ein Unternehmen auch deshalb nicht lohnen, weil die Kunden nicht genügend Erfahrung mit den entsprechenden Daten oder Performancemaßen haben. In einem solchen Fall würden von der Bereitstellung von Informationen und einer flankierenden Aufklärung der Kunden nicht nur die adressierten Kunden profitieren, sondern auch die konkurrierenden Unternehmen, die jene aufgeklärten Kunden mit gezielten Angeboten ansprechen könnten. Staatliche Eingriffe könnten dann prinzipiell durch (frühzeitige) Standardisierung die Effizienz erhöhen und einem solchen Koordinationsversagen vorbeugen oder die schnellere Einführung von mehr Transparenz ermöglichen.

Ein Marktversagen liegt auch dann vor, wenn Unternehmen Vorteile aus mangelnder Transparenz ziehen und es sich deshalb für ein Unternehmen nicht lohnt, einseitig mehr Transparenz für die Kunden zu erzeugen. Dies kann der Fall sein, wenn durch mehr Transparenz langfristig – auch durch das Nachziehen der Wettbewerber – der Wettbewerbsdruck erheblich steigen würde. In diesem Falle wäre mehr Transparenz zwar im Interesse der Kunden und würde auch die Effizienz erhöhen, sie wäre aber nicht im Interesse der gewinnmaximierenden Unternehmen. Allerdings gilt ein solches Argument nur unter Vorbehalt. Gerade bei komplexen und riskanten Anlagen konkurrieren die beratenen Unternehmen ja nicht nur mit anderen Unternehmen, welche die gleichen Produkte empfehlen, sondern auch mit simplen und damit oft weniger provisionsträchtigen Anlageformen (oder mit der Alternative des „Nichtsparens“). Sofern Komplexität und mangelnde Transparenz den Verbraucher eher abschrecken, würde die künstliche Schaffung von Intransparenz eher zu niedrigeren Gewinnen als zu höheren führen.

Darüber hinaus kann Transparenz auch durch Dritte, also durch „Informationsintermediäre“, hergestellt werden. Auch darauf wird im Folgenden noch eingegangen (siehe allerdings auch die Diskussion von Informationsbereitstellung zur Stärkung der Verbraucherautonomie in Abschnitt II sowie insbesondere die dort angeführten Beispiele für solche Intermediäre). Diese Intermediäre benötigen die entsprechende Information über die Anbieter und der Kunde muss kundig und erfahren genug sein, um seinerseits die relevante Information zu beziehen und die nötigen Vergleiche zwischen verschiedenen Anbietern durchzuführen. Auch die Möglichkeit des Markteintritts potenzieller Wettbewerber darf nicht außer Acht gelassen werden. Gerade wenn sich wenige, etablierte Unternehmen einen Markt aufteilen, werden die Anreize für neue Anbieter besonders hoch sein, durch transparente und kostengünstige Angebote schnell Marktanteile zu gewinnen. Für den Bereich der Anlageberatung dürfte dies

rückblickend bislang wohl nur im wenig beratungsintensiven Bereich des Online-Bankings und damit für internetaffine Kunden der Fall gewesen sein.

Generell sollte vor der Einführung regulatorischer Maßnahmen zweierlei gewährleistet sein: Zum einen muss eine hinreichend überzeugende Argumentationskette aufgebaut werden, warum auf dem jeweiligen Markt die Bereitstellung von entscheidungsrelevanten Informationen durch die Unternehmen nicht funktioniert. Zum anderen ist eine Kosten-Nutzen-Analyse nötig. Nur so kann festgestellt werden, ob die Kosten des regulatorischen Eingriffs gerechtfertigt sind. Hierbei ist sicherzustellen, dass nicht nur auf der Basis des Status quo Berechnungen angestellt werden, sondern dass auch der Dynamik des Marktes hinreichend Rechnung getragen wird.

Diese Studie kann und soll keine vollumfängliche Kosten-Nutzen-Abschätzung für die diskutierten Alternativen zur Transparenzschaffung leisten. Auf der Nutzenseite müsste hierzu beispielsweise untersucht werden, welchen zusätzlichen Nutzen mehr Transparenz in Form geringerer Gebühren oder verbesserter Anlageentscheidungen schaffen würde. Für die gesonderte empirische Analyse geringerer Gebühren wären detaillierte Informationen zu (Vertriebs- und Produkt-)Kosten und zur Nachfrageelastizität nötig. Auf der Basis eines „strukturellen“ Modells könnte dann eine Szenarioanalyse betrieben werden, wodurch wiederum die Auswirkungen auf Gebühren und schließlich den Kundennutzen quantifiziert werden könnten. Für die gesonderte Analyse verbesserter Anlageentscheidungen müssten die Anpassungen im Entscheidungsverhalten verschiedener Kundentypen durchgespielt und ihren Auswirkungen auf den Anlageerfolg geschätzt werden. Aus nachvollziehbaren Gründen sind solche aufwendigen quantitativen Auswertungen, zumindest in dieser Studie, nicht zu realisieren. Wir diskutieren in Abschnitt III kurz die Kostenseite der vorgeschlagenen Maßnahmenbündel. Auf der Nutzenseite müssen wir uns hingegen mit folgenden Versatzstücken begnügen.

In Kapitel 1 haben wir die Bedeutung von Beratung für den Kundennutzen im Kontext von Anlageentscheidungen herausgearbeitet. Gerade bei Finanzprodukten sollte sich der Kundennutzen anhand objektiver Erfolgskriterien messen lassen (Kapitel 1 - Abschnitt I.2). Unsere Umfrageergebnisse sowie die Bestandsaufnahme („Ist-Zustand“) weisen aber darauf hin, dass das Feedback, das Anleger hierzu erhalten, unvollständig, intransparent und schlecht vergleichbar über verschiedene Anbieter ist und dies, obgleich Verbraucher sich, wie unsere Umfrage zeigt, mehr Information zum Risiko-Rendite-Profil ihrer Anlagen wünschen (Kapitel 1 - Abschnitt IV). Es ist daher davon auszugehen, dass bereits ein geringes Maß an

zusätzlicher, vergleichbarer und verständlicher Information ein deutliches „Mehr“ an Transparenz bedeutet und dass dies, sofern es handlungsrelevant wird (siehe hier Kapitel 2 - Abschnitt IV zu den nötigen Bedingungen), eine deutliche, wenn auch schwer zu quantifizierende Auswirkung über die Anlageentscheidung auf den Kundennutzen hat.

Um die (wissenschaftliche) Basis dieser Schlussfolgerung zu verbreitern, diskutieren wir im Folgenden kurz die wirtschaftswissenschaftliche Literatur zur Transparenz und damit auch zur Frage des Marktversagens in diesem Zusammenhang. Dabei gehen wir insbesondere auf die Beiträge ein, die sich explizit mit dem Finanzmarkt befassen und dort oft einen erheblichen Mangel an Transparenz und Vergleichbarkeit konstatieren.

I.2 Qualitätssicherung durch Transparenz (und Alternativen)

Inwieweit haben Unternehmen hinreichend Anreize, Transparenz über ihre Leistung herzustellen? Welche Mechanismen gibt es hierzu? Welche Alternativen gibt es zu Transparenz, sodass trotzdem eine hohe Qualität und ein großer Kundennutzen sichergestellt werden können?

Die Offenlegung von Qualitätsmerkmalen kann unterschiedliche Formen annehmen. So könnte beispielsweise ein Krankenhaus die Zahl der Mitarbeiter mit abgeschlossener Facharztausbildung angeben oder ein Automobilhersteller bestimmte Leistungsmerkmale seiner Fahrzeuge. Offenlegungspflichten gibt es bereits in vielen Branchen. So muss der durchschnittliche Energieverbrauch von Haushaltsgeräten in Form von europaweit standardisierten Energieeffizienzklassen angegeben werden. In anderen Bereichen werden Kontrollen durch öffentliche Stellen, wie z. B. das Gesundheitsamt, durchgeführt. Offenlegungspflichten gibt es insbesondere hinsichtlich gesundheits- und sicherheitsrelevanter Faktoren, allerdings zunehmend auch für andere Dimensionen und Charakteristika von Produkten und Dienstleistungen, wie z. B. die Pünktlichkeit von Fluglinien. Die Grundidee dabei ist in der Regel, dass diese Art der Offenlegung es den Kunden erlaubt, den jeweils besten Anbieter auszuwählen, was den Anbietern wiederum einen Anreiz zur Verbesserung der Qualität oder zur Senkung von Kosten bieten soll.

Darüber hinaus existieren private Bewertungsagenturen, wie z. B. der Klinikvergleich „Weiße Liste“ der Bertelsmann Stiftung oder die Stiftung Warentest, die Informationen über die Qualität von Produkten oder Dienstleistungen sammeln und Verbrauchern zur Verfügung stellen. Organisationen wie die Weiße Liste sind – anders als z. B. die Stiftung Warentest – auf die freiwillige Mitarbeit der bewerteten Kliniken angewiesen. Generell besteht die Gefahr eines Interessenkonflikts, wenn die bewertende Institution nicht unabhängig von der

bewerteten ist – das kann z. B. der Fall sein bei einem Aktienanalysten, dessen Arbeitgeber mit der Erstemission einer Aktie betraut ist.

In der Regel spielen Information über die Produkt- und Dienstleistungsqualität eine umso größere Rolle, je weniger der Kunde diese bereits beim Kauf unabhängig verifizieren kann. In der Ökonomie spricht man hierbei von sogenannten Erfahrungs- oder Vertrauensgütern. Die tatsächliche Qualität eines Erfahrungsgutes (z. B. Restaurantbesuch oder Linienflug) kann während oder zumindest kurz nach dem Kauf vom Kunden beobachtet werden, was bei Vertrauensgütern (z. B. Anlageberatung oder Arztbesuch) gerade nicht der Fall ist. Qualitätssicherungsmechanismen wie der Aufbau einer starken Marke funktionieren dann auch nur bedingt. Bei Erfahrungsgütern kann eine starke Marke sowohl den Wiedererkennungswert eines Produkts und die damit verbundene positive Erfahrung steigern³⁰⁴, als auch als Signal für eine hohe Produktqualität dienen. Der Signalwert einer Marke beruht auf der Überlegung, dass ein Produkt, dessen Qualität nicht den Erwartungen der Konsumenten entspricht, nicht genug Absatz erzielen wird, um die hohen Marketingausgaben zu decken.

Großzügige (freiwillige) Garantien und Rückgaberechte stellen eine weitere Möglichkeit dar, dem Versprechen einer hohen Qualität Glaubwürdigkeit zu verleihen. Garantien sind insbesondere dann ein probates Mittel, wenn ihre Kosten für den Hersteller klein sind im Verhältnis zum Wert eines Produkts. Das trifft z. B. auf Autos oder Fernsehgeräte zu, nicht jedoch auf Glühbirnen oder Windeln.

Bei Vertrauensgütern ist jedoch aufgrund der schwierigen Überprüfbarkeit der Qualität sowohl der Signalwert einer Marke als auch der Spielraum für glaubwürdige Garantien eingeschränkt. Die generelle Offenlegung und anschließende Verarbeitung qualitätsrelevanter Informationen durch eine (unabhängige) Bewertungsinstitution kann also insbesondere bei Vertrauensgütern das Problem asymmetrischer Information zwischen Konsument und Anbieter verringern – natürlich vorausgesetzt, dass die Bewertungsinstitution verlässliche Instrumente zur Messung der Qualität des Vertrauensgutes zur Hand hat.³⁰⁵ Zudem dürften die durch eine unabhängige Stelle zur Verfügung gestellten Informationen als vertrauenswürdiger angesehen werden, als solche, die durch das Marketing einer Firma kommuniziert werden.

³⁰⁴ Für eine umfassende, aktuelle Übersicht siehe Bagwell (2007).

³⁰⁵ Siehe etwa Biglaiser (1993).

Zulassungsregelungen stellen eine weitere Maßnahme zur Qualitätssicherung dar, die, anders als die oben angesprochenen Maßnahmen, auf einer vorgelagerten Produktionsstufe ansetzt. Dazu gehören z. B. Mindestanforderungen in Bezug auf die verarbeiteten Vorprodukte (wie z. B. das Reinheitsgebot) oder Qualifikationsanforderungen an Mitarbeiter (oft in Verbindung mit einer Zulassungsprüfung). Zulassungen können entweder von einer öffentlichen Stelle geregelt werden oder von einer brancheninternen Organisation (z. B. Kammer). Es ist jedoch nicht klar, ob Zulassungsregelungen (oder auch Mindestqualitätsstandards) in erster Linie der Qualitätssicherung dienen oder der Errichtung von Markteintrittsbarrieren.³⁰⁶ Letzteres kann bei Maßnahmen zur Informationsoffenlegung und einer unabhängigen bzw. standardisierten Auswertung weitgehend ausgeschlossen werden.

Die grundlegenden Eigenschaften von Offenlegung – besonders im Vergleich zu anderen Maßnahmen zur Sicherung von Qualität und Kundennutzen – lassen sich daher kurz wie folgt zusammenfassen: 1) Durch Offenlegung können Informationen zur Produktqualität systematisch erfasst und verbreitet werden. 2) Offenlegung erfolgt oft durch unabhängige Dritte, was in den Augen der Konsumenten vertrauenswürdiger ist als die Werbung eines Anbieters. 3) In der Regel werden Informationen in standardisierter Form offengelegt, was zur Vergleichbarkeit verschiedener Produkte beiträgt. 4) Informationsbereitstellung hat in der Regel, vorausgesetzt der Kunde kann die Information nutzen (siehe auch nachfolgend), weniger „Nebenwirkungen“ auf den Wettbewerbsprozess, als etwa eine Marktabschottung durch möglicherweise überzogene Qualifizierungsanforderungen.

I.3 Anreize für Transparenz

In der klassischen theoretischen Literatur zur Informationsoffenlegung existieren zwei unterschiedliche Forschungsstränge. Der erste konzentriert sich auf die Offenlegung durch die Anbieterseite selbst und untersucht mögliche Interessenkonflikte zwischen Anbietern und Konsumenten. Der zweite Ansatz beschäftigt sich mit der Offenlegung durch Dritte und untersucht, wann Informations- und Zertifizierungsstellen sich auch wirklich unabhängig verhalten und Informationen unverfälscht weitergeben.

In der ökonomischen Literatur zur freiwilligen Offenlegung durch die Anbieterseite ist der zentrale Bezugspunkt das sogenannte „unraveling result“, wonach sämtliche Informationsasymmetrien zwischen Anbietern und Konsumenten abgebaut werden. Gemäß „unraveling“ hat der Anbieter mit dem besten Produkt einen starken Anreiz, die eigene Produktqualität offenzulegen, um sich von den anderen Herstellern abzusetzen und einen

³⁰⁶ So etwa bereits Stigler (1971), Leland (1979).

höheren Preis fordern zu können. Wenn die Kunden allerdings den besten Anbieter identifizieren können, hat nun auch der zweibeste Anbieter Anreize, sich von der Gruppe aller anderen, im Vergleich schlechteren Anbieter zu lösen, um seinerseits, wenn auch nicht den Höchstpreis, so aber doch noch einen überdurchschnittlichen Preis zu fordern. Dieser „Prozess“ hält an, bis schließlich alle Hersteller mit Ausnahme des schlechtesten Anbieters (der aber nun natürlich als solcher erkennbar ist) ihre Qualität offenlegen.³⁰⁷ Zentral ist hierbei, dass die Qualität zu hinreichend geringen Kosten offengelegt und einmal offengelegte Informationen von Außenstehenden leicht überprüft werden können. Kunden, die diese Logik durchschauen, werden dann zu Recht davon ausgehen, dass Hersteller, die ihre Qualität nicht offenlegen, die relativ schlechteste Qualität haben.

Wenn die Offenlegung von Information jedoch hohe Kosten verursacht, gibt es kein vollständiges „unraveling“ mehr und wenn überhaupt, so werden nur die besten Anbieter Informationen zur Qualität des eigenen Angebots veröffentlichen.³⁰⁸

Die freiwillige Offenlegung kann auch ohne hohe Kosten für die Bereitstellung unterbleiben, nämlich zum Beispiel dann, wenn auch Qualitätsanbieter höhere Preise als bei „unraveling“ durchsetzen können, weil aufgrund mangelnder Transparenz alle Produkte differenzierter und hochwertiger erscheinen, als sie tatsächlich sind.³⁰⁹

Ein weiterer Grund, dass „unraveling“ nicht in Gang kommt, liegt vor, wenn (zumindest einige) Konsumenten vorhandene Informationen ignorieren oder ihre Bedeutung nicht verstehen können. Das beinhaltet auch den Fall „naiver“ Konsumenten, die den oben beschriebenen Mechanismus nicht durchschauen und daher bereit sind, auch von solchen Anbietern zu kaufen, die keine Information bereitstellen.³¹⁰ Das kann, wenn der Anteil naiver Konsumenten groß ist, ein „unraveling“ gänzlich verhindern. In manchen Fällen würde die Veröffentlichung der Produktqualität einer einzelnen Firma außerdem auf eine niedrige Qualität in der gesamten Branche schließen lassen und damit die Gesamtnachfrage auch auf Kosten des offenlegenden Anbieters einbrechen lassen.³¹¹ Ein Beispiel hierfür ist die Zigarettenindustrie, die sich lange Zeit geschlossen gegen die Veröffentlichung möglicher, durch das Rauchen hervorgerufener Langzeitschäden gesträubt hat. Ein Unternehmen, das dann darauf hinweisen würde, dass sein Produkt weniger toxisch ist, würde dann gleichsam publik machen bzw. die Aufmerksamkeit darauf lenken, dass Rauchen generell

³⁰⁷ Diese fundamentale Einsicht ist auf Grossman (1981) und Milgrom (1981) zurückzuführen.

³⁰⁸ So etwa Grossman und Hart (1980) und Jovanovic (1982).

³⁰⁹ Siehe Board (2009).

³¹⁰ Siehe hierzu Fishman und Hagerty (2003), Hirshleifer et al. (2004), Schwartz (2005) sowie Stivers (2004).

³¹¹ Siehe Milgrom und Roberts (1986).

gesundheitsschädlich ist. Prinzipiell kann gerade eine solche Logik auch für den Bereich der Anlageberatung zutreffen, was aber voraussetzt, dass Anleger hier systematisch überzogene Renditeerwartungen (nach Kosten) haben.

Angesichts der vielen Gründe, warum ein „unraveling“ nicht zustande kommen kann, hat sich die Literatur dezidiert der Frage zugewandt, ob und wann verbindliche Offenlegungspflichten eingeführt werden sollten. In der Tat können Offenlegungspflichten zu mehr Wettbewerb führen und so die Position der Verbraucher stärken. Auf der anderen Seite ist auch „übertriebene Offenlegung“ möglich, wenn z. B. die anbieterseitigen Kosten, um Informationen aufzubereiten und öffentlich zugänglich zu machen, den dadurch bedingten Konsumentenzusatznutzen übersteigen.³¹² Außerdem können Offenlegungspflichten sogenannte „Ausweichreaktionen“ hervorrufen, die darauf abzielen, das System zum eigenen Vorteil auszunutzen. Das könnte z. B. bedeuten, dass in einem Krankenhaus möglichst viele (evtl. sogar unnötige) leichte Operationen durchgeführt und schwere vermieden werden, um die Sterblichkeitsrate künstlich niedrig zu halten.³¹³ Darüber hinaus beschränken sich Offenlegungspflichten in der Regel auf einige wenige Dimensionen eines Produkts. Das kann dazu führen, dass Anbieter andere, für den Kundennutzen wichtige Dimensionen vernachlässigen.³¹⁴

Auf keinen Fall darf übersehen werden, dass ein durch Offenlegung intensivierter Wettbewerb auch negative Effekte auf die Preise oder gar die Qualität anderer Produkte oder Dienstleistungen haben kann, die von denselben Unternehmen angeboten werden, aber nicht von Offenlegung betroffen sind. In vielen Bereichen konkurrieren Unternehmen über ein „Bündel“ von Produkten und Dienstleistungen. Wenn sich etwa ein Kunde für die eine oder die andere Bank entscheidet, so betrachtet er in der Regel nicht eine einzelne Dienstleistung wie die Anlageberatung, sondern sieht dies im Zusammenhang mit anderen Dienstleistungen wie etwa dem Zahlungsverkehr oder Sparkonten. Werden Offenlegungspflichten in der Anlageberatung eingeführt, könnte dies z. B. auch dazu führen, dass Anbieter andere Dienstleistungen und Produkte gegenüber ihren Kunden forcieren und dort die Konditionen anpassen. Ein anderes Beispiel: Wenn Verbraucher einen Drucker kaufen, dann sind sie gut beraten, sich auch Gedanken über die Tonerpreise zu machen, und sie werden dann auch wieder die entsprechenden „Bündel“ (aus Drucker und zukünftigen Tonern) vergleichen. In der Regel kann eine Intensivierung des Wettbewerbs auf einem Produkt oder auf einer

³¹² Siehe Jovanovic (1982).

³¹³ Siehe Dranove et al. (2003).

³¹⁴ Siehe Bar-Isaac et al. (2011).

Dienstleistung in diesem Bündel zu einem sogenannten „Wasserbetteffekt“ führen, wodurch dann andere Preise steigen.³¹⁵

Der zweite hier betrachtete Strang der ökonomischen Literatur beschäftigt sich mit der Offenlegung durch Dritte. Hier steht häufig die Frage im Vordergrund, unter welchen Voraussetzungen die veröffentlichten Informationen vollständig und richtig sind. Hierbei spielt natürlich die Informationsqualität der Dienstleister eine Rolle, aber auch deren Interessenkonflikte, die zum verfälschten Ausweis von Informationen führen können.

Ein Beispiel für mindere Informationsqualität sind Qualitätsbewertungen, die auf den Erfahrungen anderer Konsumenten beruhen. Solche Bewertungen sind häufig nicht objektiv und spiegeln individuelle Präferenzen wieder. Negative Bewertungen sind in der Regel überrepräsentiert, da unzufriedene Kunden besonders emotional reagieren. Außerdem können Kundenbewertungen leicht „gefälscht“ werden, indem z. B. ein Anbieter sich selbst positiv oder die Konkurrenz negativ bewertet. Die Anreizkonflikte, die durch die Bewertung und Zertifizierung Dritter entstehen können, sind bei der jüngsten Diskussion über die Rolle der Ratingagenturen in der Finanzkrise deutlich angesprochen worden. Aber auch die Frage der Rolle von Wettbewerb stellt sich hierbei direkt. Wettbewerb kann einerseits helfen, dass die Bereitstellung von „Zertifizierung“ und Qualitätsinformation durch Dritte an Effizienz und Genauigkeit gewinnt. Die Literatur zeigt dies insbesondere für den Fall von „Ratinganbietern“, die sowohl über den Preis als auch über ihre Ratingkriterien konkurrieren, was damit gegen eine Standardisierung spricht.³¹⁶ Auf der anderen Seite wird es einem Unternehmen durch mehr Konkurrenz unter Umständen erleichtert, einen Informationsintermediär auszuwählen, der ein besonders positives Urteil verspricht.³¹⁷ Hier bietet fehlende Standardisierung mehr Spielraum für solches „gaming“, also die gezielte Umgehung von Regeln. Wichtig ist hierbei auch, ob Anleger in der Lage sind, einen möglichen Interessenkonflikt nachzuvollziehen und in ihrer persönlichen Einschätzung zu berücksichtigen. Im Falle „naiver“ Anleger kann es daher leicht zu Manipulation kommen,

³¹⁵ Ein solcher „Wasserbetteffekt“ wird etwa diskutiert bei der Regulierung der „roaming fees“ bei Mobilfunktarifen; hier geht es darum inwieweit sich durch Preisobergrenzen eine Erhöhung anderer Tarifkomponenten ergibt. Die Frage nach der Effizienz und dem aggregierten Konsumentenutzen blendet allerdings Verteilungsfragen aus. Beispielsweise mag höhere Transparenz zwar nicht den Wettbewerb um das „Bündel“ nachhaltig verändern, sie mag aber dann doch zu einem höheren Nutzen gerade für die Kunden führen, die zuvor eben nicht „rationale Erwartungen“ über den Gesamtpreis des Bündels gebildet hatten.

³¹⁶ So Lizzeri (1999), Hvide und Heifetz (2001) und Miao (2006)

³¹⁷ Siehe Farhi et al. (2008).

vor allem, wenn der mögliche Reputationsverlust für den Informationsintermediär oder auch den eigentlichen Anbieter gering ist.³¹⁸

Transparenz bei Preisen und Gebühren – speziell bei Finanzprodukten

Eine Reihe neuerer wissenschaftlicher Arbeiten – insbesondere im Bereich der Verhaltensökonomie – beschäftigt sich mit der Offenlegung preisrelevanter Informationen, wie etwa der gesamten Gebührenstrukturen der Anbieter. In den „klassischen Ansätzen“ sind die Gebührensysteme aufgrund des oben diskutierten „unraveling“-Prinzips vollständig nachvollziehbar und überprüfbar: Jedes Unternehmen, das seine Gebühren unnötig verschleiert, würde vom Kunden mit den „schlechtmöglichsten“ Erwartungen abgestraft. Eine Reihe empirischer Studien belegt jedoch, dass Firmen häufig mit versteckten Kosten oder anderen Methoden arbeiten, die einen Preisvergleich erschweren sollen. Eine beliebte Verschleierungstaktik ist das Ausweisen eines sehr niedrigen Preises in Verbindung mit hohen, nicht auf den ersten Blick ersichtlichen Versandgebühren.³¹⁹ Ähnliche Methoden finden sich in den Gebührenstrukturen vieler Aktienfonds³²⁰ oder Telekommunikationsdienstleistungen.³²¹ Dazu kommt, dass Konsumenten häufig Schwierigkeiten haben, die beste Alternative aus einem Menü von Angeboten auszuwählen. Beispiele hierfür umfassen die Wahl eines Internetanbieters, Stromversorgers, Kreditkarten- oder Mobilfunkvertrags.³²² Siehe auch Abschnitt II zur Frage, wie in solchen Märkten mit komplexen Verträgen und heterogenen Nutzungsprofilen mehr Verbraucherautonomie über mehr Information möglich ist.

Warum ist das Problem intransparenter Preise und Gebühren möglicherweise auf dem Markt für Anlageprodukte besonders weit verbreitet? Dies könnte an dem sehr großen Spektrum der angebotenen Produkte liegen (siehe hierzu und zu Folgendem die Ausführungen in Kapitel 1 - Abschnitt II). Wie wir dargestellt hatten, können Anlageentscheidungen nicht isoliert betrachtet werden, sondern müssen im Zusammenspiel mit einer Vielzahl anderer Entscheidungen erfolgen. Auch sind viele der angebotenen Anlageprodukte selbst sehr komplex und zum Teil mit mehr oder weniger transparenten Aufschlägen und Gebühren versehen. Dies führt dazu, dass selbst die Preise vermeintlich einfacher Anlageprodukte erheblich variieren (siehe die Beispiele in Kapitel 1 - Abschnitt II.3).

³¹⁸ Siehe Bolton et al. (2011).

³¹⁹ Als Beispiel Ellison und Fisher Ellison (2009) sowie Hossain und Morgan (2006).

³²⁰ Siehe Shefrin (2002).

³²¹ Siehe Miravete (2006).

³²² Siehe Chang et al. (2008) und Lambrecht und Skiera (2006).

II. Verbraucherautonomie als Folge individueller Informationsbereitstellung

Überblick: Die Diskussion im letzten Abschnitt anhand der wissenschaftlichen Literatur bezog sich insbesondere auf die Transparenz zur Qualität eines Produktes und der damit einhergehenden mehr oder weniger versteckten Kosten und Gebühren. In diesem Abschnitt erweitern wir diese Diskussion um eine wesentliche Komponente, die auch für die im Anschluss zu entwickelnden konkreten Maßnahmen entscheidend sein wird. Wiederum ausgehend von der wissenschaftlichen Literatur leiten wir ein Konzept der Verbraucherautonomie durch die Erhöhung von Transparenz ab. Transparenzschaffung. Transparenzschaffung bezieht sich hier einerseits auf den Zugriff auf Informationen zu allen in der Vergangenheit vollzogenen Transaktionen und andererseits auf die standardisierte Auswertung dieser Informationen mit dem Ziel, Anlageerfolg und Zusatznutzen vergleichen und einordnen zu können. Wir zeigen auch, dass im Ausland Instrumente zur Schaffung von Transparenz zumindest im Ansatz bereits am Markt existieren.

II.1 Informationsdefizite von Verbrauchern und Informationsvorteile von Anbietern

Um selbstständig Entscheidungen zu treffen, die den eigenen erwarteten Nutzen maximieren, oder aber um Angebote und Dienstleistungen adäquat bewerten zu können, benötigen Verbraucher verständliche und hinreichend umfassende Information. Die „klassische“ Sichtweise in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur ist die, dass Verbraucher nicht nur über ihre eigenen Präferenzen hinreichend informiert sind, sondern auch mehr Information über ihr historisches Nutzenprofil haben als Unternehmen. Folgt man dieser Sichtweise, so sind es eher Unternehmen, die einen Informationsnachteil gegenüber Verbrauchern haben. Typische Beispiele aus der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur sind etwa (Schaden-)Versicherungen, wenn davon ausgegangen wird, dass ein Verbraucher selbst die Wahrscheinlichkeit, dass er einen Schadensfall haben wird, besser einschätzen kann als ein Versicherungsunternehmen.³²³

Vor allem technische Fortschritte in der Datenerfassung und in der statistischen Analyse haben wesentlich dazu beigetragen, dass sich in letzter Zeit nicht nur in der

³²³ Siehe z. B. den bahnbrechenden Beitrag von Rothschild und Stiglitz (1976) im Kontext des Versicherungsmarktes.

wirtschaftswissenschaftlichen Literatur das Bild gewandelt hat. So weiß z. B. ein Stromversorger mehr über die Elektrizitätskonsumgewohnheiten seiner Kunden als diese selbst, vorausgesetzt diese zeichnen ihren Verbrauch nicht im Detail im Rahmen eines „smart metering“ auf. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur stehen hier insbesondere Endverbrauchermärkte wie Telekommunikation, Strom, Versicherungen oder Finanzen im Zentrum. Diese weisen ähnliche Charakteristiken auf, weil meist komplexe Verträge über einen längeren Zeitraum abgeschlossen werden. Die Verträge regeln die Bereitstellung eines bestimmten Dienstleistungspaketes, welches dann vom Verbraucher über die Zeit abgerufen wird. Diese Pakete setzen sich meist aus mehreren Komponenten zusammen, die der Verbraucher nutzen kann, während die (variablen) Kosten der Unternehmen oftmals eng mit dem tatsächlich realisierten Verbraucherprofil zusammenhängen. Die Schwierigkeit für den Verbraucher besteht in der durch die Komplexität eingeschränkten Vergleichsmöglichkeit. Verschiedene Verbraucher haben oft gänzlich unterschiedliche Nutzungsprofile.

Wenn Unternehmen hierbei einen Informationsvorsprung haben, so besteht ein Anreiz, diesen zum Nachteil der Verbraucher auszunutzen.³²⁴ Beispielsweise kann dies zu sogenanntem „Adverse Targeting“ führen, wobei z. B. Fehleinschätzungen der Verbraucher über ihr tatsächliches Verhalten ausgenutzt werden (z. B. kostenlose Kreditkarten mit hohen Überziehungsgebühren).³²⁵ Zu denken wäre im Kontext dieser Studie aber auch an den Vertrieb von Anlageprodukten mit hohem Ausgabeaufschlag gerade an diejenigen Kunden, die die Produkte nach relativ kurzer Haltedauer wieder verkaufen, sodass durch eine erneute Anlage dann auch erneut Gebühren anfallen („churning“).

Eine weitere in der aktuellen akademischen Literatur diskutierte Methode wird „Spurious Product Differentiation“ genannt, womit die Praxis beschrieben wird, den Eindruck eines differenzierten Produktes zu vermitteln, indem z. B. komplexe, übermäßig spezifische, manchmal sogar einander widersprechende Empfehlungen gegeben werden, die der Verbraucher durch fehlende Information oder durch mangelnde intellektuelle Fähigkeiten nicht bewerten kann.³²⁶ Zentral ist hierbei wieder, dass das entsprechende Gut oder die entsprechende Dienstleistung selbst relativ komplex ist und Verbrauchern ein Vergleich auch aufgrund mangelnder Kenntnisse ihres Nutzungsprofils erschwert wird (siehe Abschnitt I zur Frage, ob und wann Marktmechanismen prinzipiell für die effiziente Bereitstellung von Transparenz sorgen).

³²⁴ Siehe Bar-Gill und Ferrari (2010).

³²⁵ Siehe Kamenica et al. (2011).

³²⁶ Siehe etwa Spiegler (2011), S. 84 ff. für einen Überblick.

II.2 Maßnahmen zur Stärkung der Verbraucherautonomie

Die Idee, dass Anbieter nicht notwendigerweise im Eigeninteresse für hinreichend Transparenz zu den (historischen) Kosten und zum Nutzen einer Dienstleistung sorgen und es dann zusätzlicher Informationskanäle und Maßnahmen bedarf, ist nicht neu. Sie spiegelt sich in dem seit geraumer Zeit international diskutierten Vorschlag wider, Unternehmen zu verpflichten, jedem Kunden die aufgezeichneten Daten über das eigene Nutzerverhalten samt den aktuellen Preismodellen für alle angebotenen Dienstleistungsbündel in maschinenlesbarer Form zugänglich zu machen.³²⁷ Dies soll dann die Beurteilung der erbrachten Leistung ebenso erleichtern wie den Vergleich mit alternativen Angeboten desselben Anbieters, aber auch konkurrierender Anbieter.³²⁸ Wenn Verbraucher in der Tat mit den bereitgestellten Daten sinnvoll umgehen können, so würde dies eine Förderung der Verbraucherautonomie bedeuten. Bei einer möglichen Regulierung muss aber neben der bloßen Verpflichtung zur Übermittlung von Daten auch die Analyse und Nutzarmachung der Daten für den Verbraucher bedacht werden. Dass eine solche direkte Informationsbereitstellung einen Effekt haben kann und insbesondere zu Einsparungen für den Verbraucher führen kann, wurde 2010 am Beispiel des US-amerikanischen Krankenversicherungsmarktes in einem Feldexperiment dokumentiert.³²⁹

Gerade im vorliegenden Fall der Beurteilung des in der Vergangenheit erfahrenen Nutzens aus Anlageberatung auf der Basis historischer Renditen und eingegangener Risiken dürfte aber davon auszugehen sein, dass für die meisten Verbraucher eine reine Bereitstellung der entsprechenden (Depot-)Daten alleine nicht reicht (siehe auch im Detail die Abwägung von Vor- und Nachteilen verschiedener Umsetzungsoptionen in Abschnitt III). Hier ist wiederum der Blick hilfreich auf andere, verwandte Märkte (d. h. Märkte, in denen ebenfalls komplexe Dienstleistungen angeboten werden und Verbraucher deutlich heterogene „Nutzungsprofile“ haben). Dort zeigt sich, dass es vor allem für internetaffine Verbraucher eine Vielzahl von Entscheidungshilfen durch Angebote Dritter gibt. Einige Beispiele sollen zur Illustration dienen.

Strompreisvergleichsseiten in Deutschland bieten etwa ein einfaches Formular zur Ermittlung der individuellen Strommenge und der bevorzugten Vertragskonditionen (Vorkasse, lang- oder kurzfristig usw.). Manche Portale berücksichtigen weitere individuelle Unterschiede, wie

³²⁷ Siehe etwa Thaler und Sunstein (2008).

³²⁸ Siehe für einen formalen Nachweis Gentzkow und Kamenica (2011).

³²⁹ Kling et al. (2011) finden einen signifikanten Effekt durch die Bereitstellung von Informationen über Krankenversicherungspreise, die auf Grundlage von individueller Krankheitsgeschichte und Medikamentennutzung verglichen werden, auf die Wechselfreudigkeit der Versicherungsnehmer.

z. B. die Nutzung von Haupt- und Nebenzeittarifen. Aktuelle Verbrauchsdaten können jedoch nicht zur Analyse eingereicht werden.³³⁰ Im Finanzbereich sieht es ähnlich aus. Focus Money Online bietet ein etwas detaillierteres Formular, aufgrund dessen Depotbanken verglichen werden. Doch auch hier können individuell vorhandene Daten, wie z. B. vergangene Depotbewegungen, nicht berücksichtigt werden³³¹ (siehe auch die Bestandsaufnahme im Detail in Kapitel 1 - Abschnitt IV). Dasselbe gilt für Kreditkartenvergleiche³³² oder private Krankenversicherungsrechner³³³.

Es kann also einerseits festgestellt werden, dass auch in Märkten mit komplexen Produkten und heterogenen Nutzerprofilen Transparenz erzeugt wird, und zwar ohne staatlichen Eingriff, aber dafür über neuartige Informationsintermediäre. Andererseits ist dies allerdings wesentlich erschwert, wenn Intermediäre kundenspezifische Daten nicht in einfacher Form erhalten können und Kunden selbst die Sammlung und Weitergabe solcher Daten, die etwa das historische Nutzungsprofil beschreiben, nur in geringem Umfang betreiben. Letzteres mag wiederum an einer schlechten Verfügbarkeit der Daten liegen, aber auch an mangelnder Kompetenz, insbesondere wenn Produkte und Dienstleistungen komplexer werden.

Dass aber Marktkräfte allein zusammen mit technischem Fortschritt hier noch mehr leisten können, zeigt auch ein Blick über die Grenzen. Billshrink, ein Unternehmen aus den USA, ist einer der Intermediäre, die detaillierte Verbraucherdaten nutzen, um Preise zu vergleichen. Das Unternehmen nutzt Preisdaten von Webseiten und Prospekten, die es auf Basis der von Verbrauchern ausgefüllten Formulare oder direktem Zugang zu den jeweiligen Online-Nutzerprofilen vergleicht und Empfehlungen abgibt. Das Geschäftsmodell finanziert sich über Provisionen, die Billshrink für erfolgreich vermittelte Neukunden von den Unternehmen erhält.³³⁴ Direkt relevant für das Thema dieser Studie sind Softwareanbieter, wie z. B. toolsformoney.com (siehe Textbox 6). Das Unternehmen bietet Computerprogramme zur Analyse von Depotinformationen für den Hausgebrauch. Die Depotinformationen werden als Datenpaket, z. B. vom Online-Broker, heruntergeladen und mithilfe des jeweiligen Softwarepakets analysiert. Die Verbraucher profitieren hierbei davon, dass in den USA – anders als in Deutschland – die meisten Discount-Broker den aktuellen oder einen stichtagsbezogenen Depotbestand in Tabellenform (Excel-lesbar) zur Verfügung stellen.

³³⁰ Zumindest nicht bei den Folgenden: www.strompreisvergleich.org, www.wechseln.de/stromvergleich.html, www.verivox.de (vergleicht außer Strom auch Telefon, Internet und Gastarife).

³³¹ Als Beispiel: depotbankvergleich.focus.de/rechner/focus/default.aspx.

³³² Als Beispiel: www.kreditkartenvergleich.org.

³³³ Als Beispiel: www.krankenversicherungen.info.

³³⁴ Siehe Kamenica et al. (2011).

Einzigster Nachteil ist die Vielfalt an Formaten, in denen die Daten zur Verfügung gestellt werden, was ohne fortgeschrittene Datenverarbeitungskennntnisse einigen Aufwand bedeutet, um die Daten mit der jeweiligen Software einlesen zu können.³³⁵

*Textbox 6: Analyse von privaten Depotinformationen auf der Basis von Buchungsdaten
(Beispiel USA: toolsformoney.com³³⁶)*

toolsformoney.com (tfm) bietet eine komplette Finanzplanung, die Einkommen, (geplante) Ausgaben, größere Anschaffungen, Verbindlichkeiten (Hypotheken, etc.), Lebensversicherungen, Geldanlagen usw. berücksichtigt. Diese Daten werden gesammelt und in die Zukunft projiziert. All dies wird mit geplantem Renteneintritt, Lebenserwartung, Inflation usw. zum verfügbaren Einkommen im Alter zusammengerechnet. Es können verschiedene Pakete erworben werden. Dies reicht vom teuersten Paket mit persönlicher Beratung beim Zusammenstellen der Informationen und bei der detaillierten Lebens- und Ausgabenplanung bis hin zum günstigsten Paket, bei der lediglich Software zur Verfügung gestellt wird.

Preislich dazwischen liegt die Möglichkeit, Informationen von Discount-Brokern an tfm weiterzuleiten, um Empfehlungen zur Verbesserung des Risiko-Renditeprofils zu erhalten. Hierzu müssen die Depotinformationen an toolsformoney weitergeleitet werden (Textdateien sind möglich, solange alle relevanten Informationen enthalten sind). tfm erstellt dann eine detaillierte Renditenanalyse, aufgesplittet nach Gebühren, reinen Anlageerträgen, Umschichtungen usw. und errechnet ein Vergleichsportfolio aus Investmentfonds auf Basis der im eigenen Depot enthaltenen Anlageklassen. Die aktuelle Portfolioperformance wird mit diesem Vergleichsportfolio und populären Indizes wie dem S&P 500 verglichen. Der Zeithorizont kann beliebig gewählt werden, die historische Datenfrequenz scheint monatlich zu sein. Nutzt der Kunde die tfm-Software, können bestimmte elektronische Formate von Online-Brokern so verlinkt werden, dass die Informationen automatisch eingelesen werden.

³³⁵ Siehe toolsformoney.com.

³³⁶ Quelle: http://toolsformoney.com/money_management_systems_for_advisors.htm.

III. Maßnahmen zur Umsetzung der Messung des Kundennutzens

Überblick: In den ersten beiden Hauptteilen dieser Studie wurde herausgearbeitet, dass 1) die Anlageberatung eine wichtige Rolle bei der Verbesserung von Finanzentscheidungen von Haushalten spielen kann, dass 2) aus Sicht der Beratungskunden sich die Beratungsqualität insbesondere in einer Verbesserung des Risiko-Rendite-Profiles der eigenen Anlagen manifestiert, dass 3) Beratungskunden weder jenes Risiko-Rendite-Profil und noch weit weniger den Einfluss der Beratung darauf verlässlich einschätzen und einordnen können, dass 4) jene fehlende Transparenz eine Vergleichbarkeit der empfangenen Beratungsqualität erschwert und schließlich, dass 5) Instrumente existieren, welche zentrale Dimensionen der Beratungsqualität (historische Depotrendite und -risiken) robust messen und mittels vereinfachtem Ausweis (Risikokategorien) auch verständlich darstellen lassen und dass 6) Ansatzpunkte dafür vorliegen, dass – in Abhängigkeit der dadurch entstehenden Kosten – durch transparenzschaffende Maßnahmen Kundennutzen und Wohlfahrt erhöht werden können.

In diesem Abschnitt diskutieren wir, über welche konkreten Maßnahmen derartige Instrumente im Markt etabliert werden könnten. Wir argumentieren, dass zwei Maßnahmenbündel besonders geeignet erscheinen. Das erste Bündel räumt allen Anlegern die Möglichkeit ein, von ihrer Depotbank die Buchungsdaten zum eigenen Depot in einem standardisierten, elektronischen Verfahren anzufordern, um diese dann z. B. von einer zentralen Auswertungsstelle nach einem standardisierten Verfahren hinsichtlich Risiko und Rendite auswerten und vergleichen zu lassen. Das zweite Bündel verpflichtet entweder Depotbanken oder die Anbieter von Anlageberatung dazu, ihren Kunden mindestens einmal pro Jahr Depotrendite und Depotrisiko(kategorie) in einem standardisierten Format auszuweisen. Die beiden Maßnahmenbündel sind in ihren Stärken und Schwächen weitgehend komplementär, sodass eine zeitversetzte Implementierung beider Bündel sinnvoll erscheint.

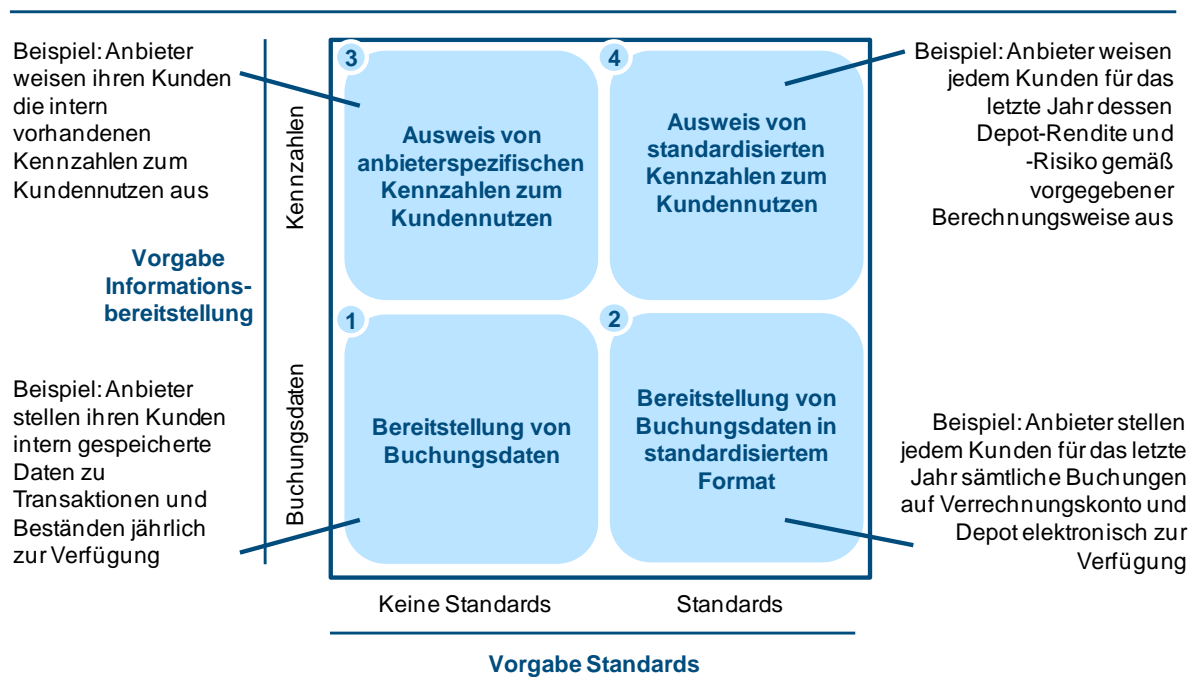
III.1 Darlegung von Maßnahmen zur Umsetzung

Wird zukünftig mehr Leistungstransparenz im Beratungsmarkt gewünscht, stellt sich die Frage, über welche konkreten legislativen oder nicht-legislativen Maßnahmen diese möglichst

ressourcenschonend, ohne nachteilige Nebeneffekte und dennoch wirkungsvoll herbeigeführt werden können.

Abbildung 36 ordnet potenzielle Maßnahmenbündel entlang zweier Dimensionen an und führt für die resultierenden vier Gruppen Beispiele an. In der Horizontalen wird unterschieden, ob mit den Maßnahmen feste Standards verknüpft sind, ob also z. B. das Depotrisiko auf eine einheitliche Weise berechnet und ausgewiesen werden sollte. In der Vertikalen wird unterschieden, ob die Leistungstransparenz direkt über den Ausweis von Kennzahlen zu Depotrisiko und -rendite oder aber indirekt über die Bereitstellung von Buchungsdaten erfolgen sollte, die von Anlegern oder spezialisierten Anbietern im nächsten Schritt zur Berechnung und zum Vergleich von Kennzahlen genutzt werden können.

Abbildung 36: Klassifizierung potenzieller Maßnahmenbündel/Optionen zur Umsetzung



Bei der Abwägung, ob etwaige Maßnahmen an die Vorgabe von Standards geknüpft werden sollten oder ob die Vorteile einer nur allgemeinen Verpflichtung zur Messung und zum Ausweis von Daten oder Kennzahlen zum Kundennutzen überwiegen, sollte der Aspekt der Vergleichbarkeit über die Zeit und über verschiedene Anbieter hinweg eine wichtige Rolle spielen. Unsere Bestandsaufnahme der Anbieterseite aus Kapitel I hat gezeigt, dass bereits heute mehrere Anbieter sowohl bestimmte Kennzahlen als auch Rohdaten zur Verfügung stellen, diese jedoch aufgrund fehlender Standards (vor allem was das Depotrisiko angeht) nicht für einen Vergleich zwischen diesen Anbietern geeignet sind. Ohne Vergleichbarkeit

werden die Leistungstransparenz bei der Anlageberatung und damit auch die Verbraucherautonomie jedoch eingeschränkt bleiben.

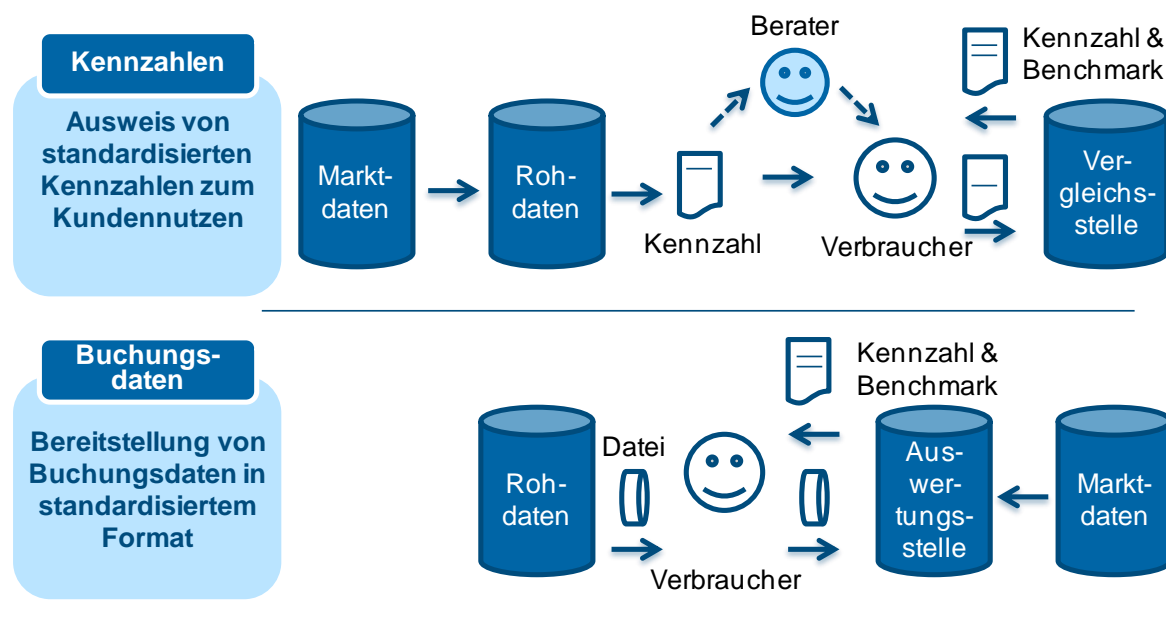
Wir werden uns daher im Folgenden auf die Diskussion und die Bewertung der Gruppen 2 und 4 aus Abbildung 36 und damit auf einen standardisierten Ausweis von Kennzahlen bzw. eine standardisierte Bereitstellung von Buchungsdaten konzentrieren. Die meisten Ausführungen ließen sich jedoch auch auf Maßnahmen ohne Standards übertragen.

Die Einführung neuer Standards ist stets mit Einführungskosten verbunden, vor allem dann, wenn im erweiterten Kontext andere Standards bereits existieren oder gerade neu eingeführt werden. Daraus ergibt sich, dass sich etwaige Standards für die Messung von Kundennutzen der Anlageberatung an bestehenden oder absehbar ohnehin einzuführenden Standards orientieren sollten (zu denken wäre hier an OGAW-/UCITS-IV), wenn zu erwarten ist, dass die Kostenersparnis aus der Übertragung anderer Standards die Nachteile aus der vielleicht eingeschränkten Passgenauigkeit jener anderen Standards im Bereich Anlageberatung deutlich überwiegt.

Die Abwägung zwischen den Maßnahmen der Optionen 2 (im Folgenden Option „Buchungsdaten“) und den Maßnahmen der Option 4 (im Folgenden Option „Kennzahlen“) ist schwieriger, weil facettenreicher. Abbildung 37 stellt die Grundformen in stark vereinfachter Form und in prozessualer Sicht gegenüber.

Ein standardisierter Ausweis von Kennzahlen durch Anbieter (Option „Kennzahlen“) erfordert die vorherige Zusammenführung von Buchungsdaten und Marktdaten, um auf dieser Basis Rendite- und Risikokennzahlen zu berechnen und etwaige sonstige Risiken zu erfassen (siehe Kapitel II - Abschnitt VI). Kennzahlen und narrative Elemente werden dem Anleger entweder auf dem Depotauszug oder separat ausgewiesen und können durch den Berater kommentiert werden. Es ist denkbar, dass sich Institutionen (z. B. Fachmedien oder Internetdienstleister) entwickeln, die den Anlegern eine Vergleichsmöglichkeit zum eigenen Anlageerfolg anbieten, indem zunächst Anleger aufgefordert werden, ihren Depotauszug einzuschicken oder die entsprechenden Kennzahlen manuell einzugeben, um auf Basis der gesammelten Daten für verschiedene Risikoklassen Benchmarks zu berechnen und zu veröffentlichen.

Abbildung 37: Optionen „Kennzahlen“ und „Buchungsdaten“ aus prozessualer Sicht



Die Option „Buchungsdaten“ und damit verbundenen Maßnahmen zur Bereitstellung von Buchungsdaten in einem standardisierten Format durch den Berater oder die Depotbank macht es im Hinblick auf die Messung von Kundennutzen notwendig, dass sich Institutionen entwickeln, die diese Daten unter Zuspiegung von Marktdaten auswerten und dem einzelnen Anleger standardisierte Kennzahlen zu den eigenen Finanzanlagen und möglicherweise auch gleichzeitig entsprechende Durchschnittsgrößen als Benchmarks zurückspielen.

III.2 Bewertung der Maßnahmen

In Tabelle 10 haben wir die aus unserer Sicht acht wichtigsten Kriterien zur Abwägung zwischen beiden Optionen aufgeführt und kommentiert. Der größte Vorteil eines Ausweises von standardisierten Kennzahlen bestünde darin, dass anlegerseitig nach Erhalt der Information keine weiteren Schritte notwendig sind und keine besonderen technischen Voraussetzungen oder Fertigkeiten gegeben sein müssten. Nachteilig an der Option wäre, dass bei sämtlichen Anbietern neben den Kosten für die interne Zusammenstellung der Buchungsdaten auch Kosten für die Berechnung und den Ausweis von Kennzahlen und narrativen Elementen anfallen und die Kunden die Berechnung nicht eigenständig überprüfen und nachvollziehen können. Zudem dürften zur Vermeidung einer anlegerseitigen Informationsüberlastung nur ein bis zwei Kennzahlen ausgewiesen werden, was das System womöglich ungewollt starr und zudem auch weniger geeignet für die Gesamtschau mehrerer Depots und anderer Vermögenspositionen macht.

Die Vor- und Nachteile einer standardisierten Bereitstellung von Buchungsdaten verhalten sich spiegelbildlich. Ein wichtiger Vorteil bestünde darin, dass die Buchungsdaten durch eine einzige oder zumindest nur einige wenige zentrale Institutionen ausgewertet werden könnten und weder Marktdaten noch Benchmarks dezentral gepflegt werden müssten. Die Buchungsdaten könnten von Anlegern eigenständig überprüft werden und noch wichtiger, für eine Gesamtschau der eigenen Depots und Vermögenspositionen im Haushalt flexibel zusammengeführt und ausgewertet werden. Der wichtigste Nachteil bestünde darin, dass die Anleger nach Erhalt der Buchungsdaten in Papier- oder Dateiform selbst aktiv werden und die Buchungsdaten z. B. an eine Auswertungsstelle weiterreichen müssten. Kann dies auf gesichertem elektronischem Wege erfolgen, sollte dies freilich für erfahrene Computernutzer keinen größeren Aufwand mit sich bringen. Für unerfahrene Nutzer ohne Computer kann die Weitersendung eines physischen Dokuments mit allen Buchungsdaten jedoch aufgrund von Sicherheitsbedenken oder direkten und indirekten Übertragungskosten unattraktiv erscheinen.

Tabelle 10 führt auch Mechanismen auf, mit denen bestimmte Schwächen der einzelnen Optionen abgemildert werden könnten. So ließen sich bei Option „Kennzahlen“ die Kosten der Kennzahlenberechnung durch Outsourcing auf einige wenige Institutionen reduzieren, die sowohl Marktdaten als auch die technische Kompetenz zur Berechnung von Rendite- und Risikokenngrößen bereits heute vorhalten. Auf der anderen Seite ließe sich der Hauptnachteil von Option „Buchungsdaten“, nämlich die Notwendigkeit zur Eigeninitiative durch den Anleger, dadurch umgehen, dass Finanzinstitute ihren Kunden anbieten, die Buchungsdaten direkt an eine Auswertungsinstitution zu übermitteln, die dem Kunden dann automatisch Kennzahlen und weitere angewählte Auswertungen zuschickt.

Jedoch lassen sich bei keiner der beiden Optionen alle Schwächen gleichermaßen heilen, sodass weitere Untersuchungen und letztlich auch belastbare Praxistests zu den direkten und indirekten Kosten und natürlich auch zu den zu erwartenden positiven Effekten notwendig sind, wenn es gilt, einer der beiden Optionen den klaren Vorzug zu geben.

Tabelle 10: Bewertung der Optionen „Buchungsdaten“ und „Kennzahlen“ (Übersicht)

Kriterium	Option "Buchungsdaten"	Option "Kennzahlen"
Intensität des regulatorischen Markteingriffs	geringer, weil Daten bereits heute prinzipiell (jedoch mit viel Aufwand) vom Kunden selbst gesammelt werden könnten	höher, weil Anbieter Kennzahlen berechnen müssen und ein konkretes Ausweisformat vorgegeben werden muss
Implementierungskosten auf Anbieterseite	vermutlich geringer, weil Buchungsdaten bereits in Systemen vorgehalten werden, sodass Implementierung vor allem Definition von Schnittstelle betrifft	höher, wenn Buchungsdaten durch jeden einzelnen Anbieter gesammelt und unter Nutzung von Marktdaten zu Kennzahlen verdichtet werden müssen; jedoch geringer, wenn Berechnung und Ausweis an zentrale Dienstleister übertragen werden kann
Wahrscheinlichkeit, dass auch unerfahrene Anleger Daten nutzen	geringer, wenn Anleger Rohdaten selbstständig anfordern und auswerten müssen; jedoch höher, wenn Auswertung vom Anleger einfach an Dritte delegiert werden kann bzw. vom Anbieter freiwillig übernommen wird	höher, wenn Kennzahl verpflichtend an Kunden übermittelt werden muss; noch höher, falls Kennzahl prominent dargestellt und verständlich erklärt werden muss
Aggregation über mehrere Depots und Anbieter	leichter möglich, da Daten in zentraler Auswertungsstelle zu einem virtuellen Gesamtdepot zusammengeführt (und auch manuell weiter angereichert) werden können	schwieriger, weil Diversifikationseffekte nicht berücksichtigt werden
Kompatibilität mit anderen Anlageformen wie Einlagen und Lebensversicherungen	höher, weil Buchungsdaten mehr Flexibilität für Besonderheiten einzelner Anlageformen bieten und über Buchungsdaten Risikodiversifikation sauberer eingefangen werden kann	geringer, weil Aggregation von Kennzahlen wegen Gewichtung und Berücksichtigung von Diversifikation aufwendig ist; Kennzahlen für bestimmte Produkte u.U. nicht anwendbar sind
Flexibilität hinsichtlich Herausbildung optimaler Standards	höher, weil Dritte mittels Buchungsdaten mehrere Kennzahlen berechnen und individuelle Zusatzauswertungen durchführen können. Standard kann sich zudem am Markt herausbilden	geringer, weil wegen Gefahr von Informationsüberflutung nur ein bis zwei unveränderliche Kennzahlen möglich
Grad der Verbraucher-Autonomie	höher, weil Buchungsdaten bei Bedarf auch Analysen durch Wettbewerber ermöglichen; noch höher, wenn standardisierte Buchungsdaten Zusatzanalysen zu Kosten und Beratereinfluss zulassen	tendenziell geringer, weil Verbraucher nur mit einer Kennzahl ausgestattet und deren Determinanten nicht ersichtlich sind
Überprüfbarkeit durch Verbraucher	höher, weil Buchungsdaten anhand von Depotauszügen etc. nachvollzogen werden können	geringer, weil Kennzahl-Berechnung vom Verbraucher nicht repliziert werden kann

Die beiden Optionen müssen jedoch keineswegs als Substitute betrachtet werden, die sich bei der Implementierung gegenseitig ausschließen. Die spiegelbildlichen Vor- und Nachteile lassen die Optionen vielmehr als komplementäre Maßnahmenbündel erscheinen, die z. B. auch zeitlich gestaffelt implementiert werden könnten.

Im Falle einer solchen zeitlichen Staffelung spräche vieles dafür, zunächst mit der Option „Buchungsdaten“ zu beginnen. Erstens ist davon auszugehen, dass die Implementierungskosten auf Anbieterseite geringer ausfallen und auch deshalb die Bereitstellung innerhalb eines kürzeren Zeithorizontes als der Ausweis von Kennzahlen erfolgen könnte. Zweitens würde die Option „Buchungsdaten“ über die größere Flexibilität bei der Datenauswertung und der Gestaltung eines narrativen Teils Praxistests erlauben, um kurzfristig Erfahrungswerte z. B. zur geeignetsten Risikokategorisierung und zu relevanten Benchmarks zu generieren. Damit sich im Markt nicht eine unüberschaubare und die Anleger verwirrende Vielfalt an Kennzahlen nebeneinander entwickeln, wäre es jedoch empfehlenswert, die Option „Buchungsdaten“ stets mit einer genauen Vorgabe zu versehen, wie Depotrenditen und etwa Depotrisiken auf Basis der Buchungsdaten zu berechnen und

zusammen mit Bemerkungen zu sonstigen Risiken auszuweisen sind. Wenn Finanzinstitutionen und auch spezialisierte Auswertungsinstitutionen folglich Kennzahlen an Anleger ausweisen möchten, dann müssten sie mindestens jene fest definierten Kennzahlen ausweisen. Dies schliesse natürlich nicht aus, dass von den Institutionen weitere Auswertungen durchgeführt und zusätzliche Informationen an die Anleger bereitgestellt werden. Die Option „Buchungsdaten“ in Verbindung mit einer genauen Vorgabe, welche Kennzahlen und narrativen Elemente auf welche Weise zu berechnen und auszuweisen sind, käme einer freiwilligen Option „Kennzahlen“, also dem selbst initiierten, aber standardisierten Ausweis von eigenen Auswertungsergebnissen gleich. Progressive Anbieter könnten die Vorgaben also frühzeitig aktiv nutzen, um die Transparenz ihrer eigenen Beratungsleistung zu erhöhen und Geschäftsmodelle an messbarem Kundennutzen auszurichten.

Die erhofften anbieter- und anlegerseitigen Lerneffekte hinsichtlich des Umgangs mit Kennzahlen, aber auch hinsichtlich der Pflege von qualitativ hochwertigen und umfassenden Marktdaten zur Berechnung jener Kennzahlen wären zweifelsohne hilfreich, um in einer zweiten Stufe die Option „Kennzahlen“ zu implementieren und diese entsprechend vom Start weg in den Details optimal auszugestalten.

Um bei beiden Optionen die Richtigkeit der Berechnungen und damit die Vergleichbarkeit der Kennzahlen sicherzustellen, bieten sich zwei grundsätzliche Maßnahmen an, die auch kombinierbar sind. Erstens bestünde die Möglichkeit einer Zertifizierung, d. h., dass Institutionen, die Depot-Kennzahlen auf Basis von Buchungsdaten und Marktdaten im Auftrag von Privatanlegern berechnen, die eingesetzte Berechnungsmethode von offizieller Stelle überprüfen und abnehmen lassen müssen. Zweitens könnte eine zentrale und qualitätsgesicherte Auswertungsstelle etabliert und beworben werden, die allen Privatanlegern unentgeltlich die Berechnung von Kennzahlen erlaubt. Bei Kombination beider Maßnahmen hätten Anleger die Möglichkeit, die Berechnungsergebnisse anderer Auswertungsinstitutionen eigenständig über die zentrale Auswertungsstelle überprüfen zu lassen. Weitere Vorteile des Aufbaus und des Betriebs einer zentralen Auswertungsstelle wären, dass die Qualitätssicherung auf die Erhebung und Pflege der für die Kennzahlenberechnung von Seiten aller Institutionen benötigten Marktdaten und auch auf die Erstellung von Benchmarks in Form von Durchschnittswerten von Kennzahlen in vordefinierten Anlegergruppen ausgedehnt werden könnte. Ein Nachteil einer exklusiven zentralen Stelle wäre, dass die

Innovationskräfte im Markt bei der Berechnung, Darstellung und Nutzung von Kennzahlen nicht voll ausgeschöpft würden.

Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Ergebnisse aus den Tiefeninterviews aus Kapitel 2 - Abschnitt IV ist davon auszugehen, dass bei einer vorgeschalteten Implementierung der Option „Buchungsdaten“ vor allem erfahrene Anleger von ihrem Recht Gebrauch machen würden, Buchungsdaten in Form einer elektronischen Buchungsübersicht anzufordern und diese zur Berechnung von Kennzahlen an eine Institution weiterzureichen. Weitaus unwahrscheinlicher wird es wohl sein, dass unerfahrene Anleger Buchungsdaten anfordern, um die Transparenz hinsichtlich ihres Anlageerfolges zu erhöhen. Die unterschiedlichen Reaktionen von erfahrenen und weniger erfahrenen Anlegern könnten zu einer Leistungsdifferenzierung entlang der Anlegererfahrung durch die Anbieter führen, mit unter Umständen relativen Nachteilen für die weniger erfahrenen Anleger. Bei der Option „Kennzahlen“ ist dagegen davon auszugehen, dass auch weniger erfahrene und schlecht informierte Anleger mehr Transparenz erhalten. Gleichwohl besteht auch im Falle eines standardisierten Ausweises von Kennzahlen gegenüber allen Einzelkunden die Gefahr, dass abermals die unerfahrenen Anleger darauf angewiesen sein werden, dass die Kennzahlen und etwaige narrative Elemente in einem Beratungsgespräch erklärt und diskutiert werden. Folglich stellt auch die Option „Kennzahlen“ keine vollkommene Garantie dar, dass wirklich alle Anlegergruppen einen direkten Mehrwert aus der Transparenz erhalten.

III.3 Konkrete Ausgestaltung der relevanten Maßnahmen

III.3.1 Ausgestaltungsvarianten der Option „Buchungsdaten“

In der nachfolgenden Tabelle 11 haben wir sieben wichtige Merkmale zusammen mit ihren konkreten Ausgestaltungsvarianten für die standardisierte Bereitstellung von Buchungsdaten aufgelistet und knapp kommentiert. Einige Merkmale unter Einschluss von Varianten wurden oben im Text bereits berührt, so z. B. die Frage, ob eine zentrale Auswertungsstelle etabliert werden sollte. Die Spezifikation von konkreten Buchungsdaten wie sie in der Praxis zur Verfügung gestellt und ausgewertet werden könnten nehmen wir in Textbox 7 am Ende dieses Abschnitts vor.

Tabelle 11: Mögliche Ausgestaltungsvarianten der Option „Buchungsdaten“ (Übersicht)

Merkmal	Ausgestaltungsvarianten		Kommentar
Bereitstellung an wen?	Beratungskunden	Alle Wertpapierkunden	✓ Abgrenzung von Beratungskunden nahezu unmöglich – Beratungsmerkmal pro Transaktion erstrebenswert
Pflicht zur Bereitstellung durch Anbieter?	Ja	Nein – nur auf Kundenanfrage	✓ Verpflichtende elektronische Bereitstellung an alle Kunden faktisch nicht möglich; Bereitstellung als Datei oder Ausdruck auf Kundenwunsch
Entgelt für Bereitstellung?	Untersagt	Entscheidung des Anbieters	✓ Wegen Verursacherprinzip sollten Kosten von anfragenden Kunden getragen werden (falls Preise im Markt weit über Kosten: Einführung einer Höchstgrenze).
Bereitstellung durch wen?	Anbieter von Beratung	Depotführende Institution	✓ Daten liegen bei der depotführenden Institution, Skaleneffekte, Datensicherheit, Kunden möchten u.U. Berater keinen Einblick geben
Etablierung einer zentralen Auswertungsstelle?	Nein	Ja	✓ Anleger sollten mindestens eine qualitätsgesicherte Möglichkeit der Auswertung haben bzw. Auswertungen von Drittanbietern von dieser Stelle überprüfen lassen können.
Etablierung einer zentralen Datenbank für Wertpapierinformationen	Nein	Ja	✓ Datenqualität und Abdeckung für verlässliche Auswertung erfolgskritisch, Skaleneffekte
Format der Datei	Offenes Format	Schreibgeschützt mit Signatur	✓ Authentizität der Datei vorteilhaft, damit etwaige Weiterleitung an Auswertungsstelle technisch einwandfrei und plagiatsgeschützt. (Anonymisierung der Datei wegen Datenschutz empfehlenswert)

Die Argumentation basiert soweit möglich auf den Einsichten der ersten beiden Teile der Studie. Rechtliche Aspekte und Restriktionen werden wir in Abschnitt III.4 diskutieren.

Es stellt sich zunächst die Frage, ob lediglich Beratungskunden oder alle Kunden von Beratungsanbietern Zugang zu ihren Buchungsdaten erhalten sollten. In Kapitel 1 - Abschnitt I haben wir erörtert, dass der reine Beratungskunde, dessen Anlageergebnisse also ausschließlich durch Beratungsimpulse bestimmt werden, weil alle Anlageentscheidungen delegiert werden, nur im Rahmen der Vermögensverwaltung die Regel ist. Weitaus verbreiteter und damit typischer sind die Fälle, in denen Kunden zum Teil den Empfehlungen ihres Beraters folgen, zum anderen Teil jedoch diese Empfehlungen ignorieren³³⁷ oder auch gar keine Empfehlung einholen und vollkommen eigenständig agieren. Damit ist eine saubere Abgrenzung von Beratungskunden von Nicht-Beratungskunden bei vielen Anbietern schwierig. Aus unserer Sicht spräche noch ein weiteres Argument für eine Einbeziehung aller Kunden: Auch selbstständig agierende Anleger erhielten so die Möglichkeit, ihren Anlageerfolg möglichst objektiv zu bemessen und z. B. mit Hilfe von zentral bereitgestellten Vergleichsgrößen zu bewerten. Es ist davon auszugehen, dass ein Mehr an Leistungstransparenz auch hinsichtlich der eigenen Anlagepolitik Lerneffekte auslöst und einige, bisher eigenständige Anleger dazu veranlassen wird, sich Unterstützung von Beratern

³³⁷ Siehe z. B. Bhattacharya et al. (2011).

einzuholen. Andere Anleger, die bisher sporadisch Beratung nachgefragt haben, werden zudem vielleicht davon abgehalten, von der Anlagepolitik ihres Beraters durch eigene, nachteilige Interventionen abzuweichen. Nicht zuletzt vor diesem Hintergrund wäre es auch hilfreich, wenn die Buchungsdaten auch ein Datenfeld beinhalteten, aus dem für jede einzelne Wertpapierkauf- oder Wertpapierverkaufstransaktion hervorgeht, ob die Transaktion auf einen Beratungsimpuls zurückzuführen war oder ob ein Anleger eigenständig handelte.

Die Frage, ob Anbieter verpflichtet werden sollten, ihren Kunden die Buchungsdaten in elektronischer Dateiform bereitzustellen, beantwortet sich von selbst. Anleger ohne Computerzugang könnten diese Datei nicht in Empfang nehmen und nutzen. Folglich lautet die eigentliche Frage, ob Anbieter verpflichtet werden sollten, ihren Kunden die Buchungsdaten entweder in elektronischer Form oder aber als Ausdruck bereitzustellen. Weil davon auszugehen ist, dass eine unkommentierte Buchungsübersicht gerade bei unerfahrenen Anlegern eher Verwirrung hervorrufen würde und die Zusatzkosten von Druck und Versand nicht vernachlässigbar sein würden, spricht vieles für eine Ausgestaltungsvariante, der zufolge alle Kunden die Möglichkeit haben, die Buchungsdaten in elektronischer Form oder auch als Ausdruck anzufordern, und entsprechend weniger für eine Verpflichtung der Anbieterseite, allen Kunden die jeweiligen Buchungsdaten ungefragt bereitzustellen.

Es schließt sich die Frage an, ob der Anbieter für die Bereitstellung von Buchungsdaten ein Entgelt verlangen darf. Die Zusatzkosten für den Anbieter aus der Bereitstellung von Buchungsdaten in Dateiform oder als Ausdruck werden direkt oder indirekt an die Kunden weitergereicht werden. Da nur den Nutzern der Buchungsdaten ein Mehrwert entsteht, sollten auch nur die Nutzer für die Zusatzkosten aufkommen. Gleichzeitig gilt es auszuschließen, dass Anbieter prohibitiv hohe Gebühren für die Datenbereitstellung in Rechnung stellen, z. B. um Kunden davon abzuhalten, die Buchungsdaten anzufordern.

Die vierte Frage bezieht sich darauf, welche konkrete Institution die Buchungsdaten bereitstellen sollte: die Anbieter von Anlageberatung oder, falls nicht identisch, die depotführende Institution? Da die Buchungsdaten bei den depotführenden Institutionen gespeichert sind und diese bereits heute typischerweise für das Reporting verantwortlich sind, wäre es voraussichtlich kostengünstiger, wenn auch die Bereitstellung der Buchungsdaten durch die depotführende Institution erfolgte. Ein weiteres Argument, was gegen die Anbieter von Anlageberatung als Adressaten der Maßnahmen aus der Option „Buchungsdaten“ spräche, ist, dass die damit einhergehenden Pflichten einige Anbieter veranlassen könnten, sich aus der Wertpapierberatung zurückziehen. Um diesen ungewollten Effekt zu vermeiden, ist

nach sorgfältiger Abwägung der Mehrkosten für die betroffenen Institutionen zu prüfen, ob nicht alle Depotkunden die Möglichkeit haben sollten, Buchungsdaten von ihrer depotführenden Institution zu erhalten (also z. B. auch die Kunden von Online-Brokern und Direktbanken), und nicht nur solche, die Kunden eines Anbieter von Anlageberatung sind. Auch hier gelten unsere obigen Ausführungen zu den dabei anfallenden Gebühren, die vom Kunden zu tragen sind. Eine offene Frage betrifft die Fälle, in denen die depotführende Institution ihren Sitz im Ausland hat. Wir vermuten allerdings, dass es außerhalb der reinen Vermögensverwaltung nur wenige Fälle gibt, in denen dies zutrifft und ein Anleger zugleich Beratungskunde in Deutschland ist.

Bei der Option „Buchungsdaten“ wird die Kennzahlenberechnung nicht zwingend vom Anbieter übernommen. Um sicherzustellen, dass dennoch alle Anleger die eigenen Buchungsdaten verlässlich und vertraulich auswerten lassen können, und um hierbei nicht ausschließlich auf die Gründung von neuen Auswertungsinstitutionen am Markt zu setzen, kommt die Etablierung einer zentralen, möglicherweise an eine Behörde angebundener Auswertungsstelle (fünfte Frage) infrage. Eine solche zentrale Auswertungsstelle würde nicht nur garantieren, dass zumindest eine Auswertungsstelle mit strengen Qualitätsstandards verfügbar ist, sondern würde es den Anlegern zudem erlauben, die Berechnungsergebnisse anderer Institutionen zu überprüfen. Die Anbindung an eine Behörde würde zudem vermutlich aus Sicht vieler Anleger das Vertrauen in Datensicherheit und Verlässlichkeit der Auswertungsergebnisse fördern.

Eine verwandte Frage betrifft die Etablierung einer zentralen Datenbank (naheliegenderweise angegliedert an eine zentrale Auswertungsstelle), welche die für die Auswertung von Buchungsdaten notwendigen Wertpapierinformationen wie Preisdaten und Gattungsdaten vorhält. Die Antwort hängt von der Qualität und vom Abdeckungsgrad existierender kommerzieller Datenbanken betreffend der Wertpapiere in Privatanlegerdepots ab. Im Rahmen der Studie konnten wir keine vollständige Markterhebung durchführen. Sollte sich jedoch herausstellen, dass die derzeit verfügbaren Datenbanken nicht geeignet sind, um Kennzahlen verlässlich zu berechnen und um zusätzliche Indikationen für die Kreditrisiken von Wertpapieren in den Anlegerdepots zu liefern, so würden wir den zentralen Aufbau und die fortgesetzte zentrale Pflege eines entsprechenden Datenbestandes anregen.

Das siebte Merkmal betrifft die Frage, in welcher konkreten Form die elektronische Buchungsübersicht bereitgestellt werden sollte. Für reine Auswertungszwecke würde freilich ein Standardformat wie z. B. eine ungeschützte csv-Datei (mit Kommata separierte

Textzeichen) genügen. Damit jedoch ausgeschlossen wird, dass die automatisierte Auswertung der Daten daran scheitert, dass ein Anleger den Inhalt der Datei (unbeabsichtigt) verändert hat, wäre es ratsam, die Datei mit einem Schreibschutz zu versehen. Um zusätzlich auszuschließen, dass eine Vielzahl duplizierter oder künstlich erzeugter Dateien an Auswertungsstellen gesendet wird und dann z. B. die Berechnung von Benchmarks verzerrt, wäre es zudem ratsam, dass die depotführende Institution die Datei mit einer elektronischen Signatur versieht. Im Sinne des Daten- und auch Wettbewerbsschutzes sollte schließlich weder der Name des Anbieters noch der Name des Kunden in der Datei auftauchen. Optionale Felder für freiwillige (und vom Anbieter überprüfbare) Angaben zu Alter(sgruppen) und Soll-Risiko(kategorie) sollten jedoch im Interesse besserer Auswertungsmöglichkeiten berücksichtigt werden.

Ausweis von Vergleichsrenditen bei der Option Buchungsdaten

Wir haben weiter oben bereits kurz erörtert, dass davon auszugehen ist, dass sich bei Umsetzung der Option 1 Institutionen (wohl vorrangig im Internet) heraus bilden werden, die Dienstleistungen rund um die Auswertung von standardisierten Buchungsdaten anbieten werden. Es muss damit gerechnet werden, dass jene Institutionen die Auswertungsergebnisse über Anlegergruppen hinweg aggregieren und z.B. für jede Risikokategorie Durchschnittsrenditen für Vergleichszwecke öffentlich verfügbar machen werden. Wir wollen deshalb an dieser Stelle skizzieren, mit welchen Auswertungsformaten von Seiten solcher Institutionen zu rechnen ist und welche Probleme und Gefahren aus unserer Sicht damit einhergehen. Im Abschnitt II.V.3 haben wir bereits geschlussfolgert, dass aus wissenschaftlicher Sicht noch keine Empfehlungen zur Definition von Benchmarks gemacht werden können. Hierzu müssen erst Praxiserfahrungen gesammelt werden, die belastbare Rückschlüsse darauf erlauben, wie genau Anleger mit den über Option 1 neu hinzugewonnenen Informationen zum Rendite-Risiko-Profil des eigenen Depots umgehen. Im Falle von durchschnittlichen Vergleichsrenditen von Anlegern mit ähnlichem Risikoprofil verhält es sich genauso. Ohne belastbare Praxiserfahrungen können keine Empfehlungen ausgesprochen werden, bei denen sicher davon ausgegangen werden kann, dass die positiven Effekte die nachteiligen Effekte für Kunden eindeutig übersteigen.

Welche konkreten Vergleichsrenditen werden die neuen Auswertungsinstitutionen also vermutlich produzieren? Wir gehen davon aus, dass für bestimmte Stichtage (z.B. 31. Dezember eines Jahres) und damit in regelmäßigen Abständen vergangenheitsbezogene Durchschnittsrenditen über eine große Anzahl an realen Anlegerdepots berechnet werden. Die

Durchschnittsbildung und damit auch der Ausweis von Vergleichsrenditen wird vermutlich getrennt nach Gruppen erfolgen, und zwar jeweils für all solche Depots, die in der vergangenen Periode (z.B. im letzten Kalenderjahr) ein vergleichbares Risikoprofil hatten. Zur Abgrenzung von Risikoprofilen und damit zur Eingruppierung von Depots würden die Institutionen wohl standardisierte Risikokategorien nutzen (siehe Abschnitt II.V.2). Beispielsweise würden alle Depots, die auf Basis der beobachteten Depot-Marktwertschwankungen über die zurückliegende Periode in die OGAW-/UCITS-IV Klasse 3 (entspricht einer historischen Standardabweichung der Depotrenditen von 2% bis 5% pro Jahr) klassifiziert wurden, in einer Gruppe zusammengefasst. Die Institutionen können für die Berechnung des Depotrisikos zur Klassifikation in Risiko-Gruppen Brutto-Renditen vor Abzug direkter Transaktionskosten verwenden, da z.B. die Berücksichtigung von Ausgabeaufschlägen bei Fondskäufen die Volatilität der Renditereihen verzerren würde. Für die Berechnung der Gesamtrendite über den Beobachtungszeitraum sind dagegen eher Nettorenditen zugrunde zu legen, damit für die Anleger ein Renditevergleich nach Berücksichtigung direkter und indirekter Kosten möglich ist.

Es ist ferner damit zu rechnen, dass die Auswertungsinstitutionen nicht nur eine Durchschnittsrendite für alle Anleger mit Depots aus derselben vergangenheitsbezogenen Risikoklasse berechnen, sondern auch gesondert für bestimmte Untergruppen. Die einfache Durchschnittsrendite aller Depots würde eben auch die durchschnittlichen Anlagefehler der einbezogenen Privatanleger widerspiegeln und hätte damit keinen Benchmark-Charakter im Sinne eines theoretisch erreichbaren Zielwertes. Deshalb ist damit zu rechnen, dass die Institutionen Vergleichsrenditen für z.B. folgende Untergruppen bilden: Depots mit einem Rankingplatz bezogen auf die Gesamtheit aller gesammelten Depots derselben Risikoklasse zwischen 80% und 90% (also deutlich überdurchschnittlicher Rendite), Depots mit einem Rankingplatz zwischen 10% und 20% (also stark unterdurchschnittlicher Nettorendite) und Depots mit einem Ranking zwischen 40% und 60% (also einer mittleren Rendite). Vielleicht würden zur Erzielung von Lerneffekten auch Durchschnittsrenditen für die Untergruppe besonders wohldiversifizierter Depots berechnet.

Wir sehen vier Hauptprobleme im Zusammenhang mit dem Ausweis von derartigen Vergleichsrenditen. Die Problemkreise können nur durch weitere Analysen zum tatsächlichen Umgang von Investoren mit Risiko-Rendite Profilen abschließend bewertet werden.

Fehlinterpretationen

Der einmalige Abgleich der eigenen Depotrendite mit den Durchschnittsrenditen anderer Depots mit vergleichbarem Risikoprofil erlaubt auf kurze Frist keine belastbaren Rückschlüsse auf die Entscheidungsqualität und damit auch nicht auf die Anlagekompetenz des betreffenden Anlegers oder seines Beraters. Es liegt in der Natur des Risikos, dass Abweichungen von Durchschnittsgrößen insbesondere kurzfristig dem Zufall unterliegen. Damit besteht die Gefahr, dass Anleger Renditeunterschiede überinterpretieren und womöglich allzu schnell (und immer wieder) die eigene Anlagestrategie oder auch den Berater wechseln. Es gilt auch zu vermeiden, dass Anleger befördert durch selektive Wahrnehmung nur auf die höchsten Renditen fokussieren und die zugehörigen Risiken außer Acht lassen. Dies würde einen wichtigen potentiellen Vorteil der Transparenz zum eigenen Risiko-Rendite Profil unterminieren, nämlich die Möglichkeit, über die Zeit zu erkennen, dass höhere Renditen langfristig notwendigerweise nur auf Kosten höherer Risiken zu erreichen sind.

Vermengung von Risikoarten

In Abschnitt II.VI.2 haben wir argumentiert, dass über Marktrisiken hinausgehende Risiken in den individuellen Anlegerdepots narrativ auszuweisen sind. Ein solcher narrativer Ausweis erschwert definitionsgemäß die Aggregation und Durchschnittsbildung über eine Vielzahl von Depots. Falls also eine Auswertungsinstitution „naiv“ Renditedurchschnitte über eine große Anzahl von Depots mit vergleichbaren Marktrisiken berechnet, besteht die Gefahr, dass die Ergebnisse über eine Fehl kategorisierung von Depots mit beträchtlichen Kredit- und Liquiditätsrisiken verzerrt sind. Es wäre mithin zu prüfen, ob nur Depots ohne signifikante Kredit- oder Liquiditätsrisiken bzw. ohne einen substantiellen Anteil von Produkten mit Optionscharakter in die Berechnung von Vergleichsrenditen eingehen dürfen.

Selbstselektion

Vergleichsrenditen mögen auch dadurch verzerrt sein, dass bestimmte Anlagergruppen bei der Durchschnittsbildung überrepräsentiert sind, weil sie höhere Anreize haben, ihre Depotdaten an die Auswertungsinstitutionen weiterzuleiten. Es wäre zumindest theoretisch denkbar, dass insbesondere Anleger, die unzufrieden mit dem eigenen Anlageergebnis sind, ihre Daten weiterleiten. Als Folge wären die Vergleichsrenditen systematisch nach unten verzerrt. Es müssten also Mechanismen geprüft werden, mittels derer repräsentative Stichproben gewährleistet werden können. Das Problem einer allzu selektiven und damit nicht repräsentativen Auswertung, insbesondere wenn diese anschließend für Anbietervergleiche

genutzt würden, betrifft auch den Anteil, den die Beratung an den entsprechenden Investmententscheidungen gehabt hat. Auch wenn – wie wir vorgeschlagen haben – zwischen beratenen und nicht-beratenen Transaktionen unterschieden werden kann, so wird die Berechnung des Risikos wohl auf Basis des Gesamtportfolios des Kunden durchgeführt, zumal eine Messung des marginalen Risikobeitrags der jeweiligen Transaktionen wohl kaum verständlich gemacht werden kann. Wenn aber der Beratungsbeitrag an der Entscheidung des Investors nicht exakt bemessen werden kann, so müssen Risiko-Rendite Vergleiche über einzelne Portfolios hinweg mit Vorsicht interpretiert werden.

Unterschiedliche Investmenthorizonte

In Abschnitt 2.I.4 haben wir diskutiert, dass für bestimmte Anleger mit langem Anlagehorizont kurzfristige Schwankungen unter Umständen keine Relevanz haben sollten. Als Beispiel haben wir den Anleger angeführt, der beabsichtigt, langfristige Staatsanleihen bis zur Endfälligkeit zu halten und der damit nur vom Wiederanlagerisiko von Kupons (und natürlich von Inflationsrisiko) betroffen ist. Dieser Anleger würde sein Depot bei starken Zinsschwankungen während des Beobachtungszeitraum in einer höheren Risikokategorie wieder finden. Die durchschnittliche Vergleichsrendite für jene Risikoklasse wäre dann nur bedingt relevant für den betreffenden Anleger und möglicherweise auch für viele andere, deren Investitionshorizont stark vom durchschnittlichen Horizont in der Stichprobe abweicht.

Textbox 7: Spezifikation der Buchungsdaten

Beobachtungseinheit ist das Einzeldepot. Es können mehrere Depots pro Kunde bestehen, die jedoch über die nachträgliche Aggregation der Buchungen leicht zusammengefasst werden können. Für den Berichtszeitraum (z.B. das letzte Kalenderjahr) sind von der depotführenden Bank für die zum Zwecke der Rendite- und Risikoberechnung sämtliche bestandsverändernden Buchungen bereitzustellen. Dazu gehören insbesondere:

- Alle Käufe von Wertpapieren
- Alle Verkäufe von Wertpapieren
- Alle Depotüberträge von Wertpapieren (Eingänge und Ausgänge)
- Alle Buchungen in Folge von Kapitalmaßnahmen von Unternehmen
- Alle Stornobuchungen
- Alle Buchungen in Folge von Kennnummernwechseln

Für jede dieser Buchungen sind die folgenden Buchungsdaten anzugeben. Es resultiert folglich eine Tabelle mit zehn Spalten (Feldname) und einer Anzahl an Zeilen, die der Anzahl an bestandsverändernden Buchungen im Berichtszeitraum entspricht.

Textboxtabelle 1: Buchungsdaten - Bestandsveränderungen

Feldname	Feldinhalt/Beschreibung
Kundennummer	(Verschlüsselte) Kundennummer
Depotnummer	(Verschlüsselte) Depotnummer. Einer Kundennummer können beim selben Institut mehrere Depots zugeordnet sein.
ISIN	International Security Identification Number. Sie erlaubt das Wertpapier zu identifizieren, um es mit Marktdaten verbinden zu können.
Notierungsart	Da Ordersysteme z.T. Buchungen in Prozent- oder Promillenotierung durchführen, der Bestand aber z.T. in Stücken gepflegt werden, ist diese Information hilfreich, um Fehlberechnungen zu vermeiden.
Buchungsart	Kauf, Verkauf, Übertrag....
Stücke bzw. Anzahl	Anzahl bzw. Stücke der gehandelten oder gebuchten Wertpapiere
Stückpreis	Orderpreis des Wertpapiers
Kurswert	Gesamtwert der ins Depot gebuchten Position
Datum	Datum, ab dem dem Kunden Erträge aus dem Wertpapier zustehen.
Kosten	Summe der Kosten, die dem Kunden mit dieser Transaktion entstanden sind. Diese Position schließt KEINE Kosten aus steuerlichen Regelungen ein

Zusätzlich zu den Bestandsveränderungen ist der Bestand des Depots zu einem festgelegten Stichtag vollständig anzugeben. Hier empfiehlt sich der erste Tag des Berichtszeitraums (also z.B. der 1. Januar des zurückliegenden Kalenderjahres). Die Bestandsdaten sind nötig, um mit Hilfe der Bestandsveränderungen den Depotbestand über den Berichtszeitraum hinweg fortzuschreiben und unter Nutzung von Marktpreisdaten die unterjährigen Wertveränderungen und damit die Renditen im Depot berechnen zu können. In diesem Fall resultiert eine Tabelle mit acht Spalten (Feldname) und einer Anzahl an Zeilen, die der Anzahl an Wertpapieren im Depot zum Stichtag entspricht.

Textboxtabelle 2: Buchungsdaten – Bestände

Feldname	Feldinhalt/Beschreibung
Kundennummer	(Verschlüsselte) Kundennummer

Depotnummer	(Verschlüsselte) Depotnummer. Einer Kundennummer können beim selben Institut mehrere Depots zugeordnet sein.
ISIN	International Security Identification Number. Sie erlaubt das Wertpapier zu identifizieren, um es mit Marktdaten verbinden zu können.
Notierungsart	Da Ordersysteme z.T. Buchungen in Prozent- oder Promillenotierung durchführen, der Bestand aber z.T. in Stücken gepflegt wird, ist diese Information hilfreich, um Fehlberechnungen zu vermeiden.
Stücke bzw. Anzahl	Anzahl bzw. Stücke der gehandelten oder gebuchten Wertpapiere
Stückpreis	Orderpreis des Wertpapiers
Kurswert	Gesamtwert der ins Depot gebuchten Position
Stichtag	Datum, auf das sich die Bestände beziehen

Die Einträge in den beiden Tabellen können mittels Kundennummer und Depotnummer vor der Auswertung leicht zusammengeführt werden. Denkbar ist natürlich auch, dass beide Tabellen sogleich in einer kombinierten Tabelle geliefert werden, die mittels entsprechendem Zusatzfeld erkennen lässt, ob es sich bei einem bestimmten Eintrag um eine Bestandsveränderung oder aber um einen Stichtagsbestand darstellt.

Im Anhang V illustrieren wir eine mögliche Spezifikation von Buchungsdaten anhand konkreter Zahlen für ein exemplarisches Anlegerdepot.

III.3.2 Ausgestaltungsvarianten der Option „Kennzahlen“

Sechs der sieben im letzten Abschnitt diskutierten Merkmale sind auch im Kontext der Option „Kennzahlen“ relevant. Tabelle 12 führt diese sechs Merkmale auf. Die jeweiligen Ausgestaltungsvarianten gleichen denen aus Tabelle 11. Nur bei zwei Merkmalen gelangen wir zu anderen Tendenzaussagen als im Kontext der Option „Buchungsdaten“.

Tabelle 12: Mögliche Ausgestaltungsvarianten Option „Kennzahlen“ (Übersicht)

Merkmals	Ausgestaltungsvarianten		Kommentar
Bereitstellung an wen?	Beratungskunden	Alle Wertpapierkunden ✓	Abgrenzung von Beratungskunden nahezu unmöglich – Beratungsmerkmal pro Transaktion erstrebenswert
Pflicht zur Bereitstellung durch Anbieter?	Ja	✓ Nein – nur auf Kundenanfrage	Ausweis als Element von turnusmäßigen Depotauszügen möglich; erklärtes Ziel, auch weniger erfahrene Anleger zu informieren
Entgelt für Bereitstellung?	Untersagt	✓ Entscheidung des Anbieters	Um Leistungstransparenz auch für unerfahrenen Anleger zu fördern, sollte Zugang zu Kennzahlen möglichst einfach und kostengünstig sein
Bereitstellung durch wen?	Anbieter von Beratung	Depotführende Institution ✓	Daten liegen bei der depotführenden Institution, Skaleneffekte bei der Kennzahlberechnung, Kunden möchten u.U. Berater keinen Einblick geben
Etablierung einer zentralen Auswertungsstelle?	Nein	Ja ✓	Zentrale Auswertungsstelle könnten von Anlegern zur Überprüfung der Kennzahlen und vor allem zur Erstellung und Bereitstellung von Benchmarks genutzt werden
Etablierung einer zentralen Datenbank für Wertpapierinformationen	Nein	Ja ✓	Datenqualität und Abdeckung für verlässliche Auswertung erfolgskritisch; zentrale Stelle könnte Daten zweckgebunden für Berechnung Kundennutzen an Finanzinstitute weitergeben

Die Argumentation beim ersten Merkmal ist identisch zur Option „Buchungsdaten“: Die Grenze zwischen Beratungskunden und Nichtberatungskunden ist fließend, sodass auch der individuelle Ausweis von Kennzahlen gegenüber allen Wertpapierkunden erfolgen sollte.

Bei der Frage, ob die Kennzahlen samt narrativer Elemente nur auf Kundenanfrage oder aber verpflichtend für alle Kunden bereitgestellt werden sollten, dominiert aus unserer Sicht jedoch nun das Ziel, möglichst viele Anleger und damit neben den erfahrenen Anlegern auch die weniger erfahrenen zu erreichen. Für den Erhalt der Kennzahlen ist kein Computer nötig und die zusätzlichen Kosten des Ausweises sind insbesondere dann gering, wenn die Kennzahlen auf einem ohnehin per Post oder E-Mail verschickten Depotauszug als zusätzlicher Posten erschienen. Da es sich um wenige, idealerweise standardisiert ausgewiesene Kennzahlen handelt, scheint uns auch die Gefahr von Verwirrung durch Informationsüberflutung nicht groß zu sein.

Auch bei der Beantwortung der dritten Frage, nämlich ob für die Bereitstellung von Kennzahlen von Seiten der Finanzinstitution ein Entgelt verlangt werden darf, kehrt sich unsere Argumentation im Vergleich zur Erörterung im Kontext der Option „Buchungsdaten“

um. Ausgangspunkt ist abermals das wohl unkontroverse Ziel, möglichst vielen Anlegern Transparenz über ihren Anlageerfolg zu verschaffen. Hohe Gebühren für den Ausweis wirken diesem Ziel entgegen. Wir gehen zudem davon aus, dass die Grenzkosten zur Produktion und zum Ausweis von Kennzahlen aufgrund des hohen zu erwartenden Automatisierungsgrades sehr gering sind und damit auch kostenseitig wenig gegen einen gebührenfreien Ausweis zumindest einmal jährlich spricht.

Bezüglich der ausweisenden Institution erscheint uns auch bei der Option „Kennzahlen“ die depotführende Institution im Vorteil. Hier liegen die Buchungsdaten vor und hier werden typischerweise die Depotauszüge erstellt. Bei der Kennzahlenberechnung auf Basis der Buchungsdaten ist wegen der hohen Bedeutung von Fixkosten im Vergleich zu variablen Kosten pro Depot mit operativen Skaleneffekten zu rechnen. Dies spricht neben möglichen Sicherheitsbedenken bei der Datenübertragung gegen eine dezentrale Auswertung bei den Anbietern von Anlageberatung.

Bei der Frage, ob eine zentrale Auswertungsstelle etabliert werden sollte, spricht bei der Option „Kennzahlen“ tendenziell weniger für ein *Ja* als bei der Option „Buchungsdaten“, weil die Berechnung über das eigene Institut für alle Anleger sichergestellt ist. Dennoch könnten von einer solchen Auswertungsstelle positive Externalitäten ausgehen, z. B. indem sie Kennzahlen über eine große Stichprobe von Anlegern hinweg sammelt und darauf basierend aussagekräftige Benchmarks für einzelne Risikokategorien und spezifische Anlegersegmente produziert. Weitere Aufgaben einer solchen Institution könnten in der Weiterentwicklung der Methodik und der Übertragung auf weitere Anlageklassen und auch in der Beantwortung von Anlegerfragen bestehen.

Hinsichtlich der Frage, ob eine zentrale Datenbank für Wertpapierinformationen etabliert werden sollte, gilt auch bei der Option „Kennzahlen“, dass die Antwort primär von der Qualität und vom Abdeckungsgrad vorhandener Datenbanken abhängt. Es gibt hier im Vergleich zur Option „Buchungsdaten“ jedoch einen wichtigen zusätzlichen Grund für eine zentrale Datenbank. Ein einheitlicher Standard akkurater Marktdaten ist eine wichtige Voraussetzung für verlässliche und vergleichbare Kennzahlen und mittels einer zentralen Datenbank könnte dieser Standard am einfachsten gewährleistet werden und gleichzeitig würden redundante Investitionen in den Aufbau, die Pflege und den Abgleich von Datenbanken vermieden. Je nach Höhe der Kosten für eine zentrale Datenpflege wäre zu überdenken, ob diese Kosten auf die Daten beziehenden Anbieter z. B. in Abhängigkeit der

auszuwertenden Depots verteilt würden oder ob diese Kosten nicht z. B. von einer Stiftung Finanzprodukte gänzlich getragen werden könnten.

In Tabelle 11 und in Tabelle 12 haben wir die vorteilhaften Ausgestaltungsvarianten jeweils durch Haken kenntlich gemacht. Die beiden Gruppen aus mit Haken gekennzeichneten Varianten stellen aus unserer Sicht konsistente Maßnahmenbündel zur Steigerung der Leistungstransparenz der Anlageberatung bei Wertpapierdepots dar.

Im nächsten Abschnitt erörtern wir, wie diese Maßnahmenbündel legislativ umgesetzt werden könnten.

III.4 Legislative Umsetzung der Maßnahmen

III.4.1 Option „Buchungsdaten“

Auf Grundlage der Option „Buchungsdaten“ (Bereitstellung von Buchungsdaten in standardisierter oder nichtstandardisierter Form) sind aus rechtlicher Sicht verschiedene Teilaspekte zu begutachten. Erstens stellt sich die Frage, ob dem Anleger entsprechende Auskunftsansprüche zustehen bzw. wie sich solche schaffen ließen. Zweitens ist zu begutachten, ob die Weiterleitung der Daten durch den Kunden oder sein Kreditinstitut an eine dritte Stelle zum Zwecke der Auswertung rechtlich problematisch ist. Drittens könnte die Veröffentlichung der Ergebnisse durch den Dritten rechtliche Probleme bereiten.

a) Auskunftsansprüche des Anlegers

Die Bank wird bei Erwerb und Verwahrung eines Anlageprodukts im Kundeninteresse tätig. Bereits aus allgemeinen zivilrechtlichen Grundsätzen folgt hieraus, dass sie dem Kunden gegenüber zur Rechenschaft verpflichtet ist. Bestimmte Transparenzvorschriften des WpHG stützen dies zusätzlich. Fraglich ist jedoch, ob sich hieraus Informationspflichten herleiten lassen, die – entsprechend der Option „Buchungsdaten“ – eine verbrauchergerechte umfassende periodische Information zum Gegenstand haben. Dabei ist aus rechtlicher Sicht zwischen den Rechtsverhältnissen zu unterscheiden, die zwischen Kreditinstitut und Anleger einerseits anlässlich des Erwerbs eines Finanzprodukts (in der Regel ein Finanzkommissionsvertrag) und andererseits anlässlich der Verwahrung (der Depotvertrag) zustande kommen.

Auskunftsanspruch gegen den Finanzkommissionär

Gemäß § 31 Abs. 8 WpHG sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, ihren Kunden in geeigneter Form über die ausgeführten Geschäfte oder die erbrachte

Finanzportfolioverwaltung zu berichten. Dies betrifft insbesondere Kreditinstitute, die das Finanzkommissionsgeschäft, d. h. die Anschaffung oder Veräußerung von Finanzinstrumenten im eigenen Namen für fremde Rechnung (Wertpapierdienstleistung nach § 2 Abs. 3 Nr. 1 WpHG), betreiben (§ 2 Abs. 4 WpHG). Diese Berichtspflichten werden durch § 8 der Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV) inhaltlich konkretisiert:

§ 8 Berichtspflichten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens nach § 31 Abs. 8 des Wertpapierhandelsgesetzes über die Ausführung von Aufträgen

(1) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat dem Kunden unverzüglich nach Ausführung des Auftrags auf einem dauerhaften Datenträger die wesentlichen Informationen über die Ausführung des Auftrags zu übermitteln.

(2) Einem Privatkunden ist vorbehaltlich des Absatzes 3 unverzüglich, spätestens am ersten Geschäftstag nach der Ausführung des Auftrags oder, sofern das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Bestätigung der Ausführung von einem Dritten erhält, spätestens am ersten Geschäftstag nach Eingang dieser Bestätigung auf einem dauerhaften Datenträger eine Bestätigung der Auftragsausführung zu übermitteln. Die Bestätigung muss, soweit relevant, die folgenden Angaben enthalten:

1. Name des Unternehmens, welches die Auftragsausführung bestätigt,
2. Name oder sonstige Bezeichnung des Kunden,
3. Handelstag,
4. Handelszeitpunkt,
5. Art des Auftrags,
6. Ausführungsplatz,
7. Finanzinstrument,
8. Kauf-/Verkauf-Indikator,
9. Wesen des Auftrags, falls es sich nicht um einen Kauf- oder Verkaufsauftrag handelt,
10. Menge,
11. Stückpreis; bei tranchenweiser Ausführung des Auftrags darf das Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Preis für die einzelnen Tranchen oder den Durchschnittspreis übermitteln; bei Angabe eines Durchschnittspreises hat es einem Privatkunden auf Wunsch den Preis der einzelnen Tranchen zu übermitteln,
12. Gesamtentgelt,
13. Summe der in Rechnung gestellten Provisionen und Auslagen sowie auf Wunsch des Privatkunden eine Aufschlüsselung nach Einzelposten,
14. Obliegenheiten des Kunden in Zusammenhang mit der Abwicklung des Geschäfts unter Angabe der Zahlungs- oder Einlieferungsfrist sowie der jeweiligen Konten, sofern diese Angaben und Aufgaben dem Kunden nicht bereits früher mitgeteilt worden sind, und
15. einen Hinweis entsprechenden Inhalts für den Fall, dass die Gegenpartei des Kunden das Wertpapierdienstleistungsunternehmen selbst oder eine Person der Gruppe, der das Wertpapierdienstleistungsunternehmen angehört, oder ein anderer Kunde des Wertpapierdienstleistungsunternehmens war, es sei denn, der Auftrag wurde über ein Handelssystem ausgeführt, das den anonymen Handel erleichtert.

Die Bestätigung kann unter Verwendung von Standardcodes erfolgen, wenn eine Erläuterung der verwendeten Codes beigefügt wird. Satz 1 ist nicht anzuwenden, wenn die Bestätigung der Auftragsausführung die gleichen Informationen enthalten würde wie eine Bestätigung, die dem Privatkunden unverzüglich von einer anderen Person zuzusenden ist.

[...]

(4) Unbeschadet der Absätze 1 bis 3 ist das Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, den Kunden auf Wunsch über den Stand der Ausführung seines Auftrags zu informieren.

(5) Ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, welches regelmäßig Aufträge von Privatkunden über Investmentanteile ausführt, muss dem Privatkunden entweder eine Bestätigung nach Absatz 2 Satz 1 bis 3 übermitteln oder ihm mindestens alle sechs Monate die in Absatz 2 Satz 2 Nr. 1 bis 15 genannten Informationen über die betreffenden Geschäfte übermitteln.

[...]

Nach geltendem Recht bestehen daher umfangreiche Informationsansprüche des Anlegers gegen seine Bank beim Erwerb eines Finanzinstruments. Diese Berichtspflichten beziehen sich allerdings nur auf die einzelne Transaktion. Auch wenn die ausführende Bank meist gleichzeitig die Depotbank ist, muss aus rechtlicher Sicht zwischen der Anschaffung und dem Verkauf des Wertpapiers auf der einen Seite und der Verwahrung des Wertpapiers auf der anderen unterschieden werden. Zwar könnte der Anleger sich mit den Informationen des Finanzkommissionärs (mit Ausnahme der Depotkosten) eine Transaktionshistorie zusammensuchen. Eine regelmäßige periodische Übermittlung von Daten lässt sich *de lege lata* aber nicht fordern.

Auskunftsanspruch gegen die Depotbank

Vertragliche Ansprüche aus dem Depotvertrag

Der Depotvertrag ist ein gemischttypischer Vertrag, der Elemente eines Verwahrungsvertrages und einer Geschäftsbesorgung mit dienstvertraglichem Inhalt aufweist.³³⁸ In diesem Rahmen ist die Depotbank gem. §§ 675 Abs. 1, 666, 259 Abs. 1 BGB zur Information und Rechenschaft verpflichtet. § 259 Abs. 1 BGB verlangt eine geordnete Zusammenstellung der Einnahmen oder Ausgaben und ggf. die Vorlage von Belegen. Inhalt und Umfang der Pflichten sind in diesen Vorschriften im Einzelnen nicht konkretisiert, sondern ergeben sich nach Auffassung der Rechtsprechung – soweit besondere Abreden fehlen – jeweils aus dem konkreten Rechtsverhältnis unter Berücksichtigung von Treu und Glauben und der Verkehrssitte (§ 242) und den Umständen des Einzelfalles.³³⁹ Für den Girovertrag hat der BGH den Rechnungslegungsanspruch dahin gehend konkretisiert, dass das Kreditinstitut dem Kunden über den Stand des Kontos Kontoauszüge zu erteilen habe, die fortlaufend alle Änderungen wiedergeben.³⁴⁰ Im Übrigen muss die Rechnungslegung *vollständig, richtig, verständlich* und *nachprüfbar* sein.³⁴¹ Der Auskunftspflichtete ist daher zur zweckmäßigen und übersichtlichen und daher verständlichen Aufgliederung der Einnahme- und Ausgabeposten verpflichtet.³⁴²

³³⁸ Benicke, Wertpapiervermögensverwaltung, S. 32; Schwintowski, Bankrecht, 3. Aufl. 2011, § 14 Rn. 7 (Anmerkung: Im folgenden Abschnitt weicht die Notation der Fußnoten leicht vom übrigen Bericht ab, da wir uns an dieser Stelle an der gängigen juristischen Praxis orientieren).

³³⁹ BGH v. 4.7.1985 (III ZR 144/84), NJW 1985, 2699, 2699 m.w.N.

³⁴⁰ BGH v. 4.7.1985 (III ZR 144/84), NJW 1985, 2699, 2699.

³⁴¹ RGZ 53, 252, 254; RGZ 100, 150, 152; RGZ 127, 243, 244; Seiler in Münchener Kommentar BGB, 5. Aufl. (2007), § 259 Rn. 23

³⁴² BGH v. 23.11.1981 (VIII ZR 298/80), NJW 1982, 573, 574 (zur Mietnebenkostenabrechnung); BGH v. 4.7.1985 (III ZR 144/84), NJW 1985, 2699, 2699 (zum Girovertrag); ferner Krüger in Münchener Kommentar BGB, 5. Aufl. (2009), § 666 Rn. 8.

Der Inhalt des Rechnungslegungsanspruchs wird ferner durch die einbezogenen AGB konkretisiert.³⁴³ In der depotgeschäftlichen Praxis sind insbesondere die „Sonderbedingungen für das Wertpapiergeschäft“ (SoBedWp) von Bedeutung.³⁴⁴ In Nr. 13 der Sonderbedingungen ist die Pflicht normiert, einmal jährlich einen Depotauszug an den Kunden zu versenden:

Nr. 13 Depotauszug.

Die Bank erteilt mindestens einmal jährlich einen Depotauszug.

Die Vorschrift spezifiziert den individuellen Rechnungslegungsanspruch dahin gehend, dass die Rechnungslegung mindestens einmal jährlich zu erfolgen hat.³⁴⁵ Sie enthält aber keine Vorgaben für Form und Inhalt. Individualabsprachen über eine unterjährige Zusendung von Depotauszügen zwischen der Depotbank und dem Kunden bleiben unberührt, sind aber unüblich.³⁴⁶

Depot-Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamts für Kreditwesen

Mit dem Inhalt des Depotauszugs befasst sich jedoch die Bekanntmachung über die Anforderungen an die Ordnungsmäßigkeit des Depotgeschäfts und der Erfüllung von Wertpapierlieferverpflichtungen vom 21.12.1998 des Bundesaufsichtsamts für Kreditwesen (Depot-Bek.).³⁴⁷ Nach Ziff. 11 Abs. 1 Depot-Bek. ist das Depot mindestens einmal jährlich mit den Depotkunden durch Übersendung von Depotauszügen abzustimmen. Die Information hat grundsätzlich schriftlich zu erfolgen. Nach einem Schreiben der BaFin an den Zentralen Kreditausschuss vom 2.12.2003³⁴⁸ können ausnahmsweise Online-Banken und Online-Broker unter bestimmten Bedingungen den Depotauszug auch elektronisch durch Ablage in den Online-Postkorb des Kunden versenden. Die elektronische Form des Auszugs muss dann nutzerfreundlich sein und in transparenter Form alle für die Depotabstimmung erforderlichen Informationen enthalten (vgl. Ziff. 7 des Schreibens).

Ziff. 11 Abs. 2 Depot-Bek. regelt den genauen Inhalt des Auszugs. Der Wortlaut der Bestimmung lautet:

Aus den Depotauszügen muß der Bestand des Depots zum Abstimmungstag einwandfrei zu entnehmen sein. In den Depotauszügen sind die dem Kreditinstitut anvertrauten Wertpapiere einzeln mit ihrem Nennbetrag oder der Stückzahl, der genauen Bezeichnung der Wertpapierart einschließlich der Angabe ihrer Merkmale (Serie, Gruppe, Reihe usw.) und der Verwahrungsort

³⁴³ Zwar enthalten §§ 675 Abs. 1, 666 BGB im Grundsatz dispositives Recht. Ein vollständiger Ausschluss durch AGB wird jedoch gegen § 307 Abs. 2 BGB verstoßen, vgl. *Krüger* in Münchener Kommentar BGB, 5. Aufl. (2009), § 666 Rn. 18 m. w. N.

³⁴⁴ *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Hdb., 3. Aufl. 2007, § 72 Rn 4; *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung, 3. Aufl. (2011), S. 32.

³⁴⁵ *Klanten* in Fischer/Klanten, Bankrecht, 4. Aufl. (2010), Rn. 11.375.

³⁴⁶ *Schwintowski*, Bankrecht, 3. Aufl. 2011, § 14 Rn. 71.

³⁴⁷ Abrufbar auf www.bafin.de und abgedruckt in Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Rn. 8/376.

³⁴⁸ GZ. WA 32 0660, abrufbar auf www.bankenverband.de und abgedruckt in BdB-Info III Nr. 1/2004.

aufzuführen. Bei der Sammelverwahrung ist nach Haussammeldepot und Girosammeldepot zu unterscheiden. Aus der Angabe der Verwahrungsart im Depotauszug muß für den Hinterleger eindeutig erkennbar sein, in welcher Weise er Eigentum an den Wertpapieren besitzt. Schuldrechtliche Ansprüche auf Lieferung von Wertpapieren, die im Verwahrungsbuch des Kreditinstituts verbucht sind, müssen in den Depotauszügen aufgeführt und als solche gekennzeichnet werden. Aus den Depotauszügen müssen alle wesentlichen Einzelheiten über die Art der Stücke, wie z.B. nur Mäntel, nur Bögen, Namensaktien mit prozentualer Einzahlung und plus bzw. minus Zession, verlorste Stücke usw. ersichtlich sein. Unterliegen die Wertpapiere besonderen Sperren, z.B. nach devisenrechtlichen oder anderen Vorschriften, so muß dies aus den Depotauszügen ersichtlich sein. In den Depotauszügen des Drittverwahrers ist ferner anzugeben, ob die Wertpapiere im Eigendepot A, im Pfanddepot C oder in einem mit der betreffenden Kundennummer näher zu bezeichnenden Sonderpfanddepot ruhen. Sind die Wertpapiere inländischen Kreditinstituten zur Drittverwahrung anvertraut, so ist die Angabe des Lagerortes nur dann erforderlich, wenn die Wertpapiere auf Weisung des Hinterlegers einem bestimmten dritten Kreditinstitut übergeben worden sind. Im Ausland angeschaffte und dort verwahrte Wertpapiere sind in den Depotauszügen wie in den Verwahrungsbüchern als Posten der Wertpapierrechnung unter Angabe des Lagerlandes auszuweisen.

Inhaltlich sind damit vor allem Informationen zum Bestand des Depots sowie den rechtlichen Beziehungen des Depotinhabers zu den verwahrten Wertpapieren geschuldet.

Rechtlich handelt es sich bei der Bekanntmachung um eine Verwaltungsvorschrift, die sich an die Depotprüfer richtet, den Banken gegenüber aber keine unmittelbare Außenwirkung entfaltet.³⁴⁹ Auf welcher gesetzlichen Grundlage die Bestimmung beruht, ist unklar. *Klanten* sieht in Nr. 11 Depot-Bek. eine Spezifikation der geschäftsbesorgungsvertraglichen Rechenschaftspflicht.³⁵⁰ Dies ist problematisch, da vertragliche Vereinbarungen nicht zum Prüfungsumfang der Depotprüfung gehören (vgl. § 70 PrüfVO³⁵¹). Teilweise wird eine derartige Rechtspflicht auch aus § 14 DepotG abgeleitet, was an den Wortlaut des § 14 DepotG stößt, der sich lediglich mit dem Verwahrungsbuch des Verwahrers befasst.³⁵² Da der Bekanntmachung in der Praxis gefolgt wird, ließe sich mittlerweile vertreten, dass diese Praxis die Verkehrssitte im Rahmen der Inhaltsbestimmung bei § 259 BGB spezifiziert.

§ 31 Abs. 8 WpHG

Anwendung könnte ferner die auch für den Finanzkommissionär geltende Informationspflicht gem. § 31 Abs. 8 WpHG i. V. m. § 8 WpDVerOV finden (siehe oben S. 219). Der persönliche Anwendungsbereich der §§ 31 Abs. 8 WpHG, 8 WpDVerOV umfasst alle Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Dies umfasst auch ein Kreditinstitut, das das Depotgeschäft (Wertpapiernebenleistung nach § 2 Abs. 3a Nr. 1 WpHG) erbringt, sofern es zugleich Wertpapierdienstleistungen gem. § 2 Abs. 3 WpHG betreibt (§ 2 Abs. 4

³⁴⁹ *Lenenbach*, Kapitalmarktrecht, Rn. 6.6 (Fn. 7); *Decker* in Hellner/Steuer, Bankrecht und Bankpraxis, Rn. 8/325.

³⁵⁰ *Klanten* in Fischer/Klanten, Bankrecht, 4. Aufl. (2010), Rn. 11.375.

³⁵¹ Verordnung über die Prüfung der Jahresabschlüsse der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute sowie die darüber zu erstellenden Berichte vom 17.12.1998 (Prüfberichtsverordnung), abrufbar auf www.bafin.de.

³⁵² Vgl. www.wirtschaftslexikon24.net/d/depotauszug/depotauszug.htm.

WpHG). Die Berichtspflichten umfassen aber sachlich nur die „ausgeführten Geschäfte“ und scheinen vom Wortlaut keine periodischen Berichtspflichten im Rahmen eines Dauerschuldverhältnisses (wie dem Depotgeschäft) zu tragen. Dies wird durch § 8 WpDVerOV bestätigt, der auf das Finanzkommissionsgeschäft ausgerichtet ist. Als Dauerschuldverhältnis umfasst § 9 WpDVerOV nur die Finanzportfolioverwaltung.

§ 34a Abs. 3 WpHG

§§ 34a Abs. 3 WpHG, 9a WpDVerOV, der ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, jedem Kunden mindestens einmal jährlich auf einem dauerhaften Datenträger eine Aufstellung der Gelder und Finanzinstrumente zu übermitteln, die für ihn verwahrt werden, findet auf Kreditinstitute, die eine Erlaubnis für das Depotgeschäft haben, keine Anwendung (vgl. § 34a Abs. 1 und Abs. 2 WpHG).

Gesetzliche Neuschaffung von Auskunftsansprüchen

Es bestehen daher schon nach geltendem Recht umfangreiche Auskunftsansprüche. Diese beziehen sich allerdings allein auf das Erwerbsgeschäft. Soweit ein Kreditinstitut in seiner Funktion als Depotbank zur periodischen Auskunft verpflichtet ist, beschränkt sich der Umfang prinzipiell auf den Bestand des Depots sowie die rechtlichen Beziehungen des Depotinhabers zu den verwahrten Wertpapieren. Zum Zwecke der Analyse der historischen Performance des Depots dürften diese Informationen nicht ausreichend sein.

Wollte man Inhalt und Form der periodischen Berichtspflichten der Depotbank anderweitig festlegen, wäre es problematisch, dies rechtlich allein durch eine Änderung der Verwaltungspraxis der BaFin (z. B. durch ein neues Schreiben) durchzusetzen, da unklar ist, ob/welche gesetzliche(n) Vorschrift(en) die Änderungen decken würden (siehe oben S. 222).

Auch eine bloße Änderung der Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV) erscheint problematisch, da die Verordnungsermächtigung (§ 31 Abs. 11 WpHG) nur die Information über einzelne Geschäfte (vgl. § 31 Abs. 8 WpHG), nicht aber die dauerhafte Verwahrung von Wertpapieren zu erfassen scheint (siehe oben S. 223).

Empfehlenswert erschiene stattdessen die Einführung einer expliziten gesetzlichen Vorschrift im Rahmen der §§ 31 ff. WpHG oder die Erweiterung des § 31 Abs. 11 WpHG als entsprechende Ermächtigungsgrundlage für Pflichten nach dem Vorbild der §§ 8-9 WpDVerOV, die für das Depotgeschäft gelten würden (wegen der Einzelheiten im Hinblick auf Rechtsfolgensystem und rechtliche Grenzen siehe unten S. 236 ff.).

Exkurs: Europäische Rechtsentwicklung

PRIPs-Initiative der Europäischen Kommission

Im April 2009 startete die Kommission eine Initiative zur Harmonisierung des Rechtsrahmens für Anlageprodukte für Kleinanleger (sog. Packaged Retail Investment Products oder PRIPs).³⁵³ Sie soll das Problem adressieren, dass der europäische Rechtsrahmen zum Anlegerschutz hinsichtlich Produkttransparenz, Vertrieb und Beratung je nach Rechtsform und Vertriebskanal eines Retail-Anlageprodukts unterschiedlich ausgestaltet ist. Mit dem Reformvorhaben strebt die Kommission eine kohärente Regelung von Informationspflichten und Vertriebspraktiken auf europäischer Ebene an, die nicht davon abhängt, wie ein Produkt gestaltet ist oder wie es vertrieben wird, wobei allerdings ein Maximum an Produkttransparenz und Beratungsqualität sichergestellt werden soll.³⁵⁴ PRIPs sollen insbesondere Anlagefonds, Lebensversicherungen, strukturierte Wertpapiere für Kleinanleger und strukturierte Termineinlagen umfassen. Eine abschließende Definition soll unterbleiben, um auch gleichartige neue Anlageprodukte zu umfassen.

Regelungstechnisch soll die Harmonisierung des Rechtsrahmens durch einen horizontalen Ansatz erreicht werden: Anlegerinformationspflichten sollen für alle Unternehmen gelten, die Standardanlageprodukte für Privatanleger auflegen. Ziel soll das höchstmögliche Maß an Harmonisierung und Standardisierung der grundlegenden Anlegerinformation sein, um Produktvergleiche zu ermöglichen. Inhaltlich soll die UCITS- bzw. OGAW-Richtlinie als Maßstab gelten.³⁵⁵ Ferner sollen Vertriebspraktiken einheitlich für alle Anbieter geregelt werden, die Anlageprodukte für Kleinanleger vertreiben, unabhängig davon, ob sie dabei als Intermediär auftreten oder die Produkte selbst auflegen. Hier sollen inhaltlich die Wohlverhaltensregeln der MiFID-Richtlinie als Vorlage dienen.³⁵⁶

³⁵³ Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat (Anlageprodukte für Kleinanleger) vom 30.4.2009, KOM(2009) 204, abrufbar auf <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0204:FIN:DE:PDF>.

³⁵⁴ Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat (Anlageprodukte für Kleinanleger) vom 30.4.2009, KOM(2009) 204, S. 2, abrufbar auf <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0204:FIN:DE:PDF>.

³⁵⁵ Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat (Anlageprodukte für Kleinanleger) vom 30.4.2009, KOM(2009) 204, S. 11, abrufbar auf <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0204:FIN:DE:PDF>.

³⁵⁶ Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament und den Rat (Anlageprodukte für Kleinanleger) vom 30.4.2009, KOM(2009) 204, S. 12, abrufbar auf <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0204:FIN:DE:PDF>.

Im Dezember 2010 startete die Kommission eine Konsultation zur PRIPs-Initiative.³⁵⁷ Die Frist für Stellungnahmen ist im Februar 2011 abgelaufen. Neue Dokumente lagen bis Ende August 2011 nicht vor. Eine Intensivierung des Anlegerschutzes über die geltenden Standards des jeweils führenden Sektors ist mit der PRIPs-Initiative jedoch prinzipiell nicht geplant.

MiFID-Review

Im Dezember 2010 leitete die Kommission zudem eine Konsultation zur Revision der MiFID-Richtlinie ein. Teil der Konsultation ist auch eine Überprüfung der Wohlverhaltenspflichten, insbesondere auch der Informationspflichten, die Wertpapierdienstleistungsunternehmen vor und nach der Durchführung einer Wertpapierdienstleistung gegenüber Anlegern treffen.³⁵⁸ Zwar seien allgemeine Informationspflichten betreffend die Auftragsausführung bereits Gegenstand der MiFID-Richtlinie in ihrer jetzigen Form (vgl. Art. 19 Abs. 8). Die Kommission stellt in der Konsultation jedoch zusätzlich zur Diskussion, inwieweit Anleger nach erfolgter Anlageberatung auch im Zeitraum danach erwarten dürfen, von ihrem Wertpapierdienstleistungsunternehmen beraten zu werden. Teil des Änderungsvorschlags ist eine Vorschrift, wonach ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet werden soll, regelmäßig (zumindest alle sechs Monate) den Anleger über den Marktwert (oder, falls ein solcher nicht besteht, über den *fair value*) und die Entwicklung des empfohlenen Finanzinstruments zu informieren.

Im Original lautet der Vorschlag:³⁵⁹

- 3) The Commission services consider that, as a consequence of the provision of advice, investors could expect, or could be able to require, a longer term assistance from intermediaries providing the service. Therefore:
 - a) The firm would be required to report regularly – at least every six months - to the client about the market value (or the fair value when the market value is not available) and the performance of the financial instruments recommended to the client, except in the case of complex products where the reporting could be quarterly (see section 7.2.3 below). In addition, the firm would in any case report when material modifications in the situation of the financial instruments recommended to the client occur;
 - b) The firm would request the client, on an annual basis, to update the information concerning his personal circumstances. If the client refuses to do so, the firm would be allowed to assume that the initial circumstances are still unchanged; and

³⁵⁷ Consultation by Commission Services on legislative steps for the Packaged Retail Investment Products initiative, abrufbar auf

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/prips/consultation_paper_en.pdf.

³⁵⁸ European Commission, Public Consultation – Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) vom 8. Dezember 2010, S. 54, abrufbar auf

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf.

³⁵⁹ European Commission, Public Consultation – Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) vom 8. Dezember 2010, S. 57, abrufbar auf

http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mifid/consultation_paper_en.pdf; Hervorh. d. Verf.

c) The firm would confirm, at least on an annual basis that, based on the evolution of the financial instruments initially recommended and of the personal circumstances of the client, those instruments are still suitable to the client's personal situation, including in terms of risk diversification of his overall investments.

Die Vorlage eines Legislativvorschlags auf Grundlage der Konsultation war für das Frühjahr 2011 geplant. Bis Ende August 2011 hatte die Kommission noch keine weiteren Dokumente veröffentlicht.

b) Gesetzliche Grenzen in Bezug auf die Weitergabe und Auswertung der Kundeninformationen

Die Ermittlung einer Risiko- und Renditekennzahl setzt die Weitergabe sowie die Auswertung der Portfolioinformationen des Anlegers voraus. Die Auswertung von Daten einer Person durch Dritte hat regelmäßig eine datenschutzrechtliche Relevanz, wobei zwischen folgenden Konstellationen unterschieden werden kann:

- Der Anleger bekommt seine Portfolio-Daten von seiner Bank übermittelt und reicht sie selbst an eine dritte – private oder öffentliche – Stelle weiter. Dort werden seine Daten ausgewertet und ihm seine daraus ermittelte Risiko- und Renditekennzahl bekannt gegeben.
- Die Bank übermittelt die Portfolio-Daten ihrer Kunden unmittelbar an die private oder öffentliche Stelle weiter.

Inwieweit diese Fälle datenschutzrechtlich problematisch sind, bestimmt sich vor allem nach dem Bundesdatenschutzgesetz (BDSG). Das BDSG dient dem Schutz der informationellen Selbstbestimmung des Einzelnen im Privatrechtsverkehr. Es schützt vor Beeinträchtigungen des Persönlichkeitsrechts durch den Umgang Dritter mit personenbezogenen Daten (§ 1 BDSG).

Konstellation 1: Weitergabe durch den Verbraucher

Übergibt der Verbraucher seine Portfolioinformationen zwecks Analyse selbst einer privaten oder öffentlichen Stelle, entscheidet er selbst über die Art und den Umfang der Verwendung seiner Daten. Sein Selbstbestimmungsrecht in Bezug auf seine persönlichen Daten ist dabei gewahrt, sodass es eines besonderen Schutzes in diesem Falle nicht bedarf.

Konstellation 2: Weitergabe durch das Kreditinstitut

Will dagegen ein Kreditinstitut Daten seines Kunden direkt an private oder öffentliche Stellen zur Auswertung weitergeben, stellt sich die Frage, ob und inwieweit dies datenschutzrechtlich zulässig sein kann. Die Datenverwendung von Verbrauchern durch Dritte steht unter einem

Verbot mit Erlaubnisvorbehalt (§ 4 Abs. 1 BDSG). Wenn es daher um die Weitergabe von Daten des Anlegers durch seine Bank an eine dritte Stelle geht, muss diese Datenverwendung also durch eine besondere Legitimationsgrundlage gedeckt sein.

Als Ermächtigungsgrundlage kommt zunächst § 28 Abs. 1 BDSG in Betracht. Danach ist das Erheben, Speichern, Verändern oder Übermitteln personenbezogener Daten oder ihre Nutzung als Mittel für die Erfüllung eigener Geschäftszwecke zulässig,

1. wenn es für die Begründung, Durchführung oder Beendigung eines rechtsgeschäftlichen oder rechtsgeschäftsähnlichen Schuldverhältnisses mit dem Betroffenen erforderlich ist,
2. soweit es zur Wahrung berechtigter Interessen der verantwortlichen Stelle³⁶⁰ erforderlich ist und kein Grund zu der Annahme besteht, dass das schutzwürdige Interesse des Betroffenen an dem Ausschluss der Verarbeitung oder Nutzung überwiegt, oder
3. wenn die Daten allgemein zugänglich sind oder die verantwortliche Stelle sie veröffentlichen dürfte, es sei denn, dass das schutzwürdige Interesse des Betroffenen an dem Ausschluss der Verarbeitung oder Nutzung gegenüber dem berechtigten Interesse der verantwortlichen Stelle offensichtlich überwiegt.

Bei der Erhebung personenbezogener Daten sind die Zwecke, für die die Daten verarbeitet oder genutzt werden sollen, konkret festzulegen.

Ferner ist die Übermittlung oder Nutzung für einen anderen Zweck zulässig, soweit es zur Wahrung berechtigter Interessen eines Dritten erforderlich ist.

Die Bewertung der Qualität der Beratungsleistung durch von der Bank unabhängige private oder öffentliche Stellen dient nicht unmittelbar zur Begründung, Durchführung oder Beendigung eines Beratungsvertrages, sodass § 28 Abs. 1 Nr. 1 BDSG keine ausreichende Ermächtigung für die Datenerhebung und -verarbeitung darstellt. § 28 Abs. 1 Nr. 2 BDSG erlaubt die Datenverarbeitung aber auch zur Wahrung berechtigter Interessen der verantwortlichen Stelle, in diesem Fall also des Beraters bzw. des Bankinstituts. Wenn der Anleger mittels der ausgewerteten Daten die Güte der Beratungsleistung feststellen und daraus seinen eigenen Nutzen ableiten kann, dann kann es im Interesse des Beraters liegen, diesen Kundennutzen seiner Beratungsleistung transparent zu machen bzw. machen zu lassen. Denn kann er nach außen den guten Standard seiner Beratungsqualität dokumentieren, verschafft ihm dies einen Wettbewerbsvorteil, der seinerseits ein berechtigtes Interesse darstellen kann. Wenn die Datenverarbeitung zugleich dazu dient, dem Kunden eine objektive Einschätzung über die Beratungsqualität zu geben, dürften auch grundsätzlich keine schutzwürdigen Interessen des Anlegers einer Verarbeitung entgegenstehen. Gegebenenfalls wäre dies im BDSG klarzustellen.

³⁶⁰ § 28 Abs. 7 BDSG: Verantwortliche Stelle ist jede Person oder Stelle, die personenbezogene Daten für sich selbst erhebt, verarbeitet oder nutzt oder dies durch andere im Auftrag vornehmen lässt.

Möglich ist auch, dass der Anleger der Weitergabe seiner Daten in Form der Einwilligung nach § 4a BDSG zustimmt. Dies ist insbesondere deshalb denkbar, da die Datenauswertung auch im Interesse des Anlegers liegt.

Datenschutzrelevanz im Hinblick auf Kreditinstitute

Problematisch ist ferner, ob die Übermittlung von Kundendaten für das Kreditinstitut datenschutzrechtlich relevant sein könnte. Das Problem würde jedenfalls dann virulent, wenn sich durch Art und Zahl der übermittelten Informationen Rückschlüsse auf die Anlagestrategie der jeweiligen Bank ziehen ließen. Jedoch schützt das BDSG nur natürliche Personen. Juristische Personen und Personenmehrheiten sind vom persönlichen Schutzbereich des Gesetzes ausgenommen.³⁶¹ Das ergibt sich aus § 3 BDSG, der die Verarbeitung personenbezogener Daten unter den Schutz des Gesetzes stellt. Personenbezogene Daten aber sind nach der Definition des Gesetzes Einzelangaben über persönliche oder sachliche Verhältnisse einer bestimmten oder bestimmbaren natürlichen Person (§ 3 Abs. 1 BDSG).

c) Gesetzliche Grenzen in Bezug auf die Veröffentlichung der Ergebnisse

Zuletzt stellt sich die Frage, ob der Veröffentlichung der Ergebnisse des Auswertungsvorganges rechtliche Grenzen gesetzt sind. Während die Übermittlung der individuellen Ergebnisse an den Anleger rechtlich unproblematisch sein dürfte, könnte insbesondere die Veröffentlichung von Durchschnitts- oder Vergleichszahlen bezogen auf bestimmte Anlageberater problematisch sein.

§ 34b WpHG

Denkbar wäre, dass auf einen externen Anbieter, der die Daten verarbeitet, § 34b WpHG Anwendung findet, wonach für die Veröffentlichung besonders strenge Standards gelten würden. Sachlich ist § 34b WpHG auf Finanzanalysen anwendbar. Eine Finanzanalyse wird durch drei Tatbestandsmerkmale definiert. Es muss sich (1) um eine Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten handeln, die (2) eine Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthält und (3) an einen unbestimmten Personenkreis gerichtet werden soll (§ 34b Abs. 1 Satz 1 WpHG).

Allerdings ist unwahrscheinlich, dass die Ermittlung/Angabe einer Kundennutzenkennzahl unter § 34b Abs. 1 WpHG fallen würde. Zum einen enthält die Zahl keine Information über ein Finanzinstrument, sondern das Verhältnis von Wertentwicklung und z. B. Kosten der Verwahrung. Ferner wird in der Kennzahl keine Empfehlung für einen Kauf oder Verkauf der

³⁶¹ OLG Karlsruhe v. 2.12.1986 (12 U 43/86), juris; Kühling/Seidel/Sivridis, Datenschutzrecht, 2. Aufl. (2011), S. 79; zum Schutz des Betriebs- und Geschäftsgeheimnisses siehe unten S. 29.

Finanzanlage enthalten sein. So fällt die reine Informationsvermittlung ohne Bewertung der Anlage (z. B. Wiedergabe von Charts, Beschreibung von Unternehmen, Beurteilung von vergangenen Ereignissen, Transaktionen oder Kursentwicklungen ohne Stellungnahme zum gegenwärtigen oder künftigen Kurs oder Wert) nicht unter den Begriff der Finanzanalyse.³⁶² Ferner hinge es von der gewählten Form der Veröffentlichung ab, ob und welche Ergebnisse einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden. Sollten Ergebnisse veröffentlicht werden, ist jedoch unwahrscheinlich, dass es sich dabei um anlage- oder emittentenbezogene Informationen handelt, sondern eher um eine Bewertung der Depotbank.

Wettbewerbsrechtliche Grenzen

Die Veröffentlichung der Ergebnisse könnte ferner aus wettbewerbsrechtlichen Gründen problematisch sein (vgl. z. B. §§ 4 Nr. 7, 6 UWG). Eine relevante Unterscheidung in diesem Rahmen ist insbesondere, ob die Ermittlung der Kennzahlen von einem anderen Kreditinstitut (einem potenziellen Wettbewerber um Kunden bzw. Kundengelder) oder einem unabhängigen Institut (z. B. einem Verbraucherverband) durchgeführt wird.

Voraussetzung für die Anwendung der Vorschriften des UWG ist das Vorliegen einer „geschäftlichen Handlung“. Eine geschäftliche Handlung ist jedes Verhalten einer Person zugunsten des eigenen oder eines fremden Unternehmens vor, bei oder nach einem Geschäftsabschluss, das mit der Förderung des Absatzes oder des Bezugs von Waren oder Dienstleistungen oder mit dem Abschluss oder der Durchführung eines Vertrags über Waren oder Dienstleistungen objektiv zusammenhängt (§ 2 Abs. 2 Nr. 1 UWG). Dabei unterschied die Rechtsprechung jedenfalls zur Rechtslage vor der UWG-Novelle³⁶³ zwischen:

- Warentests, die den Verbraucher möglichst objektiv und unabhängig über das Waren- und Leistungsangebot auf dem Markt unterrichten sollen, die angebotenen Waren und Leistungen nach verbraucherorientierten und praxisnahen Gesichtspunkten prüfen und kategorisieren und so dem Verbraucher Entscheidungshilfe geben sollen (öffentliche Warentests); und
- Werblichen Warenvergleichen, die der Hervorhebung des eigenen Angebots dienen.

³⁶² Fuchs in Fuchs, Kommentar zum WpHG (2009), § 34b Rn. 23.

³⁶³ Vgl. Köhler in Köhler/Bornkamm, Kommentar zum UWG, 29. Aufl. (2011), § 2 Rn. 6.

Erstere seien nicht als geschäftliche Handlung zu qualifizieren, da der Veranstalter des Tests nicht mit dem Ziel handle, den eigenen oder fremden Wettbewerb zu fördern. Es fehle daher an der Wettbewerbsabsicht und §§ 3 ff. UWG wären regelmäßig nicht anwendbar.³⁶⁴

Es liegt daher nahe, die Auswertung durch einen unabhängigen Dritten (z. B. ein Verbraucherverband), dessen primärer Fokus auf die Verbraucherinformation gerichtet ist, wie öffentliche Warentests zu behandeln und entsprechend aus dem Anwendungsbereich des UWG auszunehmen. Bei einem Konkurrenzunternehmen wäre dies problematischer. Es könnte argumentiert werden, dass ein Konkurrenzunternehmen, das auf der Basis vorgegebener objektiver Kriterien eine Würdigung und Analyse der vom Kunden zur Verfügung gestellten Unterlagen vornimmt und diesen Bericht veröffentlicht, nicht in schädigender, den Konkurrenten herabwürdigender Absicht handelt. Andererseits könnte einem solchen Unternehmen allein aufgrund seiner Stellung als Konkurrent ein Interesse unterstellt werden, den Ruf der Depotbank bzw. den des Anlageberaters schädigen zu wollen, um die eigene Position am Markt dadurch mittelbar zu fördern. Im Hinblick auf öffentliche Warentests selbst ist nach ständiger Rechtsprechung des BGH eine Untersuchung erforderlich, die neutral, objektiv und sachkundig erfolgen muss sowie darüber hinaus vertretbar erscheinende Ergebnisse vorbringen muss.³⁶⁵ Hält sich die prüfende Bank an die Vorgaben des BGH, könnte eine rechtliche Gleichstellung mit Fällen der öffentlichen Warentests erwogen werden, allerdings ist stets zu bedenken, dass die prüfende Bank als Konkurrenzunternehmen mittelbare Vorteile aus den zu untersuchenden Unterlagen ziehen könnte. Dies ist selbst dann gegeben, wenn durch den reinen Akt der Veröffentlichung der Informationen keine Interessen der Depotbank nachteilig tangiert werden.

Insgesamt ist die exakte Abgrenzung zwischen Wettbewerbsabsicht und reinem Informationsinteresse schwierig und hängt vom Einzelfall ab. Rechtliche Unsicherheiten werden dadurch verschärft, dass unklar ist, ob die Kriterien der Rechtsprechung auch nach der UWG-Novelle 2008 fortgelten.³⁶⁶ Die Geltung des UWG läge jedenfalls bei der Veröffentlichung der Ergebnisse durch potenzielle Wettbewerber näher und müsste bei der Ausgestaltung eines entsprechenden Rahmens berücksichtigt werden. Eine diese Unsicherheiten beseitigende Regelung wäre daher zu empfehlen.

³⁶⁴ *Hasselblatt* in Gloy/Loschelder/Erdmann, Wettbewerbsrecht, 4. Aufl. (2010), § 60 Rn. 87 m.w.N.

³⁶⁵ BGH v. 9.12.1975 (VI ZR 157/73), GRUR 1976, 268, 271 f. – Warentest II.

³⁶⁶ Vgl. *Köhler* in Köhler/Bornkamm, Kommentar zum UWG, 29. Aufl. (2011), § 2 Rn. 6.

Zivilrechtliche Haftung (§§ 823, 824 BGB)

Neben der wettbewerbsrechtlichen Komponente wäre zudem zu bedenken, dass – abhängig von der Art der Veröffentlichung – möglicherweise zivilrechtliche Ansprüche der beratenden Bank gegen die veröffentlichende Stelle bestehen könnten. Als primäre Anspruchsgrundlagen kommen insbesondere § 824 und § 823 Abs. 1 BGB in Betracht.

In objektiver Hinsicht verlangt § 824 BGB das Verbreiten unwahrer Tatsachen, die dazu geeignet sind, den anderen in seiner Geschäftsehre zu beeinträchtigen. In subjektiver Hinsicht muss bei dem die Verletzungshandlung Vornehmenden zumindest fahrlässige Unkenntnis der Unwahrheit gegeben sein.³⁶⁷ § 824 Abs. 2 BGB stellt allerdings klar, dass nicht zwangsläufig jede unwahre Tatsache zum Schadensersatz berechtigt. Die Norm stellt dabei auf das berechnete Interesse ab. Dieses ist im Wege einer umfassenden Güter- und Interessenabwägung zu ermitteln.³⁶⁸ Dabei ist im Bereich der sachbezogenen öffentlichen Kritik eine restriktive Linie der Rechtsprechung zu erkennen. Grundsätzlich hat sich ein Gewerbetreibender eine der Wahrheit entsprechende Kritik gefallen zu lassen, auch wenn sie kritisch oder überzogen formuliert ist, solange nicht die Voraussetzungen der Schmähekritik erfüllt sind.³⁶⁹

Soweit es nicht um Tatsachen, sondern um Werturteile geht, kommt eine Haftung gem. § 823 Abs. 1 wegen Eingriffs in den eingerichteten und ausgeübten Gewerbebetrieb in Betracht. Im Rahmen des (offenen) Haftungstatbestandes ist zwischen dem Recht der Meinungs- und Pressefreiheit einerseits und dem Interesse des Betroffenen, nicht mit diskriminierenden Maßnahmen und schmähender Kritik überzogen zu werden, andererseits abzuwägen.³⁷⁰ Nur ausnahmsweise können daher wertende öffentliche Äußerungen untersagt werden. Wer sich mit seinen Waren oder Leistungen auf den Markt begibt, muss sich eine genaue Überprüfung und auch Kritik an seinem Angebot gefallen lassen, sofern diese sachlich geäußert wird und weder beleidigend noch unnötig diskriminierend wirkt.³⁷¹ Ausreichend ist das Bemühen um Richtigkeit, während das Testergebnis nicht sachlich richtig zu sein braucht.³⁷² Verlässt eine

³⁶⁷ Reichold in jurisPK BGB, 5. Aufl. (2010), § 824 Rn. 10.

³⁶⁸ BGH v. 9.12.1975 (VI ZR 157/73), GRUR 1976, 268, 270 – *Warentest II*; Reichold in jurisPK BGB, 5. Aufl. (2010), § 824 Rn. 35.

³⁶⁹ BGH v. 11.03.2008 (VI ZR 7/07), NJW 2008, 2110, 2115 (Rn. 29).

³⁷⁰ BGH v. 09.12.1975 (VI ZR 157/73), GRUR 1976, 268, 271 f. – *Warentest II*.

³⁷¹ Hasselblatt in Gloy/Loschelder/Erdmann, Wettbewerbsrecht, 4. Aufl. (2010), § 60 Rn. 103.

³⁷² BGH v. 17.06.1997 (VI ZR 114/96), GRUR 1997, 942, 943 – *Druckertest*; Hasselblatt in Gloy/Loschelder/Erdmann, Wettbewerbsrecht, 4. Aufl. (2010), § 60 Rn. 103 m.w.N.

kritische Testäußerung nicht den Boden sachlich gerechtfertigter Kritik, so ist sie nicht zu beanstanden und zulässig.³⁷³

Für die Abgrenzung von § 824 und § 823 Abs. 1 BGB ist die Einordnung als Tatsache bzw. Werturteil das primäre Kriterium. Als Tatsachen werden Vorgänge oder Zustände der Vergangenheit oder Gegenwart definiert, die sinnlich wahrnehmbar in die Wirklichkeit getreten und einer Überprüfung auf ihre Richtigkeit mit den Mitteln des Beweises zugänglich sind.³⁷⁴ Demgegenüber sind Werturteile durch eine subjektive Beziehung des sich Äußernden zum Inhalt seiner Aussage geprägt sowie durch Elemente der Stellungnahme und des Dafürhaltens gekennzeichnet und lassen sich deshalb nicht als wahr oder unwahr nachweisen.³⁷⁵ Liegt im Rahmen der Äußerung eine Vermischung von Tatsachenbehauptungen und Werturteilen vor, so bereitet die Einordnung in rechtstatsächlicher Hinsicht regelmäßig Schwierigkeiten. Nach ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) wie auch der Zivil- und Strafgerichte ist stets der Äußerungsschwerpunkt maßgeblich.³⁷⁶ Würdigungsgegenstand ist der objektive Erklärungswert der Aussage nach Auslegung, wobei jeweils auf die Umstände des Einzelfalls abzustellen ist.³⁷⁷

Im Rahmen öffentlicher Warentests durch die Stiftung Warentest stellte der BGH darauf ab, dass der Inhalt von Tests und Testberichterstattungen im Zweifelsfall keine Tatsachenbehauptung darstellt, sondern das Ergebnis einer Bewertung ist.³⁷⁸ Ähnlich beurteilte der BGH Bonitätsbeurteilungen, die durch eine Ziffer erfolgen und mit wertenden Einschätzungen der Zahlungsweise verbunden sind. Diese beruhten zwar auf Tatsachen, die Gewichtung im Nachhinein allerdings erfolge auf Basis bestimmter Bewertungskriterien. Das sich daraus ergebende Werturteil wird ebenfalls nicht als Tatsachenbehauptung eingestuft.³⁷⁹ Sollte dagegen ein entsprechendes bewertendes Urteil am Ende fehlen, so wäre die bloße Veröffentlichung der Kennzahlen lediglich als Tatsache zu qualifizieren.

Neben beiden Schadenersatzansprüchen können dem Verletzten in entsprechender Anwendung von § 1004 BGB auch Ansprüche auf Widerruf und Unterlassung zustehen. Kennzeichnend für diese Ansprüche ist, dass sie – anders als die Haftungstatbestände der §§ 823, 824 BGB – kein Verschulden voraussetzen.

³⁷³ *Hasselblatt* in Gloy/Loschelder/Erdmann, Wettbewerbsrecht, 4. Aufl. (2010), § 60 Rn. 103 m.w.N.

³⁷⁴ *Wagner* in Münchener Kommentar BGB, 5. Aufl. (2009), § 824 Rn. 14.

³⁷⁵ *Wagner* in Münchener Kommentar BGB, 5. Aufl. (2009), § 824 Rn. 14.

³⁷⁶ BVerfG v. 22.06.1982 (1 BvR 1376/79), BVerfGE 61, 1, 9.

³⁷⁷ *Wagner* in Münchener Kommentar BGB, 5. Aufl. (2009), § 824 Rn. 15.

³⁷⁸ BGH v. 09.12.1975 (VI ZR 157/73), GRUR 1976, 268, 270 – *Warentest II*.

³⁷⁹ BGH v. 22.2.2011 (VI ZR 120/10), NJW 2011, 2204 (Rn. 11 ff.).

III.4.2 Option „Kennzahlen“

Betrachtet man die Option „Kennzahlen“ aus rechtlicher Sicht, rücken die Informationspflichten des beratenden oder verwahrenden Kreditinstituts in den Mittelpunkt. Anders als bei der Option „Buchungsdaten“ entfällt die Einschaltung einer dritten Partei. Allerdings werden Kreditinstitute dem Umfang nach stärker mit Transparenzpflichten belastet. Anders als im Bereich der allgemeinen Informations- und Rechnungslegungspflichten existieren im geltenden deutschen Recht keine entsprechenden Regeln. Möglicherweise könnte man aber bei der Schaffung solcher Pflichten dogmatisch an bekannten Rechtsinstituten anknüpfen. In einem zweiten Schritt wäre dann zu klären, ob höherrangiges Recht der Einführung solcher Pflichten prinzipiell entgegensteht.

a) Gesetzliche Anknüpfung

Der Prospekt

Denkbar wäre zunächst eine Anknüpfung an bestehende Prospektpflichten. Allerdings ist problematisch, dass der Prospekt im Wesentlichen Informationen über das Produkt selbst vermittelt, den Blick also nur auf die Anlage an sich richtet. Die Darstellung des Risikos und der Rendite des Portfolios des einzelnen Anlegers kann der produktbezogene Prospekt nicht enthalten. Schon aus diesem Grund könnte der Prospekt allein dem Anleger keinen vollständigen Aufschluss über die eigentliche Qualität der erhaltenen Beratung geben.

Key Investor Document (KID): Der Beipackzettel

Im Vergleich zum ausführlichen Prospekt enthält der Beipackzettel in komprimierter Form die maßgeblichen Informationen, die dem Anleger als Entscheidungsgrundlage für den Erwerb des beschriebenen Produktes dienen sollen. Damit dominiert ebenfalls wie beim Prospekt die Informationsfunktion hinsichtlich des Produkts. Elemente der Beratungsleistung (wie die Definition des Anlegerprofils, die Ermittlung des Beratungsbedarfs und die Risikoklasseneinschätzung) lassen sich aus dem Beipackzettel demgegenüber nicht ersehen. In den Beipackzettel könnten daher auch nicht die Parameter aufgenommen werden, anhand derer der Kunde die Qualität der empfangenen Beratungsleistung bewerten könnte. Auch der Beipackzettel wäre somit kein (allein) tauglicher Anknüpfungspunkt zur Herstellung von Transparenz über die Güte der Beratungsleistung.

Zudem setzen sowohl Prospekt als auch Beipackzettel vor Erwerb der Anlage an. Für eine nachträgliche periodische Berichterstattung wären beide Instrumente nicht geeignet.

Individuelle Anlageberatung: Ausweitung der Informationspflichten

Denkbar wäre eine Ausweitung der Informationspflichten im Rahmen der Anlageberatung, insbesondere auch unter Berücksichtigung der Interessen des Anlageberaters. Der Kunde nimmt den Anlageberater in Anspruch, um die Vorbereitung seiner Anlageentscheidung zu delegieren. Er will dabei vom Berater nicht nur mit allgemeinen Informationen über eine oder mehrere Anlagen versorgt werden, sondern erwartet entscheidungserhebliche Informationen über konkrete Produkte, die der Berater nach Erstellung des Anlegerprofils und Herausarbeitung der Anlageziele und -wünsche für ihn priorisiert hat. Erkennt der Kunde in dieser Leistung seinen Nutzen, wird der Berater im Wettbewerb mit anderen besser abschneiden. Daher sollte ihm in besonderem Maße daran gelegen sein, seinem Kunden die Qualität seiner Beratungsleistung transparent zu machen.

Problematisch ist allerdings, dass den Anlageberater nur vor dem Erwerb des Produkts eine Informationspflicht trifft. Über die historische Performance des individuellen Portfolios kann er naturgemäß zu diesem Zeitpunkt noch keine Information geben. Hierzu müssten ihm nachlaufende Pflichten auferlegt werden (siehe unten S. 235).

Das Beratungsprotokoll

Das Beratungsprotokoll verfolgt den Zweck, den Verlauf und Inhalt des Beratungsgesprächs zu dokumentieren. Es ist nach Abschluss der Beratung auszuhändigen und stellt dem Anleger Informationen zum Beratungsgespräch zur Verfügung. Ebenso wie die eigentliche Anlageberatung ist es kein taugliches Instrument, um daran eine periodische Berichterstattung anzuknüpfen.

Ausweitung von nachlaufenden Beratungs- und Produktbeobachtungspflichten

Die Verankerung der Information durch eine Anerkennung bzw. Ausweitung von nachlaufenden Beratungs- und Produktbeobachtungspflichten aus dem Anlageberatungsvertrag (wie sie etwa aus dem Produkt- bzw. Produzentenhaftungsrecht bekannt sind) erscheint gleichfalls problematisch.

Erstens werden Produktbeobachtungspflichten dogmatisch als Bestandteil der Verkehrssicherungspflichten beschrieben.³⁸⁰ Sie beruhen auf der Tatsache, dass die Sorgfaltspflichten des Warenherstellers zeitpunktbezogen sind, d. h., dass der Maßstab der Sicherungspflichten für das Inverkehrbringen von der Risikoeinschätzung und Gefahrsteuerungsmöglichkeit zum Zeitpunkt des Erwerbs der Ware abhängt. Damit soll die

³⁸⁰ Z. B. Hager in Staudinger BGB (2009), § 823 Rn. F 20 m.w.N.

Produktverantwortlichkeit des Herstellers allerdings nicht enden. Dieser ist nämlich am besten in der Lage, Erfahrungen bei der Anwendung des Produkts zu sammeln, auszuwerten und die gebotenen Konsequenzen für den Konstruktions- und Instruktionsbereich zu ziehen.³⁸¹ Damit ist er am besten in der Lage, später erkannte Gefahren des Produkts zu beherrschen. Produktbeobachtungspflichten haben also die Funktion, die Verantwortung des Herstellers für sein Produkt über den Zeitpunkt der Inverkehrgabe und den damaligen Stand der Kenntnisse und Möglichkeiten hinaus zu perpetuieren.³⁸² Die Messung von Risiko und Rendite dagegen beruht nicht darauf, dass sich die Risikoprognose im Rahmen der Beratung zum Zeitpunkt des Anlageerwerbs nachträglich als unzutreffend erwiesen hat. Es handelt sich vielmehr um eine Veröffentlichung historischer Zahlen, die auch bei besseren Erkenntnismöglichkeiten zum Zeitpunkt der Beratung nicht geschuldet war.

Zweitens sind Produktbeobachtungspflichten herstellerbezogen, d. h. erfassen nur Fehler, die aus dem „Bereich des Herstellers“ stammen.³⁸³ Während sich zwar z. B. bei Derivaten (wie Zertifikaten) noch begründen ließe, dass das Kreditinstitut der Hersteller des Produkts ist (Herstellung des Produkts durch „Verpacken“ des Underlying), erscheint das bei traditionellen Anlageprodukten (z. B. Aktie, Anleihe) schwieriger. Hier hat das Kreditinstitut regelmäßig auch kein besonderes produktbezogenes Sonderwissen. Die Risiko- und Renditekennzahl soll aber gleichmäßig auch diese Anlageprodukte erfassen.

Drittens ist problematisch, dass der Anlageberater nicht notwendigerweise bessere Erkenntnismöglichkeiten im Hinblick auf diese Informationen hat. Insbesondere müssen ihm die Kosten der Wertpapierverwahrung nicht bekannt sein. Besondere Erkenntnismöglichkeiten hat regelmäßig die Depotbank, die mit dem Anlageberater nicht notwendigerweise identisch ist. Die Depotbank war aber zum Zeitpunkt des Erwerbs der Anlage nicht zur Information/Beratung verpflichtet. Diese Personenverschiedenheit scheint dogmatisch auch der Ausweitung von Produktbeobachtungspflichten entgegenzustehen.

Schaffung neuer Wohlverhaltenspflichten

Denkbar scheint allerdings die Schaffung einer entsprechenden Pflicht im Rahmen der §§ 31 ff. WpHG. Dies erscheint insbesondere vor dem Hintergrund europäischer Entwicklungen im Rahmen der MiFID-Revision empfehlenswert (siehe oben S. 226).

Adressat

³⁸¹ Wagner in Münchener Kommentar BGB (2009), § 823 Rn. 646, 274 ff., 626 f., jeweils m.w.N.

³⁸² Wagner in Münchener Kommentar BGB (2009), § 823 Rn. 646 m.w.N.

³⁸³ Hager in Staudinger BGB (2009), § 823 Rn. F 20 m.w.N.

Fraglich ist jedoch, wer Adressat dieser Pflicht sein soll. In Betracht käme zunächst die Verpflichtung des Kreditinstituts in seiner Funktion als Anlageberater. Dies wäre jedoch aus zwei Gründen problematisch. Sind Anlageberater und Depotbank personenverschieden, ist erstens nicht notwendigerweise sichergestellt, dass der Anlageberater über die notwendigen Informationen (z. B. Depotentgelte) verfügt, um die Kennzahlen zu ermitteln. Zweitens ist der Anlagevertrag – anders als der Depotvertrag – nicht als Dauerschuldverhältnis ausgelegt. Dies kann insbesondere bei der Vergütung zu Disparitäten führen. So wäre der Anlageberater prinzipiell nur anlässlich der Beratung vergütungsberechtigt (direkt oder indirekt über Rückvergütungen etc.), die Kosten der periodischen Informationsübermittlung hängen aber davon ab, wie lange der Anleger das Depot unverändert bestehen lässt.

Dieses Problem bestünde bei der Verpflichtung des Kreditinstituts als Depotbank nicht, denn die im Rahmen des Depotvertrags bestehenden Vergütungsansprüche richten sich regelmäßig nach der Zeit, für die die Wertpapiere verwahrt werden. Bei der Schaffung entsprechender Pflichten müsste aber beachtet werden, dass Kreditinstitute, die das Depotgeschäft (Wertpapiernebenendienstleistung nach § 2 Abs. 3a Nr. 1 WpHG) betreiben, nach der Definition des § 2 Abs. 4 WpHG nur dann ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen sind, wenn sie zugleich Wertpapierdienstleistungen gem. § 2 Abs. 3 WpHG erbringen. Möchte man ausnahmslos alle Depotbanken erfassen (und eine Umgehung der Regeln durch „Aufspaltung“ des Betriebs in zwei rechtlich selbstständige Rechtsträger verhindern), wären die Begrifflichkeiten entsprechend anzupassen.

Rechtsfolgensystem und gerichtliche Durchsetzung

Die Wohlverhaltenspflichten nach §§ 31 ff. WpHG werden primär aufsichtsrechtlich durchgesetzt. Die Befugnisse der BaFin sind allgemein in § 4 Abs. 2 bis 11 WpHG normiert. § 4 Abs. 1 S. 3 WpHG enthält eine allgemeine Eingriffsermächtigung, Anordnungen zur Beseitigung oder Verhinderung der in § 4 Abs. 1 S. 2 WpHG genannten Missstände und Gefahren zu treffen. Eine generelle Befugnis der BaFin, die zur Durchsetzung der Gebote und Verbote des WpHG erforderlichen Anordnungen zu treffen, ist in § 4 Abs. 2 S. 1 WpHG enthalten.

Ihre Erfüllung wird zusätzlich dadurch sichergestellt, dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Pflicht zur Aufstellung einer Compliance-Organisation trifft, wonach die Institute über eine Geschäftsorganisation verfügen müssen, die die Einhaltung der vom Institut zu beachtenden gesetzlichen Bestimmungen gewährleistet (§ 33 Abs. 1 Nrn. 1, 5 WpHG sowie § 12 WpDVerOV). Für die Einhaltung der in § 33

WpHG normierten Organisationspflichten setzt das WpHG auf ein engmaschiges System der Aufsicht und Kontrolle.³⁸⁴ Unter anderem hat die BaFin gemäß § 36 WpHG jährlich eine Prüfung der Einhaltung der Wohlverhaltenspflichten aus §§ 31 ff WpHG durch geeignete Prüfer durchzuführen. Darüber hinaus kann die BaFin im Rahmen der ihr obliegenden Überwachung der Einhaltung der Organisationspflichten gemäß § 35 Abs. 1 WpHG auch ohne besonderen Anlass Prüfungen vornehmen. Der BaFin steht sodann die Ermächtigungsgrundlage des § 4 Abs. 1 S. 3 WpHG als Generalklausel zur Verfügung, um geeignete Anordnungen zur Beseitigung von Missständen zu treffen.³⁸⁵

Für eine Neuregelung wäre zudem eine Aufnahme in den Katalog der Ordnungswidrigkeiten in § 39 WpHG denkbar. Die BaFin könnte diese als Verwaltungsbehörde nach dem OWiG (§ 40 WpHG i.V.m. §§ 36 Abs. 1 Nr. 1, 47 OWiG) mit Geldbußen zwischen 50.000 Euro und 1.000.000 Euro (§ 39 Abs. 4 WpHG) selbst ahnden.

Empfehlenswert scheint außerdem die Schaffung zivilrechtlicher Schadensersatzansprüche des Anlegers. Ohne ausdrückliche Regelung wäre fraglich, ob die Rechtsprechung solche Ansprüche des Anlegers anerkennen würde. Zwar stünden dem Anleger bei Verletzung des Depotvertrags Schadensersatzansprüche gem. § 280 Abs. 1 BGB zu. Ob die Rechtsprechung den Inhalt einer neuen Wohlverhaltenspflicht bei der Auslegung des Depotvertrags heranziehen würde (siehe auch Kapitel 1 - Abschnitt IV zu den Pflichten des Wertpapierdienstleisters), ist jedoch unklar.

Darüber hinaus wären v. a. deliktische Ansprüche nach § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. einem Schutzgesetz denkbar. Die Frage, ob die Verhaltensregeln der §§ 31 ff. WpHG als Schutzgesetze i. S. d. § 823 Abs. 2 BGB zu qualifizieren sind, ist jedoch streitig. Zahlreiche Literaturstimmen vertreten die Auffassung, dass zumindest §§ 31 Abs. 1 Nr. 1 und 2, Abs. 3 und 4 sowie §§ 31c und 34a WpHG als Schutzgesetze im Sinne des § 823 Abs. 2 BGB zu qualifizieren sind, da der Zweck der Wohlverhaltensregeln auch im Schutz der Interessen des Einzelnen liege.³⁸⁶ Die Rechtsprechung des BGH hat die Frage ursprünglich offen gelassen und den Schutzgesetzcharakter nur im Hinblick auf organisatorische Pflichten verneint.³⁸⁷ Der BGH hat jedoch ausgeführt, dass den §§ 31 ff. WpHG nur Schutzgesetzcharakter zukommen

³⁸⁴ *Fuchs* in *Fuchs*, Kommentar zum WpHG (2009), § 33 Rn. 183.

³⁸⁵ *Fuchs* in *Fuchs*, Kommentar zum WpHG (2009), § 33 Rn. 183.

³⁸⁶ *Koller* in *Assmann/Schneider*, WpHG, 5. Aufl. (2009), vor § 31 Rn. 6; *Rothenhöfer* in *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Aufl. (2010), vor §§ 31 ff. WpHG Rn. 21, differenzierend *Fuchs* in *Fuchs*, Kommentar zum WpHG (2009), vor §§ 31 bis 37a Rn. 80 ff., jeweils m.w.N.

³⁸⁷ BGH v. 05.10.1999 (XI ZR 296/98), BGHZ 142, 345, 356; BGH v. 8.5.2001 (XI ZR 192/00), BGHZ 147, 343, 353; BGH v. 28.06.2005 (XI ZR 363/04), BGHZ 163, 311, 321; BGH v. 19.12.2006 (XI ZR 56/05), BGHZ 170, 226, 232 (Rn. 17); BGH v. 24.06.2001 (XI ZR 329/00), WM 2001, 1718, 1719; BGH v. 11.11.2003 (XI ZR 21/03), WM 2004, 24, 26.

könne, „soweit sie nicht lediglich aufsichtsrechtlicher Natur sind, sondern ihnen auch anlegerschützende Funktion zukommt. Ist dies der Fall, so können sie zwar für Inhalt und Reichweite (vor-)vertraglicher Aufklärungs- und Beratungspflichten von Bedeutung sein. Ihr zivilrechtlicher Schutzbereich geht aber nicht über diese (vor-)vertraglichen Pflichten hinaus. Daraus folgt, dass ihnen keine eigenständige, über die zivilrechtlichen Aufklärungs- und Beratungspflichten hinausgehende schadensersatzrechtliche Bedeutung zukommt [...]“³⁸⁸. Zuletzt hat der BGH eine noch restriktivere Linie eingeschlagen und namentlich den Schutzgesetzcharakter von § 32 Abs. 2 Nr. 1 WpHG verneint. Nach der Begründung des BGH reicht insbesondere der individualschützende Charakter der Vorschrift nicht aus, um sie als Schutzgesetz zu qualifizieren. Dabei führt der BGH aus, dass es „weitere Voraussetzung für die Annahme eines Schutzgesetzes [sei], dass die Schaffung eines individuellen Schadensersatzanspruchs sinnvoll und im Lichte des haftungsrechtlichen Gesamtsystems tragbar erscheint [...]“³⁸⁹. In der Literatur wird daraus abgeleitet, dass die Rechtsprechung den §§ 31 ff. WpHG im Allgemeinen keinen drittschützenden Charakter zumisst.³⁹⁰ Eine deliktische Haftung wäre dann allenfalls nach § 826 BGB möglich.

Eine rein zivilrechtliche Verankerung erscheint dagegen weniger effizient. Der Anleger wäre in diesem Fall auf eine individuelle Durchsetzung seiner Schadensersatzansprüche angewiesen und hätte oft geringe Anreize, ein gerichtliches Verfahren anzustrengen, in dem die allgemeinen zivilrechtlichen Beweisgrundsätze gelten. Sowohl die Einhaltung der Pflichtenstandards als auch die Qualität der Auskünfte lässt sich effizienter durch aufsichtsrechtliche Vorschriften regeln, die durch zivilrechtliche Ansprüche nur ergänzt werden.

Jedenfalls bei einer Verankerung im sechsten Abschnitt des WpHG wäre neben der Durchsetzung durch die BaFin und den einzelnen Anleger auch noch die Durchsetzung durch entsprechende Verbände möglich. Nach § 2 UKlaG haben bestimmte anspruchsberechtigte Stellen (§ 3 UKlaG) bei Verletzung bestimmter Verbraucherschützender Normen die Möglichkeit, im Wege der Verbandsklage Unterlassungsansprüche geltend zu machen. Dies umfasst insbesondere auch eine Verletzung der Wohlverhaltenspflichten nach §§ 31 ff. WpHG (§ 2 Abs. 2 Nr. 7 UKlaG).

³⁸⁸ BGH v. 19.12.2006 (XI ZR 56/05), BGHZ 170, 226, 232 (Rn. 18).

³⁸⁹ BGH v. 19.02.2008 (XI ZR 170/07), BGHZ 175, 276 (Rn. 18).

³⁹⁰ *Rothenhöfer* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Aufl. (2010), vor §§ 31 ff. WpHG Rn. 21.

b) Gesetzliche Grenzen einer Regelung

Verfassungsrecht

Der gesetzgeberische Gestaltungsspielraum wird durch höherrangiges Recht beschränkt. Das nationale Verfassungsrecht sieht im Hinblick auf personelle, organisatorische und finanzielle Belastungen der beteiligten Kreditinstitute, die v. a. in ihren Grundrechten aus Art. 12 und 14 GG betroffen sein können, eine weite Einschätzungsprärogative vor. Schon mit Beschluss vom 16.1.1980 hat das BVerfG ausgeführt, dass der Schutz des Verbrauchers vor Irreführung unzweifelhaft ein vernünftiger Grund des Gemeinwohls sei, der Berufsausübungsbeschränkungen (zu Lasten der Anbieter) rechtfertigen kann.³⁹¹

Gleichwohl folgt aus den genannten Grundrechten, dass gesetzliche Regelungen geeignet sein müssen, dieses Ziel zu erreichen und hierfür erforderliche, angemessene und verhältnismäßige Mechanismen vorsehen. Dies gilt insbesondere dann, wenn sich aus der Auswertung der gesammelten Informationen Rückschlüsse auf Interna der beratenden Bank ergeben können. Das Grundrecht der Berufsfreiheit gewährleistet auch den Schutz von Betriebs- und Geschäftsgeheimnissen.³⁹² Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse sind alle auf ein Unternehmen bezogenen Tatsachen, Umstände und Vorgänge, die nicht offenkundig, sondern nur einem begrenzten Personenkreis zugänglich sind und an deren Nichtverbreitung der Rechtsträger ein berechtigtes Interesse hat.³⁹³ Verlangt der Staat die Offenlegung solcher Informationen, ist Art. 12 Abs. 1 GG in seinem Schutzbereich berührt.³⁹⁴ Zu prüfen wäre demnach, ob die Offenlegung von Portfolioinformationen (z. B. durch die Übermittlung von Rohdaten an eine andere Stelle) Rückschlüsse auf die interne Anlage- und Beratungsstrategie des Kreditinstituts zulässt. Dann wäre zur Herstellung einer angemessenen Regelung an eine Anonymisierung der Daten (ggf. über ein Treuhändermodell) zu denken.

Europarecht

Der Gestaltungsspielraum des deutschen Gesetzgebers könnte ferner durch europarechtliche Vorschriften begrenzt sein. Durch Art. 19 der MiFID-Richtlinie,³⁹⁵ welcher durch Art. 28 der

³⁹¹ BVerfG v. 16.01.1980 (1 BvR 249/79), BVerfGE 53, 135, 145 (betreffend Irreführungsschutz im Lebensmittelrecht).

³⁹² BVerfG v. 14.03.2006 (1 BvR 2087/03), NVwZ 2006, 1041, 1042 (Rn. 81).

³⁹³ BVerfG v. 14.03.2006 (1 BvR 2087/03), NVwZ 2006, 1041, 1042 (Rn. 87) m.w.N.

³⁹⁴ BVerfG v. 14.03.2006 (1 BvR 2087/03), NVwZ 2006, 1041, 1042 (Rn. 84).

³⁹⁵ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. EG L 145 v. 30.4.2004, S. 1.

zugehörigen Durchführungsrichtlinie³⁹⁶ konkretisiert wird, werden bestimmte Standards im Hinblick auf die Informationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen für die Mitgliedstaaten verbindlich vorgeschrieben. Dies stünde der Einführung von periodischen Informations-/Berichtspflichten nach Erwerb der Anlage entgegen, wenn (1) die Richtlinie nicht nur Mindeststandards, sondern eine Maximalharmonisierung bezweckt, und (2) die Einführung nachträglicher Beratungspflichten in den Anwendungsbereich der Richtlinie fallen.

Zur Frage (1) besteht eine umfängliche Diskussion in der deutschen Literatur. So ist vereinzelt vertreten worden, dass der MiFID-Richtlinie generell im Hinblick auf die Wohlverhaltenspflichten abschließende Wirkung zukommt.³⁹⁷ Die Richtlinie strebe eine Vollharmonisierung an, um auf dem Gebiet der Finanzdienstleistungen einen voll integrierten Binnenmarkt zu schaffen. Mitgliedstaaten dürften daher ihren Wertpapierdienstleistungsunternehmen keine Anforderungen auferlegen, die über die Vorgaben der Richtlinie hinausgehen. Begründet wurde dies mit Art. 31 Abs. 1 UA 2 MiFID. Dem wird entgegengehalten, dass Art. 31 MiFID nur den Status eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat zugunsten des Herkunftslandprinzips regelt. Teile der Literatur schließen freilich hieraus, dass zumindest für die grenzüberschreitende Erbringung von Wertpapierdienstleistungen damit eine Vollharmonisierung erreicht wird und dass einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat keine schärferen Wohlverhaltenspflichten auferlegt werden dürfen, als die, die im Sitzstaat bestehen.³⁹⁸ Zwar könnten nach dieser Auffassung schärfere Regeln für inländische Wertpapierdienstleistungsunternehmen eingeführt werden. Jedoch käme es zu einer (europarechtlich zulässigen) Inländerdiskriminierung im Verhältnis zu vergleichbaren Dienstleistern mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat.

Die neuere Kommentarliteratur sieht hingegen in den europarechtlichen Regelungen Mindeststandards, über die der nationale Gesetzgeber hinausgehen dürfe.³⁹⁹ Hiervon scheint auch der BGH auszugehen, der mit seiner neuen Rechtsprechung zu Zinswetten (siehe Kapitel

³⁹⁶ Richtlinie 2006/73/EG der Kommission vom 10.8.2006 zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingungen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie, ABl. EG L 241 v. 2.9.2006, S. 26

³⁹⁷ Möllers in Kölner Kommentar zum WpHG (2007), § 31 Rn. 16; Möllers, WM 2008, 93, 96; Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht (2011), § 2 Rn. 51 spricht davon, dass die MiFID-Richtlinie auf eine „Vollharmonisierung gerichtet“ sei.

³⁹⁸ Mülbart, WM 2007, 1149, 1157; Koller, FS Huber (2006), 821, 838 f.

³⁹⁹ Schwark in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Aufl. (2010), vor §§ 31-37a, Rn. 14 m.w.N.; Fuchs in Fuchs, Kommentar zum WpHG, vor §§ 31 bis 37a Rn. 61; Moloney, EC Securities Regulation, 2. Aufl. (2008), S. 35.

1 - Abschnitt IV) und Rückvergütungen (siehe Kapitel 1 - Abschnitt IV) den beratenden Banken Aufklärungspflichten auferlegt, die nicht im Einzelnen mit den Wohlverhaltenspflichten übereinstimmen. Inwieweit freilich die aufsichtsrechtlich ausgerichteten Anforderungen der Richtlinie den zivilrechtlichen Pflichtenstandard abschließend regeln, ist zweifelhaft, und in der Literatur noch wenig diskutiert.⁴⁰⁰

Art. 4 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie zur MiFID knüpft weitergehende Pflichten im Anwendungsbereich der Richtlinie an das Vorliegen qualifizierter Voraussetzungen. Danach dürfen Mitgliedstaaten

Anforderungen, die über diese Richtlinie hinausgehen, [...] nur in denjenigen außergewöhnlichen Fällen beibehalten oder festlegen, in denen diese Anforderungen sachlich gerechtfertigt und verhältnismäßig sind und der Steuerung spezifischer, durch diese Richtlinie nicht angemessen abgedeckter Risiken für den Anlegerschutz oder die Marktintegrität dienen; darüber hinaus muss eine der folgenden Bedingungen erfüllt sein:

- a) Die spezifischen Risiken, auf die die Anforderungen abstellen, sind für die Marktstruktur des betreffenden Mitgliedstaats von besonderer Bedeutung;
- b) die Anforderung stellt auf Risiken oder Probleme ab, die nach dem Zeitpunkt der Anwendbarkeit der Richtlinie auftreten oder sichtbar werden und nicht durch andere Gemeinschaftsmaßnahmen geregelt sind.

Zumindest die zusätzlichen Anforderungen unter a) und b) scheinen im Fall der hier vorgeschlagenen Informationspflichten nicht erfüllt. Weder handelt es sich um spezifische Probleme des deutschen Marktes für Anlageberatung noch handelt es sich dabei um ein neues Problem.

Damit ist Frage (2) von entscheidender Bedeutung, ob nämlich die Einführung nachlaufender Transparenzpflichten überhaupt in den Anwendungsbereich der Richtlinie fällt. Lässt sich argumentieren, dass die Richtlinie ausschließlich die Beratung vor der Anlageentscheidung regelt, steht es dem deutschen Gesetzgeber frei, nachlaufende Pflichten zu kodifizieren. Dafür spricht, dass sich Art. 19 MiFID sowie Abschnitt 2 und 4 der MiFID-Durchführungsrichtlinie mit der Informationsvermittlung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens befassen, dabei aber nur das Erwerbsgeschäft regeln. Auch werden nachlaufende Pflichten erstmalig im Zusammenhang mit der MiFID-Revision erwogen (siehe oben S. 226). Periodische Berichtspflichten – wie sie nach wie vor autonom für die Depotbank geregelt sind (siehe oben S. 221) – dürften deshalb nicht vom Anwendungsbereich der Richtlinie erfasst sein. Folgt man dem, ist der Rahmen der Vollharmonisierung nicht einschlägig. Hierin mag man ein Argument sehen, etwa zu kodifizierende Pflichten bei der Depotbank – und nicht dem Anlageberater oder dem Finanzkommissionär – zu verorten. Noch näher läge es, eine für

⁴⁰⁰ Zu einer möglichen Differenzierung zwischen Zivilrecht und öffentlichem Aufsichtsrecht siehe allerdings *Koller*, FS Huber (2006), 821, 838 f.

Deutschland erwogene Regelung in den MiFID-Revisions-Prozess einzuspeisen, um proaktiv auf die europäische Rechtsgestaltung Einfluss zu nehmen, wie dies insbesondere die englische Regulierung seit Langem vorexerziert.

IV. Empfehlungen und Ausblick

Anlageberatung wird von der Mehrheit der Privatanleger gesucht. Allerdings fehlen den Anlegern belastbare Informationen, um die Qualität der Anlageberatung zumindest nachträglich evaluieren zu können. Wie unsere Bestandsaufnahme zeigt, findet insbesondere keine transparente Kommunikation über erzielte Renditen und eingegangene Risiken bei Finanzanlagen statt. Um Kundennutzen aus Beratung nachhaltig schaffen zu können, ist allerdings das Erzielen einer angemessenen Rendite bei gleichzeitiger Steuerung der Depotrisiken im Einklang mit den Kundenwünschen notwendig. Leistungswettbewerb setzt daher auch eine Transparenz in diesen wichtigen Größen voraus. Letztlich können auch nur über solche standardisierte und objektive Maße angemessene Vergleiche zwischen verschiedenen Angebote stattfinden, sowohl für beratene als auch für nichtberatene Anleger.

Aufbauend auf einer grundlegenden Betrachtung des Anlageprozesses sowie des Marktes für Finanzanlagen und Beratung entwickeln wir in dieser Studie konkrete Instrumente, mittels derer Rendite und Risiko als zentrale Determinanten des Kundennutzens bei Anlageentscheidungen gemessen und ausgewiesen werden können. Für den Fall, dass derartige Instrumente standardisiert zum Einsatz kommen, empfehlen wir einen separaten Ausweis von Risiko und Rendite. Der Ausweis sollte bei Finanzanlagen auf Portfolioebene und auf der Basis historischer Renditezahlen erfolgen. Wir empfehlen zudem die Berechnung von zeitgewichteten Netto-Renditen auf der Basis realisierter Transaktionspreise. Unsere Empfehlungen für die Berechnung und den Ausweis des historischen Depotrisikos schließen sich, primär aufgrund der besseren Verständlichkeit, an den europaweit einheitlichen Vorgaben zum vorvertraglichen Risikoausweis unter OGAW-/UCITS-IV an. Wir empfehlen allerdings die Berechnung auf Portfolioebene und, in Abhängigkeit des gewählten rückblickenden Zeithorizontes, eine feinere Unterteilung der sieben OGAW-/UCITS-IV-Klassen in entweder acht (bei 5 Jahren) oder zehn (bei einem Jahr) Depotrisikokategorien. Zusätzlich plädieren wir für einen narrativen Ausweis von möglicherweise unzureichend erfassten Risiken wie Ausfall- und Liquiditätsrisiken und wir legen nahe, auf Besonderheiten strukturierter Produkte im Portfolio sowie die Rolle des Anlagehorizontes ebenfalls narrativ einzugehen.

Der Ausweis standardisierter Kennzahlen spielt eine wesentliche Rolle bei einem der beiden von uns empfohlenen Maßnahmenbündel (Option „Kennzahlen“). Im Rahmen des anderen Maßnahmenbündels (Option „Buchungsdaten“) flankiert die Vorgabe von Standards zur Kennzahlenberechnung lediglich die eigentliche Verpflichtung für die Anbieterseite, nämlich

dem jeweiligen Kunden auf Wunsch sämtliche Buchungsdaten aus der Vorperiode für das eigene Depot elektronisch zu Verfügung zu stellen, um damit die flexible Auswertung durch den Kunden selbst oder durch Dritte zu ermöglichen. Da die finale Definition, wie Depotkennzahlen berechnet werden sollen, idealerweise auf Basis von realen Erfahrungswerten erfolgt, und da auch das genaue Verhältnis von Kosten zu Nutzen eines intensiven Markteingriffs, wie ihn die Verpflichtung zum Ausweis standardisierter Depotkennzahlen darstellt, im Rahmen der vorliegenden Studie nicht hinreichend abschätzbar ist, empfehlen wir zunächst die Implementierung der Option „Buchungsdaten“. Wir gehen davon aus, dass sich schnell anbieter- und anlegerseitige Lerneffekte einstellen werden, insbesondere bei der Entwicklung und beim Umgang mit Kennzahlen zur Risiko- und Renditemessung. Ob und wie genau ein weiterer Markteingriff mittels eines verpflichtenden Ausweises von standardisierten Kennzahlen erfolgt, sollte auf Basis der ersten Praxiserfahrungen entschieden werden.

Wir gehen bei der Option „Buchungsdaten“ davon aus, dass die Daten in standardisierter elektronischer Form auf Nachfrage allen Wertpapierkunden und nicht nur Beratungskunden bereitgestellt werden. Die Kosten hierfür dürfen nicht prohibitiv hoch sein. Insbesondere dürfen nicht etwaige Fixkosten in hohem Maße den „ersten“ Nutzern in Rechnung gestellt werden. Die Bereitstellung der Daten würde wohl am ressourcenschonendsten durch die depotführende Institution erfolgen. Für die Bereitstellung und Pflege von Wertpapierdaten könnten Skaleneffekte durch die Etablierung einer zentralen Datenbank realisiert werden, wobei die betreibende Institution dann auch wesentliche Referenzpunkte für Messung und Ausweis von Rendite und Risiko im Sinne dieser Studie schaffen kann.

Die Option „Kennzahlen“, die zeitlich versetzt umgesetzt werden könnte, sieht die Verpflichtung zum Ausweis von standardisierten Kennzahlen zu Depotrendite und -risiko vor. Die Ausgestaltung sollte sich dann an den konkreten Empfehlungen in dieser Studie orientieren und damit in methodischer Anlehnung an OGAW-/UCITS-IV erfolgen. Wir gehen davon aus, dass hier ein gebührenfreier Ausweis zumindest an alle beratenen Kunden erfolgen sollte. Durch Skaleneffekte dürften die Zusatzkosten für jeden Einzelausweis gering sein, so dass ein gesondertes Entgelt mehr Nachteile als Vorteile im Sinne des Verbraucherschutzes haben sollte. Wiederum könnte es vorteilhaft sein, wenn der Ausweis operativ durch die depotführende Institution umgesetzt wird. Ebenfalls vorteilhaft könnte die Einrichtung einer zentralen Stelle für die Etablierung einer Wertpapier-Datenbank und möglicherweise gar für die Überprüfung von Kennzahlen und die Weiterentwicklung von Messinstrumente sein.

Im Hinblick auf eine mögliche legislative Umsetzung der von uns detaillierten Optionen wäre insbesondere eine Erweiterung der im WpHG für Wertpapierdienstleistungsunternehmen definierten Verhaltensregeln in Erwägung zu ziehen. Eine für Deutschland erwogene Regelung könnte im Rahmen der derzeitigen MiFID-Revision auch auf europäischer Ebene eingebracht werden.

Die Ergebnisse der ersten beiden Hauptkapitel dieser Studie lassen aus unserer Sicht den Schluss zu, dass die Umsetzung der Maßnahmenbündel zu mehr Leistungstransparenz und mehr Leistungswettbewerb im deutschen Markt für Anlageberatung führt und auch langfristig förderlich für den Kundennutzen der Anlageberatung sein wird.

ANHANG

I. Beschreibung ausgewählter Anlageklassen

Bargeld und Bankeinlagen

Die einfachste und grundsätzlich sicherste Anlageklasse stellen Bargeld und Bankeinlagen dar.⁴⁰¹ Bankeinlagen lassen sich in Sichteinlagen, Termineinlagen und Spareinlagen unterteilen. Sichteinlagen sind Guthaben auf Kontokorrent- und Girokonten, über die jederzeit verfügt werden kann, und Geldanlagen mit einer Kündigungsfrist oder Laufzeit von weniger als einem Monat. Dahingegen sind Termineinlagen Geldanlagen, die für 30 Tage bis 1 Jahr angelegt werden. Geldanlagen auf unbefristete Dauer werden als Spareinlagen bezeichnet. Diese dienen nicht dem Zahlungsverkehr, sondern der Anlage von Vermögen.

Rentenwerte

Handelbare Verbriefungen von Schuldverschreibungen werden Rentenwerte, Anleihen, Obligationen oder Bonds genannt. Der Anleger stellt hierbei dem Emittenten die Anleihe summe als Fremdkapital zur Verfügung und erhält dafür in der Regel regelmäßige Zinszahlungen. Die Rückzahlung des angelegten Kapitals erfolgt am Ende der Laufzeit. Grundsätzlich wird zwischen Anleihen verschiedener Emittenten unterschieden. So gibt es Rentenwerten, die durch die Bundesrepublik Deutschland emittiert werden und die die sicherste Anlagemöglichkeit darstellen. Bank- und Unternehmensanleihen sind Schuldverschreibungen, die Banken bzw. weitere große Unternehmen emittieren. Diese beinhalten ein Kreditrisiko abhängig von der Bonität des Emittenten. Zudem können Anleihenpreise im Zeitverlauf starken Schwankungen aufgrund von Markt- und Liquiditätsrisiko unterworfen sein, sodass Anleger, die solche Papiere nicht bis zur Fälligkeit halten (können), sich weiteren Risiken aussetzen.

Aktien

Aktien sind Wertpapiere, welche das Grundkapital eines Unternehmens verbiefen. Sie beteiligen Aktionäre gemäß dem Nennwert und der Stückzahl an der Aktiengesellschaft. Die Teilhaberechte des Aktionärs umfassen in der Regel den Anspruch auf einen Anteil am Gewinn bzw. auf eine Dividende, die Teilnahme an und das Stimmrecht auf der

⁴⁰¹ So sind Bankeinlagen bei Banken, die der deutschen Einlagensicherung unterliegen, in vollem Umfang bis maximal 100.000 EUR abgesichert (siehe Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz (EAEG) § 4 Abs. 2); darüber hinaus gibt es bei einigen Anbietern noch weitergehende Sicherungseinrichtungen. Bargeld und Bankeinlagen unterliegen jedoch wie viele andere Anlageformen dem Inflationsrisiko, d. h. dem Risiko eines Verlustes von Kaufkraft durch Geldentwertung.

Hauptversammlung, das Bezugsrecht auf junge Aktien bei Kapitalerhöhungen sowie Anteile am Liquidationserlös bei der Auflösung des Unternehmens.⁴⁰² Im Unterschied zu Anleihen und Termin- und Spareinlagen hat der Anleger bei Aktien keinen Anspruch auf den Rückzahlungswert und eine bestimmte Verzinsung. Der Anleger hat einzig ein Anrecht auf eine Beteiligung am Unternehmensgewinn sowie auf den Erlös beim Verkauf des Wertpapiers am Kapitalmarkt, welcher von der Kursentwicklung der Aktie abhängig ist. Dadurch sind Aktienanlagen grundsätzlich mit einem höheren Risiko verbunden als die beiden vorgenannten Anlageklassen.

Kapitallebensversicherungen, Rentenversicherungen und private Altersvorsorge

Kapitallebensversicherungen, Rentenversicherungen und die private Altersvorsorge, beispielsweise mittels der Riester-Rente, sind Formen der Geldanlage mit dem primären Ziel der Altersvorsorge. Bei Kapitallebensversicherungen und Rentenversicherungen wird grundsätzlich eine Ansparsumme für eine bestimmte Laufzeit festgelegt, wofür der Anleger regelmäßig Beiträge an den Versicherer entrichtet. Am Ende der Laufzeit oder im Versicherungsfall zahlt der Versicherer das angesparte Kapital zuzüglich der aufgelaufenen Zinsen und einem Anteil der erwirtschafteten Erträge aus. Bei Kapitallebensversicherungen erfolgt die Zahlung als Summe bei Tod oder Ablauf der Versicherung;⁴⁰³ bei Rentenversicherungen durch regelmäßige Rentenzahlungen. Bei der Riester-Rente können zusätzlich zu der gesetzlichen Rentenversicherung Altersvorsorgebeiträge zuzüglich einer staatlich gewährten Zulage als Sonderabgabe vom Einkommen geleistet werden. Die Riester-Rente kann über Banksparrpläne, Fondssparpläne sowie über Rentenversicherungen aufgebaut werden.⁴⁰⁴ Vergleichbare Instrumente sind die Eichel- und die Rürup-Rente. Arbeitnehmer können zudem einen Teil ihres Bruttoehaltes in einer betrieblichen Altersvorsorge anlegen.⁴⁰⁵ Durch Garantiefonds, hohe Kapitalstandards der Versicherer und staatliche Solvenzregulierung von Versicherungsunternehmen gelten Lebensversicherungen grundsätzlich als sehr sichere Anlageform. Allerdings sind die genannten Anlagen im Gegensatz zu Aktien und Anleihen nicht am Kapitalmarkt handelbar und lassen sich zumeist nur mit Verlusten vorzeitig liquidieren.

⁴⁰² Siehe May und May (2007).

⁴⁰³ Kapitallebensversicherungen werden vor allem für die langfristige Altersvorsorge abgeschlossen. Bei vorzeitiger Kündigung erhält der Anleger einen geringeren Rückkaufwert.

⁴⁰⁴ May und May (2007).

⁴⁰⁵ Beispielsweise in Form von Direktzusagen, Unterstützungskassen, Direktversicherungen, Pensionskassen und Pensionsfonds.

Anlagefonds

Durch Anlagefonds haben Anleger die Möglichkeit, in eine Vielzahl der bereits genannten Anlageklassen zu investieren. Die Anleger erhalten Fondsanteile mittels Anteilsscheinen, welche ein Miteigentumsrecht am Sondervermögen verbriefen. Anlagefonds werden auf Basis der zugrunde liegenden Anlageklasse unterschieden, die auch maßgeblich das Risiko des Fonds bestimmt. Des Weiteren lassen sich Fonds mittels der Investmentstrategie und weiterer Charakteristika klassifizieren. Grundlegend ist beispielsweise die Unterscheidung von aktiv verwalteten und passiven Fonds, wobei der Erwerb Ersterer meist mit höheren Gebühren einhergeht. Zudem kann zwischen offenen und geschlossenen Fonds unterschieden werden. Bei Ersteren haben Anleger das Recht, jederzeit die Anteile an die Fondsgesellschaft zum offiziellen Rücknahmepreis zurückzugeben, und gehen somit meist ein geringeres Risiko ein.

Derivate und Zertifikate

Derivate sind Wertpapiere, deren Preis von dem Kurs anderer Objekte abgeleitet wird. Oftmals geht der Erwerb von Derivaten mit sogenannten Termingeschäften einher, bei denen der Abschluss und die Erfüllung des Geschäftes zeitlich auseinanderfallen.⁴⁰⁶ Zertifikate sind strukturierte Schuldverschreibungen, die mehrere Finanzinstrumente, und darunter auch meist Derivate, miteinander kombinieren.⁴⁰⁷ Bei Zertifikaten gibt es sowohl Varianten, die geringere Risiken als eine direkte Investition in den Basiswert versprechen, als auch Ausgestaltungsformen, die in gehobelter Art und Weise an der Kursentwicklung des Basiswertes partizipieren und somit signifikante Risiken bis hin zum Totalverlust mit sich bringen. Garantiezertifikate werden beispielsweise durch eine Schuldverschreibung und eine Option gebildet. Neben dem Kapitalerhalt kann die Option zusätzliche Gewinne einbringen. Hebelzertifikate (bspw. Turbo- oder Knock-out-Zertifikate) entsprechen einer Investition in den Basiswert finanziert durch einen Wertpapierkredit. Dadurch kann überproportional an der Wertentwicklung partizipiert werden. Ist eine gewisse Preisschwelle des Basiswertes jedoch über- bzw. unterschritten, verfallen Hebelzertifikate in der Regel wertlos. Neben solchen durch die Produktgestaltung bedingten Marktrisiken ist allen Zertifikaten gemein, dass sie ein Emittentenrisiko beinhalten – im Gegensatz zu Anlagefonds stellen Anlagen in Zertifikate

⁴⁰⁶ Optionen, Futures, Forwards und Zertifikate sind die häufigsten Typen der Terminkontrakte; siehe May und May (2007).

⁴⁰⁷ Ibid.

kein Sondervermögen dar, sondern ihre Rückzahlung ist abhängig von der Zahlungsfähigkeit des Emittenten.⁴⁰⁸

⁴⁰⁸ Das bekannteste Beispiel von realisiertem Emittentenrisiko im Zertifikatebereich ist die Insolvenz von Lehman Brothers auf dem Höhepunkt der Finanzkrise im September 2008. Im Zuge konnten die Forderungen einer signifikanten Zahl deutscher Anleger, die vermeintlich sichere, durch Lehman emittierte Zertifikate erworben hatten, nicht bedient werden (siehe beispielsweise Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, 2009).

II. Weitere wissenschaftliche Grundlagen zum Anlegerverhalten und zur Rolle von Beratung

II.1 Der Ansatz der „Verhaltensökonomie“ („behavioral economics“)

In diesem kurzen Exkurs soll die, für die neuere Literatur zur Anlageentscheidung von Haushalten relevante Perspektive der „Verhaltensökonomie“ in Grundzügen dargestellt werden. Dies ist – wie im Haupttext auch näher erläutert – aus folgender Sicht relevant: Die Rolle von Anlageberatung und daher auch der Nutzen, den diese grundsätzlich stiften kann, hängt natürlich eng zusammen mit den Fehlern, die Investoren ohne Beratung machen würden bzw. mit der Möglichkeit, dass Berater diese Fehler zu vermeiden helfen. Im Haupttext wurde hier – grob gesprochen – auf zwei Fehlerquellen hingewiesen: Fehlentscheidungen aufgrund von Informationsdefiziten, wobei dies auch die mangelnde Transparenz mit einbezieht; sowie Fehlentscheidungen, die sich aus sogenannten „behavioral biases“ ergeben, die sich auch bei besserer Information nicht oder nur kurzfristig und eingeschränkt reduzieren ließen. Inwieweit solche „biases“ relevant sind oder aber auch durch die Beratung behoben werden können, ist nicht vollständig geklärt. Die in diesem Exkurs geleistete kurze Darstellung der „Verhaltensökonomie“ soll für eine weitere Diskussion – insbesondere im Rahmen dieser Arbeit – eine Grundlage liefern.

Ausgangspunkt ist hierbei das sogenannte „Standardmodell“ der Ökonomie, auch wenn dies aufgrund der Komplexität der Forschung nur ein hypothetisches Konstrukt ist. Dieses geht grob gesagt von folgender Beschreibung aus: Personen treffen Entscheidungen, indem sie alle vorhandene Information in (statistisch) angemessener Weise berücksichtigen und gleichsam ihren wohldefinierten Nutzen zu maximieren versuchen. Somit setzt sich dieses „Standardmodell“ aus zwei Hauptfaktoren zusammen: Zum einen sind dies die Erwartungen eines Entscheiders über die Zukunft, die sich in konsistenter Weise aus der ihm zugänglichen Information ableiten, und zum anderen sind es die Präferenzen des Entscheiders. Die Annahme, dass Entscheider stets Informationen auf die „richtige“ Weise verarbeiten bzw. sich über ihre Präferenzen in einer konsistenten Weise bewusst sind, wird von der Verhaltensökonomie bestritten. Die genauen Argumentationsstränge werden im Folgenden dargelegt.

In der Literatur ist häufig die Aussage zu finden, dass die Verhaltensökonomie im – Vergleich zur traditionellen Volkswirtschaftslehre – anerkennt, dass Modelle kontextabhängig sein sollten. Einflussfaktoren wie Persönlichkeit, Normen, Kultur, Erfahrung und Expertise sind häufig verantwortlich für große Unterschiede zwischen verschiedenen Individuen und

Situationen. Als eine Abweichung vom Standardmodell werden wir beispielsweise später „Verlustaversion“ besprechen. Empirische Studien weisen zwar auf die Existenz von „Verlustaversion“ hin, jedoch in breit gestreuten Ausprägungen.⁴⁰⁹ Vergleichbar hiermit legt die Verhaltensökonomie durch ihre Wurzeln in der Psychologie ein größeres Gewicht auf die Tatsache, dass Personen ihr Verhalten auf der individuellen *Wahrnehmung* der äußeren Umstände basieren. Eine der Konsequenzen hiervon sind sogenannte „Darstellungseffekte“, die besagen, dass die subjektive Bewertung eines Problems stark davon abhängt, in welchem Rahmen es präsentiert wird.⁴¹⁰

Ein weiteres Unterscheidungsmerkmal der Verhaltensökonomie ist ihr Fokus auf Situationen, in denen Abweichungen vom Standardmodell besonders wahrscheinlich sind.⁴¹¹ Als direkte Konsequenz stellt sich die Frage, welche ökonomischen Situationen besser durch Modelle beschrieben sind, die anhaltende Fehler aufgrund eingeschränkter Rationalität zulassen. Im Allgemeinen ist diese Art von Fehlern unwahrscheinlicher auf aggregierter Ebene, wenn Individuen aus ihren Fehlern „lernen“ können⁴¹² und wenn die Effekte des irrationalen Verhaltens mancher Akteure ausgeglichen werden von rationaleren Akteuren, wie es beispielsweise in einem Wettbewerbsumfeld der Fall ist.⁴¹³

Erwartungen

Das ökonomische „Standardmodell“ basiert auf der Formierung von Erwartungen und ihrer Anpassung im Zeitverlauf. Als besonders hilfreich für den Zweck unserer Diskussion erweist sich die sich wiederholende Prozedur des „Revidierens“ von Erwartungen: Bei neu aufkommender Information wird die (vorherige) „a priori-Erwartung“ auf eine (nachfolgende)

⁴⁰⁹ Für eine allgemeinere Diskussion, siehe Johnson (2006). Johnson et al. (2006) zeigen, dass Verlustaversion zu variieren scheint, besonders im Zusammenhang mit Wissen, was nahelegt, dass eine Interpretation von Verlustangst als stabile individuelle Charakteristik fragwürdig scheint. Tatsächlich scheinen sowohl Verlustaversion als auch Risikoaversion auf individueller Ebene hochgradig instabil zu sein und können stark manipuliert werden durch eine Änderung des Entscheidungsfindungskontexts (z. B. Vlaev et al., 2009).

⁴¹⁰ Anders ausgedrückt, Menschen reagieren nicht auf „objektive Erfahrungen“, sondern auf „subjektive Deutung“ von Ereignissen. Die Setzung von Arbeitsanreizen kann beispielsweise ungewollte Konsequenzen auf die Psyche eines Menschen haben, da es die Arbeit an sich weniger attraktiv erscheinen lässt. (Siehe z. B. Lepper et al., 1973 als eine Referenz dieser Beobachtung.) So können beispielsweise auch Interventionen von Seiten der Politik von der jeweiligen Zielgruppe vollkommen unterschiedlich aufgenommen werden und sogar als beleidigender und stigmatisierender Paternalismus aufgefasst werden. (Ross und Nisbett, 1991). Siehe auch Bertrand et al. (2006) für eine Anwendung dieser Einsichten auf Maßnahmen zur Unterstützung von weniger vermögenden Menschen bei der Entscheidungsfindung.

⁴¹¹ Siehe etwa im Überblick Camerer und Loewenstein (2007).

⁴¹² Leider existieren nur wenige Studien zum Thema „Lernen“. Seru et al. (2009) oder Feng und Seasholes (2005) analysieren, wie sich Handelsstrategien in einer großen Stichprobe von individuellen Investoren – insbesondere im Hinblick auf Verzerrungen wie dem Dispositionseffekt – über die Zeit ändern. Eine Hauptidee ist, dass ein „Lerneffekt“ auch dadurch sichtbar wird, dass die am schlechtesten performenden Investoren den Markt verlassen.

⁴¹³ Für weitere Informationen, siehe z. B. Camerer und Fehr (2006).

„a posteriori-Erwartung“ aktualisiert, die nun bis zum Aufkommen neuer Information selbst wieder die „a priori-Erwartung“ darstellt. Voraussetzung hierfür ist natürlich eine sorgfältige Evaluation der Qualität und Zuverlässigkeit des bestehenden Wissens und der neu aufkommenden Information. Im nächsten Abschnitt werden nun einige Abweichungen vom Standardfall diskutiert, die hauptsächlich auf Beiträgen aus der Experimentalökonomie basieren. Es sei an dieser Stelle aber darauf hingewiesen, dass diese Beiträge oft auch starker Kritik innerhalb der Disziplin sowie von Psychologen ausgesetzt sind.⁴¹⁴

Die Zugänglichkeit von Information ist ein Schlüsselement in der Formierung von „a priori-Erwartungen“. So beschreibt der sogenannte „Verfügbarkeitsfehler,“ dass Individuen dazu neigen, die Wahrscheinlichkeit eines Ereignisses auf Basis seiner Verfügbarkeit in der Erinnerung zu bewerten.⁴¹⁵ Ereignisse aus dem engeren sozialen Umfeld werden z. B. länger abgespeichert als Ereignisse, die im erweiterten Kreis stattfinden. Des Weiteren kommt es auch hier nicht immer auf die objektive Qualität der Information, sondern auf die individuelle Bewertung der Informationsqualität an. Diese Bewertung kann auf verschiedene Art und Weise fehlerhaft sein. Manche Menschen neigen zur Selbstüberschätzung,⁴¹⁶ aber auch in verschiedenen Kontexten zu Wunschdenken und Optimismus.⁴¹⁷ Dies bezieht sich sowohl auf die Überschätzung der eigenen Fähigkeit, genaue Vorhersagen zu treffen, als auch auf eine grundsätzliche Überschätzung der eigenen Fähigkeiten.

Genauso wie Menschen dazu neigen, ihre analytischen Fähigkeiten zu überschätzen, misslingt es ihnen auch häufig, das eigene Verhalten in einem zukünftigen kognitiven Zustand korrekt einzuschätzen, das heißt, das eigene Verhalten in verschiedenen Gefühlslagen zu antizipieren. Dies wird passenderweise als „Projektionsfehler“ bezeichnet. Studien belegen beispielsweise, dass Menschen dazu tendieren, das Glücksgefühl, das auf eine Beförderung folgt, zu überschätzen.⁴¹⁸ Projektionsfehler sind hierbei besonders relevant, wenn Menschen ihre Fähigkeit, sich an neue Gegebenheiten anzupassen, falsch einschätzen. Konkret zeigt sich dies

⁴¹⁴ Siehe etwa die Beiträge von Gigerenzer (z. B. Gigerenzer 1991, 1996) oder auch eine aktuellere Diskussion von Hertwig und Ortmann (2005).

⁴¹⁵ Vgl. Kahneman und Tversky (1974).

⁴¹⁶ Siehe z. B. Alpert und Raiffa (1982) bzgl. Selbstüberschätzung bei Vorhersagegenauigkeit. Malmendier und Tate (2005, 2008) finden Anhaltspunkte von Selbstüberschätzung von Topmanagern bei der Auswahl von Investmentprojekten, was darauf hinweist, dass auch Berufstätige genannten Fehleinschätzungen obliegen. Willis (2008) findet heraus, dass Individuen mit überdurchschnittlichen Finanzkenntnissen stärker anfällig sind für Finanzbetrug. Während Selbstüberschätzung breit dokumentiert ist, existieren auch Studien über Unterschätzung (z. B. Kruger 1999).

⁴¹⁷ Jacobsen et al. (2010) finden zum Beispiel, dass Männer optimistischer als Frauen sind bzgl. der Performance von finanziellen und ökonomischen Indikatoren.

⁴¹⁸ So zum Beispiel Gilbert et al. (1998) oder für eine negative Änderung der Lebensqualität siehe Loewenstein (1999).

beispielsweise darin, die eigene Fähigkeit zur Selbstkontrolle zu überschätzen.⁴¹⁹ Dies hat natürlich einen unmittelbaren Bezug zu Finanzentscheidungen, insbesondere der langfristigen Planung der eigenen Haushaltsfinanzen.

Präferenzen

Die Bildung von Präferenzen ist eng verknüpft mit der Bildung von Erwartungen. Wie schon in den vorangegangenen Abschnitten diskutiert, spielen Faktoren wie Verfügbarkeit, Verankerungseffekte oder Optimismus und Selbstüberschätzung eine Schlüsselrolle bei dem Versuch, Alternativen zu ordnen. In langfristigen Entscheidungssituationen hat vor allem die Tendenz, Entscheidungsprobleme zeitlich aufzuschieben, großes wissenschaftliches Interesse erfahren. Dieses Verhalten wird als „Prokrastination“ bezeichnet. Erinnern wir uns an die vorausgegangene Beobachtung, dass Menschen manchmal Probleme mit Selbstkontrolle haben und unter Projektionsfehlern leiden. Rationale Planung setzt dagegen eine adäquate Vorhersage des eigenen Verhaltens in der Zukunft voraus. Gerade wenn sich Personen dieses Verhaltens nicht bewusst sind, kann es zu hohen Kosten führen, z. B. durch eine übermäßig hohe Verschuldung. Umsichtige Personen können dem entgegensteuern, indem sie sich einen Plan zurechtlegen oder sich sogar selbst durch bestimmte Verträge binden, so etwa durch langfristige Sparverträge.⁴²⁰

Eine weitere mögliche Abweichung vom „Standardfall“ des „Homo oeconomicus“ ist der Gebrauch von Referenzpunkten beim Treffen und Bewerten von Entscheidungen. Solche Referenzpunkte sind insbesondere dann wichtig, wenn sie zu Verlustaversion führen. Das heißt, wenn etwa Renditen oder allgemein ein Nutzen unterhalb eines Referenzpunktes, der etwa der Kaufpreis sein kann, übermäßig hoch bewertet werden. Dabei lässt eine Person außer Acht, dass diese Kursgewinne oder –verluste ja nur einen Teil seines gesamten Vermögens darstellen („narrow framing“).⁴²¹

An dieser Stelle sei auch darauf hingewiesen, dass es mittlerweile eine umfassende Literatur zum Thema „Soziale Präferenzen“ gibt. Im Gegensatz zum ökonomischen Standardmodell, in dem das Individuum lediglich selbstbezogen in seinem Nutzenkalkül ist, belegen viele

⁴¹⁹ Siehe etwa Loewenstein (2000), Gilbert et al. (2002) und insbesondere Loewenstein et al. (2003) zu einem Modell mit systematischen Projektionsfehlern.

⁴²⁰ Siehe z. B. Ashraf et al. (2006) für eine Feldstudie zum Sparverhalten von Haushalten auf den Philippinen. Sie fanden heraus, dass nur ein Viertel aller Haushalte, die ein Instrument zur Selbstverpflichtung zur Verfügung hatten, dies auch wirklich nutzt. Die Sparquote lag hier deutlich über der einer zweiten Gruppe, die zwar moralische Aufmunterungen zum Sparen, jedoch keine Möglichkeit zur Selbstverpflichtung erhielt.

⁴²¹ Siehe insbesondere Kahneman und Tversky (1979).

experimentelle Studien, dass Menschen in vielen Situationen sehr wohl Werte wie Fairness und Altruismus schätzen.⁴²²

Entscheidungsregeln/Heuristiken

Entscheidungsprozesse sind in der Realität oft nicht so klar strukturiert, wie es das ökonomische Modell annimmt. Stattdessen hängt Verhalten sehr oft auch vom Kontext ab, da dieser unterschiedliche Heuristiken und „Daumenregeln“ aktiviert. Dies geschieht vor allem unter Zeitdruck, ohne dass über die Adäquanz der jeweiligen Regel in der bestimmten Situation hinreichend reflektiert wird. Oft wird damit der eigentlich wichtigen Information wenig Aufmerksamkeit geschenkt, insbesondere dann, wenn es durch eine Vielzahl unterschiedlicher Informationen zu einer regelrechten Reizüberflutung kommt.⁴²³

Diese Arten von kognitiven Beschränkungen und die damit einhergehende Bedeutung von Darstellungseffekten sind besonders effektiv, wenn sie mit den oben diskutierten „behavioral biases“ einhergehen, so etwa mit Verlustaversion.⁴²⁴ Oft reagieren Personen dann darauf, indem sie der zu komplexen Situation aus dem Weg gehen und etwa die Alternative wählen, die darin besteht, eben keine konkrete Wahl zu treffen. Beispielhaft kann dies dazu führen, dass Haushalte riskantere oder unvertraute Anlagen aufgrund der Vielzahl der angebotenen komplexen Produkte gänzlich meiden. Oder sie wählen immer das bereits vertraute Produkt.⁴²⁵

II.2 Können Kleinanleger den Markt „schlagen“? Die akademische Perspektive

Wann ist es aus Anlegersicht sinnvoll, seine Wertpapierbestände umzuschichten? Gründe können, wie bereits im Haupttext erläutert, der Zufluss von neuen Mitteln sein, größere Wertveränderungen in einzelnen Bestandteilen des Portfolios oder aber eine Änderung der eigenen Risikopräferenz. Darüber hinaus betreiben viele private und institutionelle Investoren

⁴²² Ein sehr bekanntes Beispiel liefern Forsythe et al. (1994). Ein großer Anteil (60%) der Teilnehmer im Diktatorspiel-Experiment (in dem ein Spieler entscheidet, wie ein Kuchen zwischen ihm und seinem Gegenüber aufgeteilt werden soll) teilen aus Fairness eine erhebliche Menge des Kuchens mit dem Gegenüber. Viele ähnliche Laborexperimente sind von Fehr und Gächter (2000) und Charness und Rabin (2002) dokumentiert.

⁴²³ Hirshleifer et al. (2009) fanden beispielsweise, dass die Reaktion auf Nachrichten, abgebildet durch die Änderungsrate von Aktien, an sehr nachrichtenintensiven Tagen um 20 % fällt. DellaVigna und Pollet (2007) zeigen, dass es oft erheblich Zeit braucht, bis neu aufkommende Information durch die Marktteilnehmer selbst in Finanzmärkten verarbeitet wird.

⁴²⁴ Siehe etwa die Diskussion in Tversky und Kahneman (1981).

⁴²⁵ Die viel zitierte Arbeit von Iyengar und Lepper (2000) zeigt dies anhand einer realen Einkaufssituation, in der eine größere Auswahl (an Marmeladensorten) zu deutlich geringerem Absatz führte. Huberman (2001) fand, dass die geografische Verteilung der Aktionäre von Firmen des Unternehmens „Regional Bell“ stark abhängt von den Standorten, was für die Wahl des Vertrauten spricht.

„aktives Investment“, das heißt, es wird versucht, aufgrund von privater Information, die noch nicht „eingepreist“ ist, Gewinne zu erzielen.

Auf effizienten Märkten lassen sich theoretisch keine langfristigen Überrenditen durch aktives Investment erzielen. Auf einem „schwach effizienten“ Markt ist dies zwar im Prinzip möglich, jedoch bedarf es dazu eines Informationsvorteils gegenüber allen anderen Marktteilnehmern, was bei Kleinanlegern nur äußerst selten der Fall ist. Tatsächlich lässt sich jedoch beobachten, dass Kleinanleger in sehr erheblichem Umfang handeln,⁴²⁶ wobei die erzielten Erträge weit hinter dem Vergleichsindex zurückbleiben.⁴²⁷ Dabei lässt sich das schlechte Abschneiden der Kleinanleger direkt auf ihr übermäßiges (spekulatives) Handeln zurückführen.⁴²⁸

Ein Zweig der Verhaltensökonomie versucht zu erklären, warum Privatanleger so viel Handeln und dadurch einen Großteil der Rendite einbüßen. Exzessives Handeln kann z. B. eine Überschätzung der eigenen Fähigkeiten bei der Auswahl profitabler Papiere oder eine (Über-)Reaktion auf irrelevante Informationen widerspiegeln.⁴²⁹

Außerdem neigen Anleger dazu, jede Geldanlage isoliert und nicht anhand ihres Beitrags zum gesamten Einkommen zu bewerten. Daher werden z. B. auch „gute Aktien“ zu früh verkauft und „schlechte Aktien“ zu lange gehalten.⁴³⁰ Diese beiden Fehler sind jedoch keine zwei Seiten der gleichen Medaille, sondern scheinen auf unterschiedlichen Verhaltensanomalien zu beruhen.⁴³¹

Auch bei der Auswahl der gehandelten Papiere machen viele Anleger Fehler. So wählen Kleinanleger nicht aus allen am Markt befindlichen Aktien aus, sondern beschränken ihre Käufe auf solche Papiere, auf die sie z. B. durch Berichterstattung in den Medien aufmerksam geworden sind.⁴³² Dabei wird häufig nicht auf eine ausreichende Diversifikation geachtet⁴³³ und überproportional in einheimische Aktien investiert.⁴³⁴

⁴²⁶ Barber und Odean (2000) zeigen, dass die Kunden eines großen Discount-Brokers im Durchschnitt jedes Jahr 75 % ihrer Aktienbestände umschichten.

⁴²⁷ Siehe z. B. Barber und Odean (2000). Ein Teil der Literatur versucht auch die aggregierten Verluste, die Investoren mit solchen Handelsstrategien einfahren, zu berechnen. Siehe z. B. Barber et al. (2009).

⁴²⁸ Zum Beispiel Odean (1999), Barber und Odean (2000); Barber et al. (2009).

⁴²⁹ Ein alternativer Ansatz interpretiert die durch (vermeintlich) exzessives Handeln entstehenden Verluste als Preis für Information. Demnach lernen Individuen anhand der erzielten Gewinne und Verluste, ob sie in der Lage sind, profitable Aktien auszuwählen. Siehe Linnainmaa (2011).

⁴³⁰ Zum Beispiel Shefrin und Statman (1985).

⁴³¹ Zum Beispiel Weber und Welfens (2008).

⁴³² Zum Beispiel Barber und Odean (2008).

⁴³³ So Lease et al. (1974) oder Goetzmann und Kumar (2008).

⁴³⁴ Zum Beispiel Coval und Moskowitz (1999).

Es wird in der akademischen Literatur ebenfalls bezweifelt, ob Anlagen in aktiv gemanagte Fonds langfristig bessere Ergebnisse erzielen können als passive Alternativen (z. B. börsengehandelte Indexfonds).⁴³⁵ Das gilt insbesondere dann, wenn man die höheren Kosten für häufiges Umschichten sowie die anfallenden Verwaltungsgebühren aktiv gemanagter Fonds berücksichtigt.⁴³⁶ Zudem wird der Erfolg von Fondsmanagern aufgrund des sogenannten „Survivorship Bias“ in vielen Studien systematisch überschätzt. Das liegt daran, dass verlustbringende Fonds in der Regel früher oder später geschlossen werden. Betrachtet man nun die historischen Renditen aller sich zum Untersuchungszeitpunkt gehandelten Fonds, sind diese automatisch nach oben verzerrt, da die schlechtesten Fonds ja bereits vom Markt verschwunden sind.⁴³⁷

Betrachtet man also alle Kosten und Gebühren eines Fonds, so zeigt sich, dass der durchschnittliche Fondsmanager nicht in der Lage ist, „den Markt zu schlagen“. Das bedeutet jedoch nicht, dass dieses Kunststück einigen besonders talentierten Managern nicht doch gelingen kann. Neuere Studien zeigen mithilfe moderner ökonometrischer Methoden, dass dies eher auf wachstumsorientierte Fonds zutrifft.⁴³⁸ Barras et al. zeigen jedoch auch, dass ca. ein Viertel der Fondsmanager konstant schlechter als der Referenzindex abschneidet.

Gegeben dass einige wenige aktiv gemanagte Fonds tatsächlich langfristig Überrenditen erwirtschaften, sind Kleinanleger in der Lage, diese zu identifizieren? In diesem Fall sollte man empirisch beobachten können, dass Kleinanleger solche Fonds kaufen, die in der Zukunft Überrenditen erwirtschaften. Das lässt sich jedoch nur in sehr kurzfristigen Betrachtungen beobachten,⁴³⁹ langfristig ist jedoch genau das Gegenteil der Fall.⁴⁴⁰ Kleinanleger kaufen gerade solche Fonds, die in Zukunft schlecht abschneiden werden. Auch scheint der kurzfristige Erfolg auf einem „Momentum“-Effekt – das heißt ein irrationales „dem Trend nachjagen“ durch wenig versierte Anleger – zu beruhen.⁴⁴¹ Andere Studien deuten darauf hin, dass Kleinanleger die Verwaltungskosten aktiv gemanagter Fonds nicht in ihre Anlageentscheidung mit einbeziehen und in der Regel Fonds mit zu hohen Gebühren kaufen.

⁴³⁵ So Jensen (1968), Gruber (1996), Elton et al. (1996), Kosowski et al. (2006) oder Barras et al. (2010).

⁴³⁶ Wermers (2000) zeigt, dass aktiv gemanagte Fonds im Durchschnitt zwar höhere Renditen erwirtschaften als passive, diese jedoch fast vollständig durch Kosten und Gebühren aufgeessen werden.

⁴³⁷ Siehe z. B. Carhart (1997). Verstärkt wird dieser Effekt durch die gängige Praxis von Fondsmanagementfirmen, eine Reihe von Fonds auf den Markt zu werfen und nach ein paar Jahren die weniger erfolgreichen wieder zu schließen. Siehe z. B. Malkiel (1995).

⁴³⁸ Zum Beispiel Chen et al. (2000), Kosowski et al. (2006) oder Barras et al. (2010).

⁴³⁹ Zum Beispiel Gruber (1996) und Zheng (1999).

⁴⁴⁰ Zum Beispiel Frazzini und Lamont (2008).

⁴⁴¹ So Bailey et al. (2011) und Glode et al. (2010).

III. Hintergrund empirische Untersuchung Risikomaße – Beschreibung des Datensatzes

Die empirische Untersuchung bezieht sich auf anonymisierte Daten von Retail-Kunden einer deutschen Bank. Der Datensatz umfasst die vollständige Investmenthistorie von 3.401 Kunden über den Zeitraum von Januar 1995 bis August 2009. Bei den Kunden handelt es sich im Sinne der MiFID-Gesetzgebung um Kleinanleger, auch Privatanleger oder Privatinvestoren genannt, und demzufolge um natürliche Einzelpersonen. Die Auswahl der Privatanleger ist repräsentativ für die Kunden der Bank. Sie ist zufällig und frei von einem „Survivorship Bias“, d. h., Neukunden werden während des Betrachtungszeitraums in das Sample aufgenommen und ehemalige Kunden der Bank werden bis zum Ende der Kundenbeziehung erfasst. Der Datensatz besteht im Wesentlichen aus drei Komponenten: einer Datei mit den soziodemografischen Merkmalen der Kunden (z. B. Alter, Geschlecht, gewünschte WpHG-Risikoklasse), einer Datei mit dem Endbestand der Kunden am Ende der Beobachtungsperiode und einer Datei mit sämtlichen Wertpapiertransaktionen und Depottransfers jedes Kunden. Um Rendite und Risiken für diese Portfolios berechnen zu können, ist es notwendig, diese Informationen mit Marktdaten anzureichern. Die Marktdaten für diese Untersuchung stammen aus Thomson Financial Datastream. Eine Diskussion der Abdeckung, Qualität und Verfügbarkeit von Marktdaten erfolgt nicht in diesem Kapitel, sondern im Rahmen der Bewertung der Instrumente hinsichtlich des Kriterienkataloges und dem darauf aufbauenden Kapitel zu praktischen Problemen und Herausforderungen.

Deskriptive Statistik der Investoren

Tabelle 1 ist zu entnehmen, dass die Investoren des hier verwendeten Datensatzes zu 65,8 % männlich sind, ein durchschnittliches Alter von 52,3 Jahren haben und im Durchschnitt wie auch im Median eine gewünschte WpHG-Risikoklasse von 3 haben. Mittels der Ergebnisse einer repräsentativen Umfrage, durchgeführt von Infratest im Auftrag des Deutschen Aktieninstituts, sowie der Wertpapierstatistik der Deutschen Bundesbank ist es möglich⁴⁴², die Charakteristika der Privatinvestoren im Datensatz mit denen eines durchschnittlichen Privatanlegers in Deutschland zu vergleichen. Auf der Basis dieser Zahlen zeigt sich, dass der Datensatz etwa denselben Anteil an Männern aufweist (65,8 % gegenüber 64 % in der Gesamtbevölkerung) und die Investoren etwas älter (52,3 Jahre) als der Durchschnitt der Privatanleger in der Gesamtbevölkerung (46 Jahre) sind. Die Privatanleger in der Gesamtbevölkerung hatten im Jahr 2005 ein durchschnittliches Depotvolumen von 52,3

⁴⁴² Siehe Deutsches Aktieninstitut (2009) und Deutsche Bundesbank (2011).

Tausend Euro. Die Investoren, die dieser Studie zugrunde liegen, hatten im Jahr 2005 ein im Vergleich etwas geringeres Depotvolumen in Höhe von 44,5 Tausend Euro. Im betrachteten Zeitraum von Januar 1995 bis August 2009 hatte das Portfolio der Privatanleger einen durchschnittlichen Wert von 31,1 Tausend Euro. Der Medianwert des Portfolios lag niedriger bei 11,4 Tausend Euro. Die Privatinvestoren in der Gesamtbevölkerung haben einen Anteil von 73 % ihres Vermögens in Aktien und Aktienfonds investiert, wohingegen der vorliegende Ausschnitt der Privatinvestoren 84,3 % ihres Portfolios in Aktien und Aktienfonds investiert hat sowie 9,6 % in Rentenwerte.

Tabelle 1: Deskriptive Statistik des Datensatzes

Variable	Maßeinheit	Durchschnitt	Median
Kunden Demografika			
Geschlecht	Dummy = 1, wenn männlich	65,8%	100,0%
Alter	Jahre	52,3	51
Risiko	WpHG - Risikoklasse	3,6	3
Portfolio Charakteristika			
Portfoliowert	Euro in Tausend	31124,5	11404,7
Aktenanteil (Aktien + Aktienfonds)	Prozent	84,3%	100,0%
Rentenanteil	Prozent	9,6%	0,0%

Investoren in unserer Stichprobe sind in allen Anlageklassen, die in Kapitel 1 - Abschnitt I beschrieben sind, investiert. Aggregiert halten die Investoren Ende August 2009 ein Portfolio im Wert von rund 136 Mio. Euro. Dabei entfallen, wie Tabelle 2 zeigt, 52,6 Mio. Euro auf 1.591 verschiedene Einzelaktien und 71,1 Mio. Euro auf 1.459 Anlagefonds. Neben diesen Anlageklassen halten die Kunden auch noch Anleihen (ca. 7,6 Mio. €), Zertifikate (rd. 1,8 Mio. €) Genussrechte (rd. 0,8 Mio. €). Andere bzw. nicht klassifizierbare Wertpapiere machen 1,7 Mio. Euro aus.

Tabelle 2: Aggregierte Portfoliozusammensetzung der Investoren im Datensatz

Anlagevehikel	# Anzahl Produkte	Investiertes Volumen in Mio. €
Fonds	1.459	71,1
Einzelaktien	1.591	52,6
Anleihen	154	7,6
Zertifikate	172	1,8
Andere	27	1,7
Genussrechte	24	0,8
Optionen	24	0,1

Datengrundlage dieser Tabelle sind nur Wertpapiere, für welche unser Datenanbieter Thomson Financial Preise zur Verfügung stellen konnte. Im Folgenden soll die Abdeckung durch Thomson Financial zum Ende unserer Untersuchungsperiode (August 2009) dargelegt

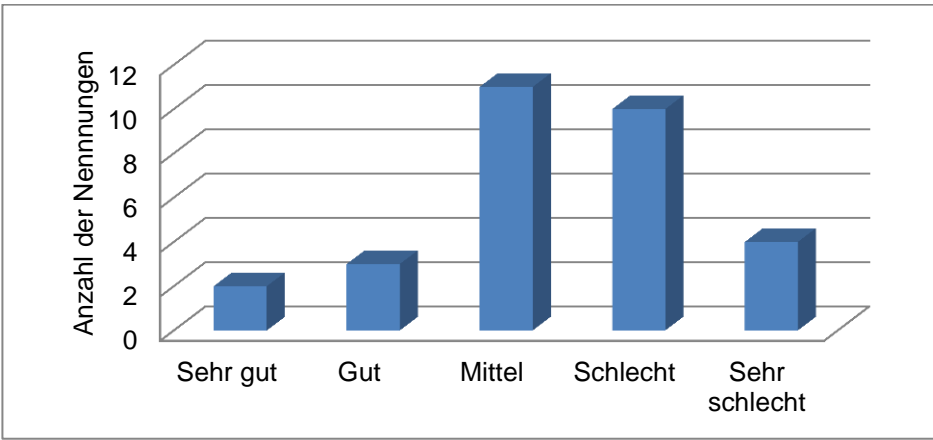
werden. Bei einer Betrachtung aller Anlageklassen erreicht Thomson Financial eine Abdeckung in Höhe von 90 % der Anzahl unterschiedlicher Wertpapiere und 97 % des Wertes in Euro aller Wertpapiere. Betrachtet man nur Einzelaktien und Aktienfonds, welche, wie obiger Tabelle zu entnehmen ist, den größten Anteil in Privatanleger-Portfolien haben, so steigt die Abdeckung von Thomson Financial auf 96 % der Anzahl und 98 % des Wertes. Betrachtet man alle Anlageklassen mit Ausnahme von Einzelaktien und Aktienfonds, so sinkt die Abdeckung von Thomson Financial auf 84 % der Anzahl unterschiedlicher Wertpapiere und auf 95 % des Wertes.

IV. Hintergrund zu Tiefeninterviews

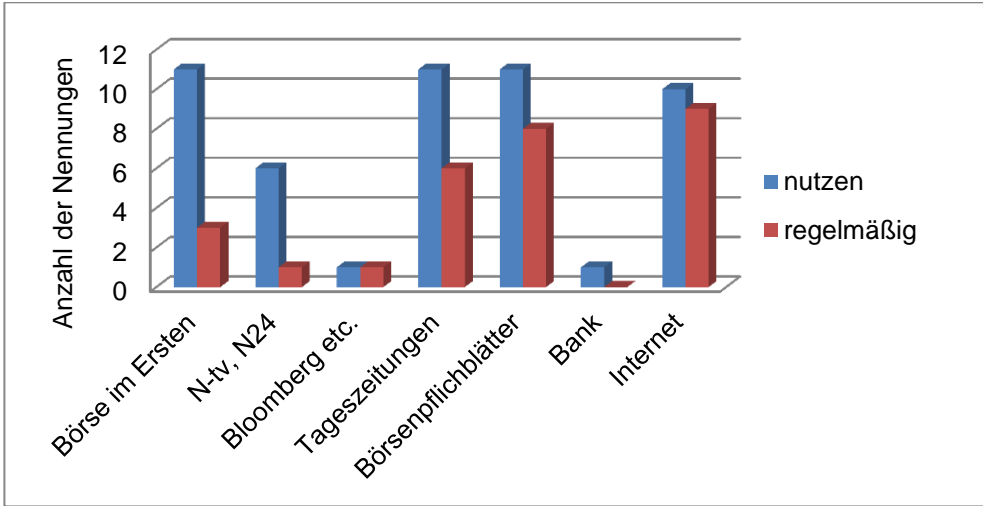
IV.1 Anhang zu Teil I – Hintergrundfragen

Fragenkomplex I Hintergrundfragen

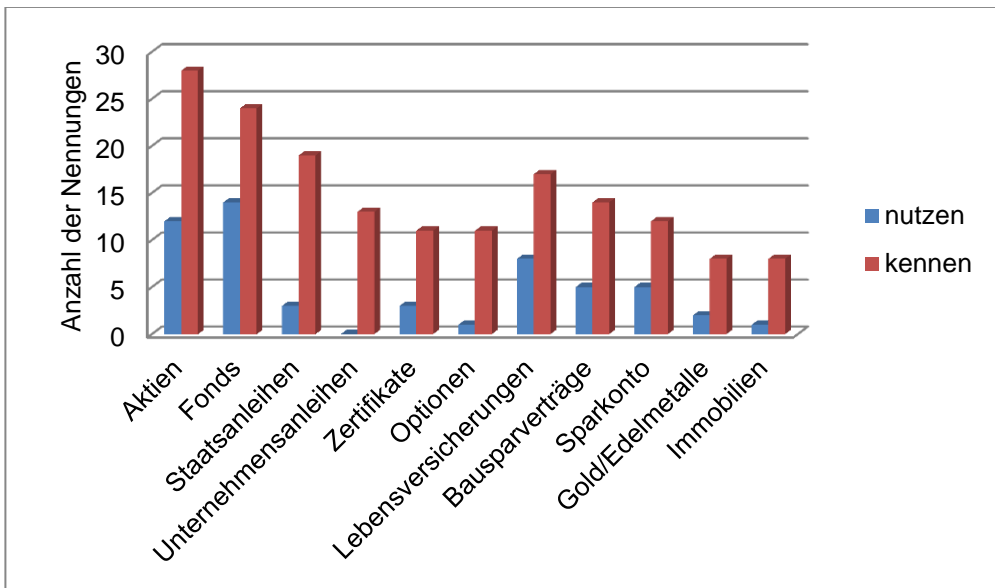
Wie gut kennen Sie sich mit Finanzprodukten aus?



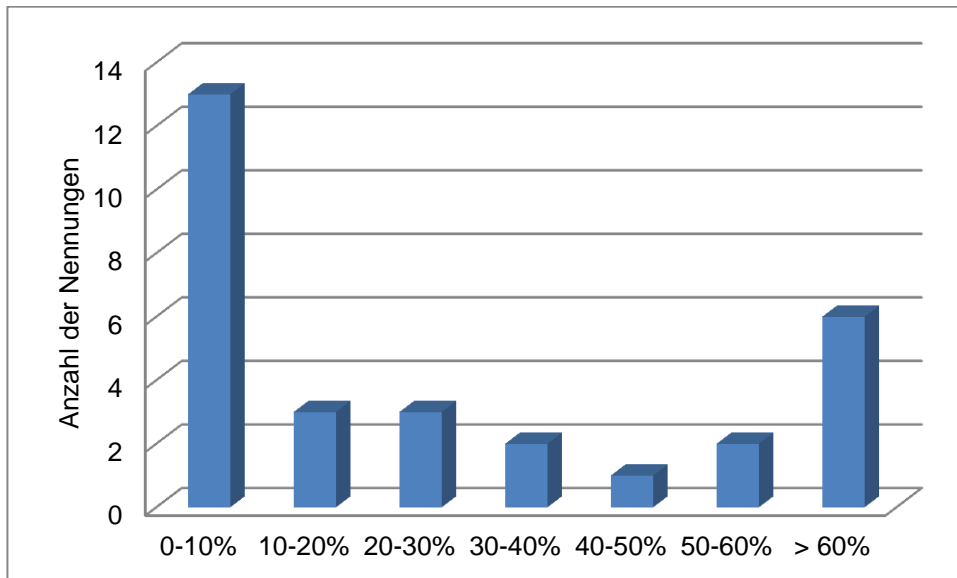
Verfolgen Sie die Finanznachrichten? Wenn ja, welche Quellen Nutzen Sie?



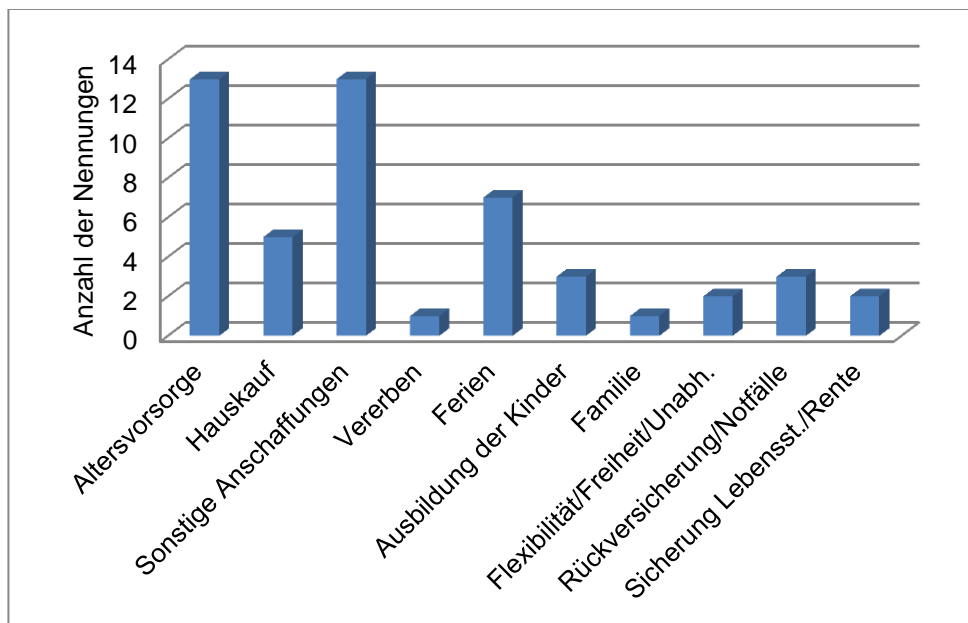
Welche Anlageprodukte kennen bzw. nutzen Sie?



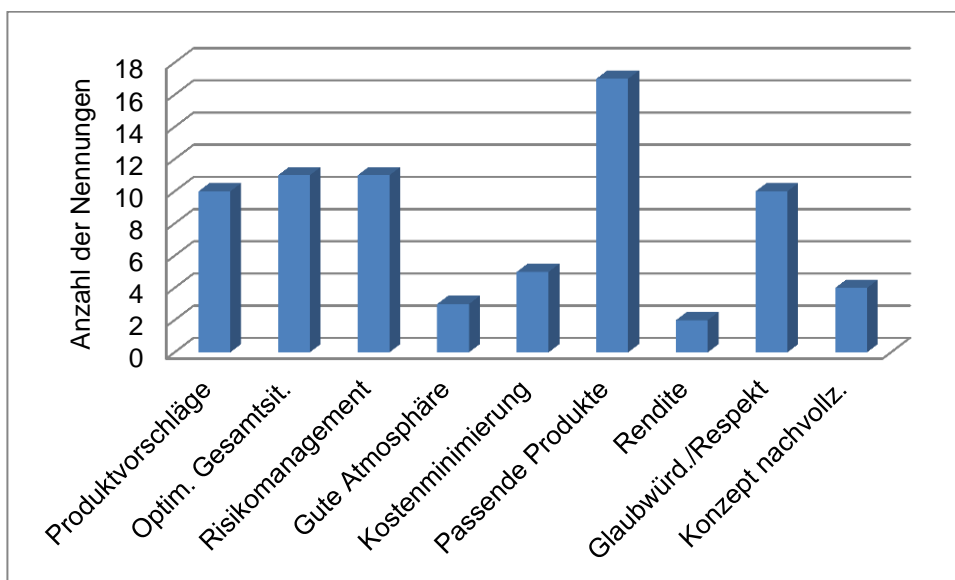
Wie viel Prozent Ihres Vermögens haben Sie ungefähr im Depot (kein Festgeld)?



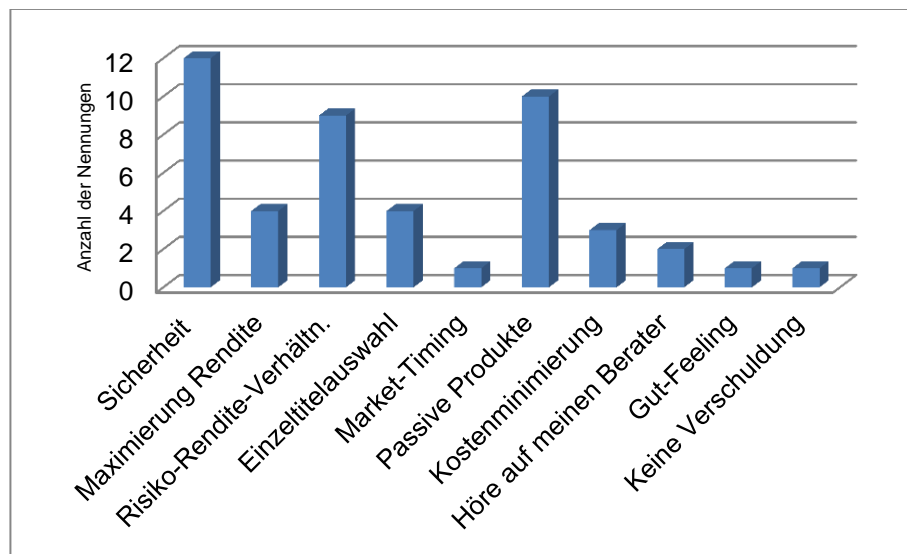
Welche Sparziele verfolgen Sie?



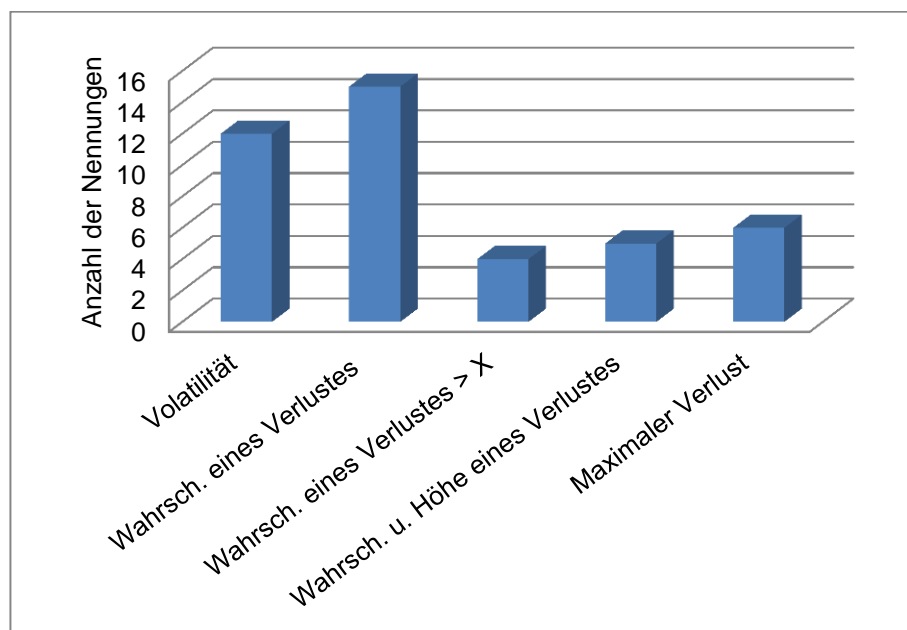
Welche Erwartungen haben Sie an die Anlageberatung?



Bitte beschreiben Sie Ihre Anlagestrategie.



Bitte beschreiben Sie, was für Sie Risiko bei Finanzprodukten ist.



IV.2 Anhang zu Teil II – Verständnis von Risiko und Risikomaßen

Fragenkomplex II

Verständnis von Risiko und Risikomaßen

Bitte bewerten Sie die Attraktivität der Produkte A, B und C auf einer Skala von 1 (schlecht) bis 10 (gut).

Erklären Sie doch bitte, wie Sie zu Ihrer Einschätzung gekommen sind.

Alle drei Produkte versprechen eine Rendite von 10 % über das nächste Jahr, sind aber riskant. Auf Basis der Angaben auf den Dokumenten, wie viel werden Sie in dem Jahr mit Ihnen verdient bzw. verloren haben, wenn Sie 100 Euro investieren?

Abbildung 1.

Produktinformationsblatt (Goethe-Fonds A)

1. Produktbezeichnung	Goethe-Fonds A, ISIN: DE0000815711
2. Produktart	Aktienfonds
3. Anbieter/Emittent	Goethe-Bank/Goethe Fund Management Ltd.
4. Produktbeschreibung	Der Aktien-Investmentfonds ist ein Wertpapier-Sondervermögen, das sich aus einer Vielzahl von durch das Fondsmanagement nach dem Prinzip der Risikostreuung ausgewählten in- und ausländischen Aktien zusammensetzt. Anleger erwerben einen Bruchteil am Fondsvermögen, der gemäß dem investierten Kapitalbetrag errechnet wird. Der Fonds hat eine unbegrenzte Laufzeit. Der aktuelle Rücknahmepreis der Fondsanteile wird banktäglich auf der Basis des aktuellen Kurswertes der im Fonds enthaltenen Wertpapiere ermittelt.
5. Risiken	<p>Kursrisiko/Geschäftsrisiko: Es besteht die Möglichkeit geringer und größerer Kursverluste durch schlechte Managementleistungen, die negative Entwicklung einzelner Aktien oder der Aktienmärkte insgesamt. Über den Erwerb der indirekt durch die Fondsanteile verbrieften Aktienanteile geht der Anleger bezogen auf die einzelnen Aktiengesellschaften ein unternehmerisches Risiko bis hin zum Totalverlust ein.</p> <p>Emittentenrisiko/Kreditrisiko: Die durch den Fonds erworbenen Wertpapiere bilden ein vom Vermögen der Fondsgesellschaft getrenntes Sondervermögen. Sollte der Fondsanbieter insolvent werden, ist das Sondervermögen geschützt und der Anleger erhält, die im Fonds enthaltenen Wertpapiere.</p> <p>Quantifizierung des Risikos: Das Risiko wird quantifiziert auf Basis der Volatilität der Aktienfonds. Als Berechnungsgrundlage dienen die vergangenen 5 Jahre.</p> <p>Für diesen Fonds ergibt sich daraus eine Volatilität von 20 % pro Jahr.</p> <p>Glossar Volatilität: Die Volatilität ist eine mathematische Größe (Standardabweichung) für das Maß des Risikos einer Kapitalanlage. Als Standard werden die Schwankungen eines Wertpapiers genommen und gemessen, wie weit sich der Fonds in einem Monat von diesem Durchschnittswert entfernt hat. Also errechnet man die Schwankungsbreite um den Mittelwert herum. Je größer diese Schwankungsbreite ist, desto volatil und damit risikoreicher ist ein Fonds.</p>
6. Rendite	<p>Allgemeine Informationen zur Rendite von Investmentfonds Ein Aktienfonds erzielt Erträge aus Dividenden, Zinsen und Kursgewinnen der im Fonds enthaltenen Wertpapiere. Erzielte Kursgewinne können durch den Verkauf der Anteile zum gestiegenen Rücknahmepreis realisiert werden.</p> <p>Erwartete Rendite: Es wird erwartet, dass der Fonds eine Bruttorendite (Rendite vor Kosten) von 10 % pro Jahr erwirtschaftet.</p>
7. Kosten	<p>Beim Erwerb</p> <ul style="list-style-type: none">• Ausgabeaufschlag: 2,5 % <p>Im Bestand</p> <ul style="list-style-type: none">• Verwaltungsvergütung p. a.: 1,0 %
8. Verfügbarkeit	Die Fondsanteile können börsentäglich zum aktuellen Rücknahmepreis an die Fondsgesellschaft zurückgegeben werden. Ein Verkauf über die Börse ist ebenfalls möglich.
9. Besteuerung	Die gutgeschriebenen Zins- und Dividendenerträge sowie realisierte Kursgewinne unterliegen der Abgeltungssteuer. <i>Hinweis: Zur Klärung steuerlicher Fragen sollte ein/e Steuerexperte/in eingeschaltet werden.</i>
10. Sonstiges	Ein Nachweis der Termingeschäftsfähigkeit ist nicht erforderlich.

Abbildung 2.

Produktinformationsblatt (Goethe-Fonds B)

1. Produktbezeichnung	Goethe-Fonds B, ISIN: DE0000815712
2. Produktart	Aktienfonds
3. Anbieter/Emittent	Goethe-Bank/Goethe Fund Management Ltd.
4. Produktbeschreibung	Der Aktien-Investmentfonds ist ein Wertpapier-Sondervermögen, das sich aus einer Vielzahl von durch das Fondsmanagement nach dem Prinzip der Risikostreuung ausgewählten in- und ausländischen Aktien zusammensetzt. Anleger erwerben einen Bruchteil am Fondsvermögen, der gemäß dem investierten Kapitalbetrag errechnet wird. Der Fonds hat eine unbegrenzte Laufzeit. Der aktuelle Rücknahmepreis der Fondsanteile wird banktäglich auf der Basis des aktuellen Kurswertes der im Fonds enthaltenen Wertpapiere ermittelt.
5. Risiken	<p>Kursrisiko/Geschäftsrisiko: Es besteht die Möglichkeit geringer und größerer Kursverluste durch schlechte Managementleistungen, die negative Entwicklung einzelner Aktien oder der Aktienmärkte insgesamt. Über den Erwerb der indirekt durch die Fondsanteile verbrieften Aktienanteile geht der Anleger bezogen auf die einzelnen Aktiengesellschaften ein unternehmerisches Risiko bis hin zum Totalverlust ein.</p> <p>Emittentenrisiko/Kreditrisiko: Die durch den Fonds erworbenen Wertpapiere bilden ein vom Vermögen der Fondsgesellschaft getrenntes Sondervermögen. Sollte der Fondsanbieter insolvent werden, ist das Sondervermögen geschützt und der Anleger erhält, die im Fonds enthaltenen Wertpapiere.</p> <p>Quantifizierung des Risikos: Das Risiko wird quantifiziert auf Basis des „Value-at-Risk“ eines Aktienfonds. Als Berechnungsgrundlage dienen die vergangenen 5 Jahre. Für diesen Fonds ergibt sich daraus ein Value-at-Risk von 46,6 %.</p> <p>Glossar Value-at-Risk: Der Value-at-Risk stellt eine Risikokennzahl dar, mit der der maximale Verlust eines Fonds ermittelt wird, der unter Normalbedingungen innerhalb eines vorgegebenen Zeitraums unter Berücksichtigung einer Irrtumswahrscheinlichkeit eintreten kann. Anders formuliert lässt sich durch diese Risikokennzahl mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (hier: 99 %) angeben, welche Höhe der maximale Verlust des Fonds innerhalb eines Zeitraumes (hier: 1 Jahr) nicht überschreiten wird.</p>
6. Rendite	<p>Allgemeine Informationen zur Rendite von Investmentfonds Ein Aktienfonds erzielt Erträge aus Dividenden, Zinsen und Kursgewinnen der im Fonds enthaltenen Wertpapiere. Erzielte Kursgewinne können durch den Verkauf der Anteile zum gestiegenen Rücknahmepreis realisiert werden.</p> <p>Erwartete Rendite: Es wird erwartet, dass der Fonds eine Bruttorendite (Rendite vor Kosten) von 10 % pro Jahr erwirtschaftet.</p>
7. Kosten	<p>Beim Erwerb</p> <ul style="list-style-type: none">• Ausgabeaufschlag: 2,5 % <p>Im Bestand</p> <ul style="list-style-type: none">• Verwaltungsvergütung p.a.: 1,0 %
8. Verfügbarkeit	Die Fondsanteile können börsentäglich zum aktuellen Rücknahmepreis an die Fondsgesellschaft zurückgegeben werden. Ein Verkauf über die Börse ist ebenfalls möglich.
9. Besteuerung	Die gutgeschriebenen Zins- und Dividenderträge sowie realisierte Kursgewinne unterliegen der Abgeltungssteuer. <i>Hinweis: Zur Klärung steuerlicher Fragen sollte ein/e Steuerexperte/in eingeschaltet werden.</i>
10. Sonstiges	Ein Nachweis der Termingeschäftsfähigkeit ist nicht erforderlich.

Abbildung 3.

Produktinformationsblatt (Goethe-Fonds C)

1. Produktbezeichnung	Goethe – Fonds C, ISIN: DE0000815713
2. Produktart	Aktienfonds
3. Anbieter/Emittent	Goethe-Bank/Goethe Fund Management Ltd.
4. Produktbeschreibung	Der Aktien-Investmentfonds ist ein Wertpapier-Sondervermögen, das sich aus einer Vielzahl von durch das Fondsmanagement nach dem Prinzip der Risikostreuung ausgewählten in- und ausländischen Aktien zusammensetzt. Anleger erwerben einen Bruchteil am Fondsvermögen, der gemäß dem investierten Kapitalbetrag errechnet wird. Der Fonds hat eine unbegrenzte Laufzeit. Der aktuelle Rücknahmepreis der Fondsanteile wird banktäglich auf der Basis des aktuellen Kurswertes der im Fonds enthaltenen Wertpapiere ermittelt.
5. Risiken	<p>Kursrisiko/Geschäftsrisiko: Es besteht die Möglichkeit geringer und größerer Kursverluste durch schlechte Managementleistungen, die negative Entwicklung einzelner Aktien oder der Aktienmärkte insgesamt. Über den Erwerb der indirekt durch die Fondsanteile verbrieften Aktienanteile geht der Anleger bezogen auf die einzelnen Aktiengesellschaften ein unternehmerisches Risiko bis hin zum Totalverlust ein.</p> <p>Emittentenrisiko/Kreditrisiko: Die durch den Fonds erworbenen Wertpapiere bilden ein vom Vermögen der Fondsgesellschaft getrenntes Sondervermögen. Sollte der Fondsanbieter insolvent werden, ist das Sondervermögen geschützt und der Anleger erhält, die im Fonds enthaltenen Wertpapiere.</p> <p>Quantifizierung des Risikos: Das Risiko wird quantifiziert auf Basis des „Conditional Value-at-Risk“ eines Aktienfonds. Als Berechnungsgrundlage dienen die vergangenen 5 Jahre.</p> <p>Für diesen Fonds ergibt sich daraus ein Conditional-Value-at-Risk von 53,3 %.</p> <p>Glossar Conditional Value-at-Risk: Ist definiert als der erwartete Verlust für den Fall, dass eine Verlustgrenze tatsächlich überschritten wird. Somit ist er der wahrscheinlichkeitsgewichtete Durchschnitt aller Verluste, die entstehen, wenn eine Verlustgrenze unterschritten wird. Der Conditional Value-at-Risk gibt den durchschnittlichen Verlust in den 1 % schlechtesten Fällen (größten Verluste).</p>
6. Rendite	<p>Allgemeine Informationen zur Rendite von Investmentfonds Ein Aktienfonds erzielt Erträge aus Dividenden, Zinsen und Kursgewinnen der im Fonds enthaltenen Wertpapiere. Erzielte Kursgewinne können durch den Verkauf der Anteile zum gestiegenen Rücknahmepreis realisiert werden.</p> <p>Erwartete Rendite: Es wird erwartet, dass der Fonds eine Bruttorendite (Rendite vor Kosten) von 10 % pro Jahr erwirtschaftet.</p>
7. Kosten	<p>Beim Erwerb</p> <ul style="list-style-type: none">• Ausgabeaufschlag: 2,5 % <p>Im Bestand</p> <ul style="list-style-type: none">• Verwaltungsvergütung p.a.: 1,0 %
8. Verfügbarkeit	Die Fondsanteile können börsentäglich zum aktuellen Rücknahmepreis an die Fondsgesellschaft zurückgegeben werden. Ein Verkauf über die Börse ist ebenfalls möglich.
9. Besteuerung	Die gutgeschriebenen Zins- und Dividendenerträge sowie realisierte Kursgewinne unterliegen der Abgeltungssteuer. <i>Hinweis: Zur Klärung steuerlicher Fragen sollte ein/e Steuerexperte/in eingeschaltet werden.</i>
10. Sonstiges	Ein Nachweis der Termingeschäftsfähigkeit ist nicht erforderlich.

IV.3 Anhang zu Teil III – Verständnis von Rendite und Kosten

Fragenkomplex III

Verständnis von Rendite und Kosten

Bitte bewerten Sie die Attraktivität der Produkte D, E und F auf einer Skala von 1 (schlecht) bis 10 (gut).

Erklären Sie doch bitte, wie Sie zu Ihrer Einschätzung gekommen sind.

Für die drei Produkte, wie viel Rendite (nach allen Kosten) werden Sie im kommenden Jahr wahrscheinlich erwirtschaftet haben, wenn Sie 100 Euro investieren?

Abbildung 4.

Produktinformationsblatt (Goethe-Fonds D)

1. Produktbezeichnung	Goethe-Fonds D, ISIN: DE0000815711
2. Produktart	Aktienfonds
3. Anbieter/Emittent	Goethe-Bank/Goethe Fund Management Ltd.
4. Produktbeschreibung	Der Aktien-Investmentfonds ist ein Wertpapier-Sondervermögen, das sich aus einer Vielzahl von durch das Fondsmanagement nach dem Prinzip der Risikostreuung ausgewählten in- und ausländischen Aktien zusammensetzt. Anleger erwerben einen Bruchteil am Fondsvermögen, der gemäß dem investierten Kapitalbetrag errechnet wird. Der Fonds hat eine unbegrenzte Laufzeit. Der aktuelle Rücknahmepreis der Fondsanteile wird banktäglich auf der Basis des aktuellen Kurswertes der im Fonds enthaltenen Wertpapiere ermittelt.
5. Risiken	<p>Kursrisiko/Geschäftsrisiko: Es besteht die Möglichkeit geringer und größerer Kursverluste durch schlechte Managementleistungen, die negative Entwicklung einzelner Aktien oder der Aktienmärkte insgesamt. Über den Erwerb der indirekt durch die Fondsanteile verbrieften Aktienanteile geht der Anleger bezogen auf die einzelnen Aktiengesellschaften ein unternehmerisches Risiko bis hin zum Totalverlust ein.</p> <p>Emittentenrisiko/Kreditrisiko: Die durch den Fonds erworbenen Wertpapiere bilden ein vom Vermögen der Fondsgesellschaft getrenntes Sondervermögen. Sollte der Fondsanbieter insolvent werden, ist das Sondervermögen geschützt und der Anleger erhält, die im Fonds enthaltenen Wertpapiere.</p> <p>Quantifizierung des Risikos: Das Risiko wird quantifiziert auf Basis der Volatilität der Aktienfonds. Als Berechnungsgrundlage dienen die vergangenen 5 Jahre.</p> <p>Für diesen Fonds ergibt sich daraus eine Volatilität von 20 % pro Jahr.</p> <p>Glossar Volatilität: Die Volatilität ist eine mathematische Größe (Standardabweichung) für das Maß des Risikos einer Kapitalanlage. Als Standard werden die Schwankungen eines Wertpapiers genommen und gemessen, wie weit sich der Fonds in einem Monat von diesem Durchschnittswert entfernt hat. Also errechnet man die Schwankungsbreite um den Mittelwert herum. Je größer diese Schwankungsbreite ist, desto volatil und damit risikoreicher ist ein Fonds.</p>
6. Rendite	<p>Allgemeine Informationen zur Rendite von Investmentfonds Ein Aktienfonds erzielt Erträge aus Dividenden, Zinsen und Kursgewinnen der im Fonds enthaltenen Wertpapiere. Erzielte Kursgewinne können durch den Verkauf der Anteile zum gestiegenen Rücknahmepreis realisiert werden.</p> <p>Erwartete Rendite: Es wird erwartet, dass der Fonds eine Bruttorendite (Rendite vor Kosten) von 10 % pro Jahr erwirtschaftet.</p>
7. Kosten bei einer Investitionssumme von 100 EUR	<p>Beim Erwerb</p> <ul style="list-style-type: none">• Ausgabeaufschlag: 2,50 Euro <p>Im Bestand</p> <ul style="list-style-type: none">• Verwaltungsvergütung p.a.: 1,00 Euro
8. Verfügbarkeit	Die Fondsanteile können börsentäglich zum aktuellen Rücknahmepreis an die Fondsgesellschaft zurückgegeben werden. Ein Verkauf über die Börse ist ebenfalls möglich.
9. Besteuerung	Die gutgeschriebenen Zins- und Dividendenerträge sowie realisierte Kursgewinne unterliegen der Abgeltungssteuer. <i>Hinweis: Zur Klärung steuerlicher Fragen sollte ein/e Steuerexperte/in eingeschaltet werden.</i>
10. Sonstiges	Ein Nachweis der Termingeschäftsfähigkeit ist nicht erforderlich.

Abbildung 5.

Produktinformationsblatt (Goethe-Fonds E)

1. Produktbezeichnung	Goethe-Fonds E, ISIN: DE0000815712
2. Produktart	Aktienfonds
3. Anbieter/Emittent	Goethe-Bank/Goethe Fund Management Ltd.
4. Produktbeschreibung	Der Aktien-Investmentfonds ist ein Wertpapier-Sondervermögen, das sich aus einer Vielzahl von durch das Fondsmanagement nach dem Prinzip der Risikostreuung ausgewählten in- und ausländischen Aktien zusammensetzt. Anleger erwerben einen Bruchteil am Fondsvermögen, der gemäß dem investierten Kapitalbetrag errechnet wird. Der Fonds hat eine unbegrenzte Laufzeit. Der aktuelle Rücknahmepreis der Fondsanteile wird banktäglich auf der Basis des aktuellen Kurswertes der im Fonds enthaltenen Wertpapiere ermittelt.
5. Risiken	<p>Kursrisiko/Geschäftsrisiko: Es besteht die Möglichkeit geringer und größerer Kursverluste durch schlechte Managementleistungen, die negative Entwicklung einzelner Aktien oder der Aktienmärkte insgesamt. Über den Erwerb der indirekt durch die Fondsanteile verbrieften Aktienanteile geht der Anleger bezogen auf die einzelnen Aktiengesellschaften ein unternehmerisches Risiko bis hin zum Totalverlust ein.</p> <p>Emittentenrisiko/Kreditrisiko: Die durch den Fonds erworbenen Wertpapiere bilden ein vom Vermögen der Fondsgesellschaft getrenntes Sondervermögen. Sollte der Fondsanbieter insolvent werden, ist das Sondervermögen geschützt und der Anleger erhält, die im Fonds enthaltenen Wertpapiere.</p> <p>Quantifizierung des Risikos: Das Risiko wird quantifiziert auf Basis der Volatilität der Aktienfonds. Als Berechnungsgrundlage dienen die vergangenen 5 Jahre.</p> <p>Für diesen Fonds ergibt sich daraus eine Volatilität von 20 % pro Jahr.</p> <p>Glossar Volatilität: Die Volatilität ist eine mathematische Größe (Standardabweichung) für das Maß des Risikos einer Kapitalanlage. Als Standard werden die Schwankungen eines Wertpapiers genommen und gemessen, wie weit sich der Fonds in einem Monat von diesem Durchschnittswert entfernt hat. Also errechnet man die Schwankungsbreite um den Mittelwert herum. Je größer diese Schwankungsbreite ist, desto volatil und damit risikoreicher ist ein Fonds.</p>
6. Rendite	<p>Allgemeine Informationen zur Rendite von Investmentfonds Ein Aktienfonds erzielt Erträge aus Dividenden, Zinsen und Kursgewinnen der im Fonds enthaltenen Wertpapiere. Erzielte Kursgewinne können durch den Verkauf der Anteile zum gestiegenen Rücknahmepreis realisiert werden.</p> <p>Erwartete Rendite: Es wird erwartet, dass der Fonds eine Bruttorendite (Rendite vor Kosten) von 10 % pro Jahr erwirtschaftet.</p>
7. Kosten	<p>Beim Erwerb</p> <ul style="list-style-type: none">• Ausgabeaufschlag: 2,5 % <p>Im Bestand</p> <ul style="list-style-type: none">• Verwaltungsvergütung p.a.: 1,0 %
8. Verfügbarkeit	Die Fondsanteile können börsentäglich zum aktuellen Rücknahmepreis an die Fondsgesellschaft zurückgegeben werden. Ein Verkauf über die Börse ist ebenfalls möglich.
9. Besteuerung	Die gutgeschriebenen Zins- und Dividendenerträge sowie realisierte Kursgewinne unterliegen der Abgeltungssteuer. <i>Hinweis: Zur Klärung steuerlicher Fragen sollte ein/e Steuerexperte/in eingeschaltet werden.</i>
10. Sonstiges	Ein Nachweis der Termingeschäftsfähigkeit ist nicht erforderlich.

Abbildung 6.

Produktinformationsblatt (Goethe-Fonds F)

1. Produktbezeichnung	Goethe-Fonds F, ISIN: DE0000815713
2. Produktart	Aktienfonds
3. Anbieter/Emittent	Goethe-Bank/Goethe Fund Management Ltd.
4. Produktbeschreibung	Der Aktien-Investmentfonds ist ein Wertpapier-Sondervermögen, das sich aus einer Vielzahl von durch das Fondsmanagement nach dem Prinzip der Risikostreuung ausgewählten in- und ausländischen Aktien zusammensetzt. Anleger erwerben einen Bruchteil am Fondsvermögen, der gemäß dem investierten Kapitalbetrag errechnet wird. Der Fonds hat eine unbegrenzte Laufzeit. Der aktuelle Rücknahmepreis der Fondsanteile wird banktäglich auf der Basis des aktuellen Kurswertes der im Fonds enthaltenen Wertpapiere ermittelt.
5. Risiken	<p>Kursrisiko/Geschäftsrisiko: Es besteht die Möglichkeit geringer und größerer Kursverluste durch schlechte Managementleistungen, die negative Entwicklung einzelner Aktien oder der Aktienmärkte insgesamt. Über den Erwerb der indirekt durch die Fondsanteile verbrieften Aktienanteile geht der Anleger bezogen auf die einzelnen Aktiengesellschaften ein unternehmerisches Risiko bis hin zum Totalverlust ein.</p> <p>Emittentenrisiko/Kreditrisiko: Die durch den Fonds erworbenen Wertpapiere bilden ein vom Vermögen der Fondsgesellschaft getrenntes Sondervermögen. Sollte der Fondsanbieter insolvent werden, ist das Sondervermögen geschützt und der Anleger erhält, die im Fonds enthaltenen Wertpapiere.</p> <p>Quantifizierung des Risikos: Das Risiko wird quantifiziert auf Basis der Volatilität der Aktienfonds. Als Berechnungsgrundlage dienen die vergangenen 5 Jahre.</p> <p>Für diesen Fonds ergibt sich daraus eine Volatilität von 20 % pro Jahr.</p> <p>Glossar Volatilität: Die Volatilität ist eine mathematische Größe (Standardabweichung) für das Maß des Risikos einer Kapitalanlage. Als Standard werden die Schwankungen eines Wertpapiers genommen und gemessen, wie weit sich der Fonds in einem Monat von diesem Durchschnittswert entfernt hat. Also errechnet man die Schwankungsbreite um den Mittelwert herum. Je größer diese Schwankungsbreite ist, desto volatil und damit risikoreicher ist ein Fonds.</p>
6. Rendite	<p>Allgemeine Informationen zur Rendite von Investmentfonds Ein Aktienfonds erzielt Erträge aus Dividenden, Zinsen und Kursgewinnen der im Fonds enthaltenen Wertpapiere. Erzielte Kursgewinne können durch den Verkauf der Anteile zum gestiegenen Rücknahmepreis realisiert werden.</p> <p>Erwartete Rendite: Es wird erwartet, dass der Fonds eine Nettorendite (Rendite nach Kosten) von 9,00 % pro Jahr erwirtschaftet.</p>
7. Kosten	<p>Beim Erwerb</p> <ul style="list-style-type: none">• Ausgabeaufschlag: 2,5 %
8. Verfügbarkeit	Die Fondsanteile können börsentäglich zum aktuellen Rücknahmepreis an die Fondsgesellschaft zurückgegeben werden. Ein Verkauf über die Börse ist ebenfalls möglich.
9. Besteuerung	Die gutgeschriebenen Zins- und Dividendenerträge sowie realisierte Kursgewinne unterliegen der Abgeltungssteuer. <i>Hinweis: Zur Klärung steuerlicher Fragen sollte ein/e Steuerexperte/in eingeschaltet werden.</i>
10. Sonstiges	Ein Nachweis der Termingeschäftsfähigkeit ist nicht erforderlich.

IV.4 Anhang zu Teil IV – Informationsüberflutung

Fragenkomplex IV Informationsüberflutung

Bewerten Sie die Attraktivität der Reportings auf einer Skala von 1 (schlecht) bis 10 (gut).

Erklären Sie doch bitte, wie Sie zu Ihrer Einschätzung gekommen sind.

Welche Erkenntnisse ziehen Sie aus den Reportings? Schauen Sie sich Ihre Reportings an?

Abbildung 7.

Depotauszug A: Depot 47-11 – Stichtag: 31.12.2010

Wir übermitteln Ihnen hiermit die zum Stichtag 31.12.2010 gültigen Depotinformationen.

Kategorie	Menge	Titel	Bezeichnung	Kurs	Wert Euro
Aktien					
Aktien USD	100	Stk. US00724F1012	ADOBE SYSTEMS INC.	29,27 €	2.927,00 €
Aktien USD	1000	Stk. US5949181045	MICROSOFT CORP.	27,70 €	27.700,00 €
				Summe	30.627,00 €
Fonds					
Fonds EUR	50	Stk. LU0085494788	ABN AMRO-Gl.Em.Mkts Bd	178,16 €	8.908,00 €
Fonds USD	50	Stk. LU0055631609	MLIIF World Gold Fund A USD	35,78 €	1.789,00 €
				Summe	10.697,00 €
Sonstige					
Sonstige EUR	1000	Stk. DE000DB700C6	DB WaveC DAX	6,50 €	6.500,00 €
Sonstige EUR	2000	Stk. DE000GS0MBM9	GOSA MiniL O.End DAX	7,18 €	14.360,00 €
				Summe	20.860,00 €
				Gesamtsumme	<u>62.184,00 €</u>

Abbildung 8.

Depotauszug B: Depot 47-11 – Stichtag: 31.12.2010

Wir übermitteln Ihnen hiermit die zum Stichtag 31.12.2010 gültigen Depotinformationen.

Kategorie	Titel	Bezeichnung	Anteil	Rendite	Volatilität
Aktien				<i>01.01. - 31.12</i>	<i>01.01. - 31.12</i>
Aktien USD	US00724F1012	ADOBE SYSTEMS INC.	4,71%	10,00%	20,00%
Aktien USD	US5949181045	MICROSOFT CORP.	44,55%	8,00%	16,00%
			49,25%		
Fonds					
Fonds EUR	LU0085494788	ABN AMRO-Gl.Em.Mkts Bd	14,33%	11,00%	21,00%
Fonds USD	LU0055631609	MLIIF World Gold Fund A USD	2,88%	13,00%	22,00%
			17,20%		
Sonstige					
Sonstige EUR	DE000DB700C6	DB WaveC DAX	10,45%	10,00%	18,00%
Sonstige EUR	DE000GS0MBM9	GOSA MiniL O.End DAX	23,09%	12,00%	20,00%
			33,55%		

Gesamtsumme 62.184,00 €

Abbildung 9.

Depotauszug C: Depot 47-11 – Stichtag: 31.12.2010

Wir übermitteln Ihnen hiermit die zum Stichtag 31.12.2010 gültigen Depotinformationen.

Kategorie	Titel	Bezeichnung	Wert Euro
Aktien			
Aktien USD	US00724F1012	ADOBE SYSTEMS INC.	2.927,00 €
Aktien USD	US5949181045	MICROSOFT CORP.	27.700,00 €
Fonds			
Fonds EUR	LU0085494788	ABN AMRO-Gl.Em.Mkts Bd	8.908,00 €
Fonds USD	LU0055631609	MLIIF World Gold Fund A USD	1.789,00 €
Sonstige			
Sonstige EUR	DE000DB700C6	DB WaveC DAX	6.500,00 €
Sonstige EUR	DE000GS0MBM9	GOSA MiniL O.End DAX	14.360,00 €
Gesamtsumme			<u>62.184,00 €</u>

Performance Evaluation: Berichtsperiode 01.01. - 31.12.

<u>Portfolioperspektive</u>		<u>Entwicklung Musterportfolio</u>	
<u>Rendite</u>	<u>Volatilität</u>	<u>Rendite</u>	<u>Volatilität</u>
14,49%	22,92%	12,00%	16,00%

IV.5 Auswertungsbögen

	Befragter 1
Wissen über Finanzprodukte	Mittel
Quellen Finanznachrichten	Bank, Internet
Regelmäßige Nutzung	Internet
Nutzung Finanzprodukte	Sparkonto
Kenntnis Finanzprodukte	Sparkonto
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Sonstige Anschaffungen, Ferien
Erwartungen an Beratung	Optimierung der Gesamtsituation, Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend
Anlagestrategie	Sicherheit oberste Priorität, Kostenminimierung
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit eines Verlustes, Wahrscheinlichkeit dass ein Verlust X übersteigt
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	1,8,4
Kommentare	Zahlen schwierig
Fonds A	Volatilität sagt nichts über Verlust; würde nicht Fonds A wählen
Fonds B	
Fonds C	CVAR am besten
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	12,10,8
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	13,10,5
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	-,10,-
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	6,1,10
Kommentare	
Fonds D	
Fonds E	Schlecht, da weder Netto noch EUR ausgewiesen
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	9;9;9
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	6,8,10
Kommentare	Kombination von A und C
Depotauszug A	
Depotauszug B	
Depotauszug C	Vergleich hilft und wirft Fragen auf

	Befragter 2
Wissen über Finanzprodukte	Gut
Quellen Finanznachrichten	Börse im Ersten, N-tv, N24, Bloomberg bzw. Anleger TV, Lokale Tageszeitungen, Börsenpflichtblätter, Internet
Regelmäßige Nutzung	N-tv, N24, Bloomberg bzw. Anleger TV
Nutzung Finanzprodukte	Sparkonto
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Zertifikate, Optionen, Lebensversicherungen, Bausparverträge, Sparkonto, Gold/Edelmetalle
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Sonstige Anschaffungen
Erwartungen an Beratung	Optimierung der Gesamtsituation, Risikomanagement, Rendite
Anlagestrategie	Sicherheit oberste Priorität
Risiko bei Finanzprodukten	Volatilität, Wahrscheinlichkeit dass ein Verlust X übersteigt
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	10,1,1
Kommentare	
Fonds A	Konzept der SD am informativsten und besten verständlich, deswegen Auswahl von Fonds I
Fonds B	
Fonds C	
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	70,10,-50
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	60,10,-40
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	60,10,-40
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	7,7,7
Kommentare	
Fonds D	Deutlich mehr Probleme mit EUR-Ausweis
Fonds E	
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6.5,6.5,6.5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	7,7,2
Kommentare	
Depotauszug A	Wert fehlt; Direkter Wert wichtig; Keine Schlüsse und Handlungen
Depotauszug B	Vorteil Renditen und Vergleich möglich; Preferiert möglichst viele Informationen; Keine Schlüsse und Handlungen
Depotauszug C	Wenig Info: Keine Renditen, Volatilität, Mengenangaben pro Titel; Musterportfolio schwer nachvollziehbar: Zu wenig Zahlen; Schlechte Vergleichbarkeit; Zumindest Erkenntnis, dass suboptimal und Gesprächsbedarf/Handlungsbedarf besteht

Befragter 3	
Wissen über Finanzprodukte	Schlecht
Quellen Finanznachrichten	Lokale Tageszeitungen, Börsenpflichtblätter, Internet
Regelmäßige Nutzung	Lokale Tageszeitungen, Börsenpflichtblätter, Internet
Nutzung Finanzprodukte	Aktien, Lebensversicherungen, Gold/Edelmetalle
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Zertifikate, Optionen, Lebensversicherungen, Bausparverträge, Sparkonto, Gold/Edelmetalle
Anteil Vermögen im Depot	10-20%
Sparziele	Sonstige Anschaffungen, Familie, Flexibilität/Freiheit/Unabhängigkeit
Erwartungen an Beratung	Keine
Anlagestrategie	Maximierung der Rendite, Einzeltitel Auswahl, Gut-Feeling
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit und Höhe eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	4,8,0
Kommentare	
Fonds A	Zum Zocken von 5.000 - 10.000 EUR
Fonds B	VAR zeigt Maximum an; Nicht zocken; Quantifizierung schafft Awareness/Vertrauen
Fonds C	CVAR ist auf den ersten Blick zu kompliziert und wird deswegen nicht ausgewählt
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5%, Mittelwert, 95%	12,10,6
Fonds B: 5%, Mittelwert, 95%	10,10,5
Fonds B: 5%, Mittelwert, 95%	-,-,-
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	0,5,10
Kommentare	Keine EUR-Angaben, lieber %, da einfacher
Fonds D	Zu kompliziert; schwer verständlich; schlechte Darstellung; Knock-out
Fonds E	Nettorendite einfacher, effektiv; Klarheit
Fonds F	Nettorendite einfacher, effektiv; Klarheit
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	-;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	0,5,10
Kommentare	Ideal B + C
Depotauszug A	Nominal zu wenig Info; Nur der Wert ohne "Mehr"-Wert
Depotauszug B	Mit EUR wäre toll
Depotauszug C	Portfolioperspektive wichtig; Vorjahresbetrachtung fehlt

Befragter 4	
Wissen über Finanzprodukte	Sehr schlecht
Quellen Finanznachrichten	Börse im Ersten, Lokale Tageszeitungen, Börsenpflichtblätter
Regelmäßige Nutzung	Lokale Tageszeitungen, Börsenpflichtblätter
Nutzung Finanzprodukte	Lebensversicherungen, Bausparverträge
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Lebensversicherungen, Bausparverträge, Sparkonto, Gold/Edelmetalle
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Altersvorsorge, Rückversicherung/Notfälle, Sicherung Lebensstandard/Rente
Erwartungen an Beratung	Optimierung der Gesamtsituation, Risikomanagement, Rendite, Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend, Glaubwürdiges und respektvolles Auftreten, Verständliches und nachvollziehbares Konzept
Anlagestrategie	Sicherheit oberste Priorität, Passive Produkte, Kostenminimierung, Keine Verschuldung
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	8,5,2
Kommentare	
Fonds A	Schwankungsbreite erscheint nicht so hoch; Zahl 20 als niedrig eingeschätzt
Fonds B	Gemessen an der Zahl 46,6 erscheint es als ein hoher Verlust; Positiv gewertet wird, dass eine gewisse Sicherheit über die Höhe des Verlustes besteht; Verlust wird planbar
Fonds C	Durch Zahl 53,3 erscheint der Verlust als sehr hoch; Im Vergleich weiß man bei Fonds B genau, wie viel Geld verloren werden kann; Hier wird durch eine hohe Spannweite der Verlust unvorhersehbar
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5%, Mittelwert, 95%	80,10,-10
Fonds B: 5%, Mittelwert, 95%	80,10,-20
Fonds B: 5%, Mittelwert, 95%	40,10,-50
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	8,8,10
Kommentare	
Fonds D	Fonds D und E identisch
Fonds E	
Fonds F	9% Netto erscheint mehr als 10% abzgl. Kosten; keine Verwaltungsgebühren aufgelistet
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	5;5;8
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	10,7,3
Kommentare	
Depotauszug A	Verständliche Zahlen; EUR-Angaben werden zu % preferiert; Nachvollziehbar; Layout einfach und übersichtlich; Namensgebung nachvollziehbar; Wie viel erspart; Wie verändert sich der Wert; Bei steigendem Kurs eventuell Zukauf
Depotauszug B	%-Zahlen verwirrend und nicht leicht nachzuvollziehen; Übersicht nicht nachvollziehbar; Nur Gesamtsumme: Einzelsummen fehlen; Historische Rendite
Depotauszug C	Keine nachvollziehbare Aufführung; Erklärung nötig; Vergleich der Portfolien wird nicht regelmäßig gebraucht, sondern kann man bei Bedarf ansprechen; Logik und der Bezug zu den Zahlen fehlt; Kein Infogewinn aus den Zahlen

	Befragter 5
Wissen über Finanzprodukte	schlecht
Quellen Finanznachrichten	Börse im Ersten, N-tv, N24, Internet
Regelmäßige Nutzung	Internet
Nutzung Finanzprodukte	Fonds, Lebensversicherungen, Bausparverträge
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Optionen, Lebensversicherungen, Bausparverträge, Sparkonto, Gold/Edelmetalle, Immobilien
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Altersvorsorge, Hauskauf, Sonstige Anschaffungen, Ferien
Erwartungen an Beratung	Optimierung der Gesamtsituation, Risikomanagement, Glaubwürdiges und respektvolles Auftreten, Rendite
Anlagestrategie	Maximierung der Rendite, Passive Produkte
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit eines Verlustes
	Verständnis von Risiko und Risikomaßen
Attraktivität Fonds A,B,C	2,3,2
Kommentare	Konzepte nicht verstanden
Fonds A	
Fonds B	Konzept am verständlichsten im Vergleich
Fonds C	
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	3,0,-10
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	7,2,-8
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	3,1,-11
	Verständnis von Rendite und Kosten
Attraktivität Fonds D,E,F	2,2,1
Kommentare	
Fonds D	Verwaltungsgebühren erscheinen als hoch
Fonds E	Verwaltungsgebühren erscheinen als hoch
Fonds F	Keine klare Darstellung der Kosten
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	10;10;9
	Diversifikation und Reporting
Attraktivität Depotausz. A,B,C	5,1,2
Kommentare	
Depotauszug A	Alles, was Person wissen will, enthalten; Anteile fehlen; Menge, Werte, Kurse sind greifbare Informationen; Anhand Kurs wird über Zukauf und Verkauf entschieden
Depotauszug B	Rendite interessiert nicht, da in Zeiträumen unterschiedlich; Infos nicht vollständig; Kein Vertrauen in Konstrukt Rendite, da am Ende vom Jahr sie eh anders als historisch ist
Depotauszug C	Geldwert ist aufgeführt, deswegen ist C besser als B; Fehlendes Vertrauen in Bank und Anlageberatung

	Befragter 6
Wissen über Finanzprodukte	Mittel
Quellen Finanznachrichten	Lokale Tageszeitungen
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Aktien, Fonds
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Immobilien
Anteil Vermögen im Depot	50-60%
Sparziele	Altersvorsorge, Rückversicherung/Notfälle
Erwartungen an Beratung	Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend
Anlagestrategie	Passive Produkte
Risiko bei Finanzprodukten	Keine
	Verständnis von Risiko und Risikomaßen
Attraktivität Fonds A,B,C	8,2,4
Kommentare	
Fonds A	
Fonds B	Ausdruck "Verlust" wirkt abschreckend
Fonds C	Ausdruck "maximaler Verlust" wirkt sehr abschreckend
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	40,10,-20
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	60,10,-40
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	50,10,-30
	Verständnis von Rendite und Kosten
Attraktivität Fonds D,E,F	8,8,6
Kommentare	
Fonds D	Fonds D und E identisch
Fonds E	
Fonds F	Höhere Kosten und niedrigere Rendite
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
	Diversifikation und Reporting
Attraktivität Depotausz. A,B,C	3,8,6
Kommentare	
Depotauszug A	Zu wenig Info; nur die Summe
Depotauszug B	Risiko interessiert mich nicht; Summe und Rendite
Depotauszug C	Risiko interessiert mich nicht Einzelrendite wäre wichtig; Gesamtsumme, gibt mir aber keine zusätzliche Info.

Befragter 7	
Wissen über Finanzprodukte	Mittel
Quellen Finanznachrichten	Börse im Ersten, Lokale Tageszeitungen
Regelmäßige Nutzung	Börse im Ersten, Lokale Tageszeitungen
Nutzung Finanzprodukte	Aktien, Fonds
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen
Anteil Vermögen im Depot	50-60%
Sparziele	Sonstige Anschaffungen, Vererben, Ferien, Ausbildung der Kinder
Erwartungen an Beratung	Keine
Anlagestrategie	Einzeltitelauswahl
Risiko bei Finanzprodukten	Maximum Drawdown
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	8,4,3
Kommentare	
Fonds A	am einfachsten zu verstehen
Fonds B	total unverständlich
Fonds C	total unverständlich
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	100,10,-40
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	90,10,-30
Fonds C: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,-20
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	2,3,8
Kommentare	
Fonds D	
Fonds E	
Fonds F	am günstigsten: hat die geringsten Kosten
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;7,5;9
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	8,4,6
Kommentare	
Depotauszug A	Stückzahl ist ganz wichtig, bekannte Darstellung
Depotauszug B	Rendite kann ich doch selber mit Hilfe des Vorjahresreports ausrechnen
Depotauszug C	zu kompliziert

Befragter 8	
Wissen über Finanzprodukte	Schlecht
Quellen Finanznachrichten	Börse im Ersten, Lokale Tageszeitungen
Regelmäßige Nutzung	Börse im Ersten, Lokale Tageszeitungen
Nutzung Finanzprodukte	Aktien, Lebensversicherungen
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Zertifikate, Optionen, Lebensversicherungen, Bausparverträge, Sparkonto, Gold/Edelmetalle, Immobilien
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Keine
Erwartungen an Beratung	Risikomanagement, Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend
Anlagestrategie	Optimales Risiko-Rendite Verhältnis, Passive Produkte
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit eines Verlustes, Maximum Drawdown
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	3,6,8
Kommentare	
Fonds A	20 % klingt sehr volatil, aber ohne Verteilungsannahme schwer mit B und C zu vergleichen
Fonds B	Totalverlust möglich
Fonds C	Totalverlust möglich aber weniger wahrscheinlich
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	60,10,-60
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	46,10,-46
Fonds C: 5.%, Mittelwert, 95%	50,10,-60
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	8,8,8
Kommentare	
Fonds D	
Fonds E	Alle gleich
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	7,5;7,5;7,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	3,8,6
Kommentare	
Depotauszug A	schlecht: nur absolute Zahlen angegeben
Depotauszug B	Rendite, Anteil und Volatilität sind wichtige Kennzahlen
Depotauszug C	

Befragter 9	
Wissen über Finanzprodukte	Mittel
Quellen Finanznachrichten	Börse im Ersten
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Lebensversicherungen, Bausparverträge
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Zertifikate, Optionen
Anteil Vermögen im Depot	10-20%
Sparziele	Keine
Erwartungen an Beratung	Produktvorschläge, Risikomanagement, Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend
Anlagestrategie	Optimales Risiko-Rendite Verhältnis
Risiko bei Finanzprodukten	Volatilität, Wahrscheinlichkeit eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	6,8,4
Kommentare	
Fonds A	mehr Risiko aber auch mehr Chancen
Fonds B	maximaler Verlust in einem Jahr ist eine relevante info
Fonds C	unverständlich
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	35,10,-35
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	43,10,-43
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	50,10,-50
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	8,8,8
Kommentare	
Fonds D	
Fonds E	Alle gleich
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	4,6,8
Kommentare	
Depotauszug A	Kurs brauche ich gar nicht
Depotauszug B	kann ich besser einschätzen; Ich sehe womit ich Gewinn/Verlust erzielt habe -> Portfolio umschichten
Depotauszug C	am einfachsten, alle infos relevant

Befragter 10	
Wissen über Finanzprodukte	Schlecht
Quellen Finanznachrichten	Keine
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Aktien, Fonds
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen
Anteil Vermögen im Depot	40-50%
Sparziele	Altersvorsorge
Erwartungen an Beratung	Glaubwürdiges und respektvolles Auftreten
Anlagestrategie	Höre auf meinen Berater
Risiko bei Finanzprodukten	Volatilität
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	4,8,2
Kommentare	
Fonds A	zu kompliziert
Fonds B	am besten zu verstehen
Fonds C	Konzept unverständlich, deswegen riskante Sache
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	55,10,-55
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	54,10,-54
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	53,10,-53
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	8,5,3
Kommentare	
Fonds D	
Fonds E	absolute Zahlen sind gut
Fonds F	kleine Zahl bei der Rendite
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	7,3,8
Kommentare	
Depotauszug A	übersichtlich
Depotauszug B	kann ich nichts mit anfangen. Kenne nicht den Wert einzelner Papiere
Depotauszug C	übersichtlich, Zusammenfassung ist gut

Befragter 11	
Wissen über Finanzprodukte	Mittel
Quellen Finanznachrichten	Börse im Ersten, Lokale Tageszeitungen
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Aktien, Lebensversicherungen
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Staatsanleihen, Bausparverträge
Anteil Vermögen im Depot	10-20%
Sparziele	Altersvorsorge
Erwartungen an Beratung	Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend
Anlagestrategie	Einzeltitelauswahl
Risiko bei Finanzprodukten	Volatilität, Maximum Drawdown
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	8,6,4
Kommentare	
Fonds A	geringeres Risiko
Fonds B	fast 50%/Verlust möglich -> sehr unsicher
Fonds C	über 50% Verlust möglich -> extrem unsicher
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,-30
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	40,10,-40
Fonds C: 5.%, Mittelwert, 95%	50,10,-50
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	6,6,6
Kommentare	
Fonds D	
Fonds E	Alle gleich
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	6,8,7
Kommentare	
Depotauszug A	am einfachsten; Wert der Aktien
Depotauszug B	Rendite zu wissen ist wichtig; Rendite und Anteil. Vola sagt mir nichts, kenne ich nicht
Depotauszug C	PF Perspektive und Musteportfolio ist ganz nett; Wert der Aktien und gesamte Rendite. Benchmark war besser als ich

Befragter 12	
Wissen über Finanzprodukte	Schlecht
Quellen Finanznachrichten	Keine
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Fonds
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Lebensversicherungen, Immobilien
Anteil Vermögen im Depot	> 60%
Sparziele	Ferien, Flexibilität/Freiheit/Unabhängigkeit
Erwartungen an Beratung	Risikomanagement, Kostenminimierung, Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend
Anlagestrategie	Sicherheit oberste Priorität
Risiko bei Finanzprodukten	Volatilität, Wahrscheinlichkeit eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	10,4,3
Kommentare	
Fonds A	am sichersten
Fonds B	nicht verständlich
Fonds C	nicht verständlich, deswegen Unsicherheit
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,0
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	25,10,-30
Fonds C: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,-40
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	5,5,10
Kommentare	
Fonds D	D und E gleich
Fonds E	
Fonds F	man sieht gleich, wie viel es kostet
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	-;-;6,275
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	8,7,9
Kommentare	
Depotauszug A	Kurs ist wichtig, um mit Kurs im letzten Jahr vergleichen zu können -> Gewinn oder Verlust?; Kurs, Betrag, Anzahl
Depotauszug B	Prozentzahlen sagen mir nichts. Obwohl ich eigentlich weiß, dass Angaben wichtig sind, verstehe ich sie nicht; verstehe ich nicht
Depotauszug C	zusätzliche Info und absolute Beträge; Kurs fehlt

Befragter 13	
Wissen über Finanzprodukte	Mittel
Quellen Finanznachrichten	Börse im Ersten, Lokale Tageszeitungen
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Lebensversicherungen
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Lebensversicherungen
Anteil Vermögen im Depot	> 60%
Sparziele	Altersvorsorge, Hauskauf
Erwartungen an Beratung	Produktvorschläge, Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend
Anlagestrategie	Optimales Risiko-Rendite Verhältnis, Passive Produkte
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	7,3,5
Kommentare	
Fonds A	im Durchschnitt kein Verlust (10% Schwankung nach unten)
Fonds B	klingt risikoreich - großer Verlust
Fonds C	weniger Verlustreich als B, möglicher Verlust besser abzuschätzen
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	45,10,-45
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	55,10,-45
Fonds C: 5.%, Mittelwert, 95%	50,10,-50
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	5,5,8
Kommentare	
Fonds D	D und E gleich
Fonds E	2,50 Euro klingt wenig
Fonds F	gleicher Ausgabeaufschlag, geringere Rendite
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	9;9;8,9
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	3,8,5
Kommentare	
Depotauszug A	
Depotauszug B	am meisten relevante Info; Portfoliovola fehlt
Depotauszug C	Wäre wichtig zu sehen welche Papiere Gewinn/Verlust gemacht haben. Wichtig für Anlageentscheidung; Rendite fehlt, Kann ich aber mit Auszug vom letzten Jahr selber ausrechnen.

Befragter 14	
Wissen über Finanzprodukte	Sehr schlecht
Quellen Finanznachrichten	Keine
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Gold/Edelmetalle
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Keine
Erwartungen an Beratung	Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend, Glaubwürdiges und respektvolles Auftreten
Anlagestrategie	Keine
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	1,8,7
Kommentare	
Fonds A	am schwersten zu verstehen
Fonds B	verstehe ich nicht
Fonds C	verstehe ich nicht, scheint aber ein sinnvolles Maß zu sein
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	40,10,-70
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	100,10,-90
Fonds C: 5.%, Mittelwert, 95%	100,10,-90
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	9,4,6
Kommentare	
Fonds D	Ausgabeaufschlag und Verwaltungsgebühr niedriger
Fonds E	
Fonds F	Nettorendite einfacher
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	5,5;5,5;9
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	4,6,9
Kommentare	
Depotauszug A	verstehe ich nicht
Depotauszug B	versteht man besser als Prozentangaben
Depotauszug C	Gesamtsituation einfach dargestellt, sehr gut

Befragter 15	
Wissen über Finanzprodukte	Mittel
Quellen Finanznachrichten	Börse im Ersten, Lokale Tageszeitungen
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Keine
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen
Anteil Vermögen im Depot	20-30%
Sparziele	Altersvorsorge
Erwartungen an Beratung	Risikomanagement, Gute Atmosphäre/Kaffee/Nettes Gespräch, Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend
Anlagestrategie	Sicherheit oberste Priorität
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit eines Verlustes, Maximum Drawdown
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	4,9,6
Kommentare	
Fonds A	am besten zu verstehen
Fonds B	klingt gut, Wahrscheinlichkeit für so einen hohen Verlust nur 1 %
Fonds C	verstehe ich nicht
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,-20
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	60,10,-50
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	80,10,-90
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	6,6,6
Kommentare	
Fonds D	
Fonds E	Alle gleich
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	5,5,5
Kommentare	
Depotauszug A	keine Meinung
Depotauszug B	keine Meinung
Depotauszug C	keine Meinung

Befragter 16	
Wissen über Finanzprodukte	Mittel
Quellen Finanznachrichten	Lokale Tageszeitungen, Börsenpflichtblätter
Regelmäßige Nutzung	Lokale Tageszeitungen, Börsenpflichtblätter
Nutzung Finanzprodukte	Keine
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Lebensversicherungen, Bausparverträge
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Ferien
Erwartungen an Beratung	Produktvorschläge, Kostenminimierung
Anlagestrategie	Sicherheit oberste Priorität, Passive Produkte
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit und Höhe eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	4,1,2
Kommentare	
Fonds A	nicht so starke Schwankungen scheint am unriskantesten Verlustrisiko scheint akzeptabel
Fonds B	Risiko scheint zu groß, um es zu tragen
Fonds C	Verlustwahrscheinlichkeit scheint nur gering, aber trotzdem noch sehr riskant
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,-10
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	56,10,-36
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	63,10,-43
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	4,4,4
Kommentare	
Fonds D	Versuchsperson erkannte, dass Darstellungsformen gleich sind Versuchsteilnehmer wurde Bedeutung von Ausgabeaufschlag und Verwaltungsgebühr erklärt
Fonds E	
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	9;9;9
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	5,6,2
Kommentare	
Depotauszug A	Versuchsperson bemerkt, dass Summierungen nicht stimmen und ist dadurch verwirrt aussagekräftig Kosten pro Aktie bekannt aber Risikoangaben fehlen; erst keine Erkenntnisse Versuchsperson wird dann darauf hingewiesen Volatilitäten zu vergleichen
Depotauszug B	Aktienkurse wären wichtig gut, dass Risiko und Volatilität erwähnt sind; stellt fest, dass das Gesamtportfolio Vola wie am wenigsten schwankender Einzelwert hat zu wenig Infos
Depotauszug C	unverständlich, da Risiko separat dargestellt wird; - jedoch nicht nachvollziehbar wieso Wert so niedrig ist

Befragter 17	
Wissen über Finanzprodukte	Schlecht
Quellen Finanznachrichten	Börsenpflichtblätter, Internet
Regelmäßige Nutzung	Börsenpflichtblätter, Internet
Nutzung Finanzprodukte	Staatsanleihen, Sparkonto
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Zertifikate, Optionen, Bausparverträge, Sparkonto, Immobilien
Anteil Vermögen im Depot	> 60%
Sparziele	Keine
Erwartungen an Beratung	Produktvorschläge, Risikomanagement, Gute Atmosphäre/Kaffee/Nettes Gespräch, Glaubwürdiges und respektvolles Auftreten, Verständliches und nachvollziehbares Konzept
Anlagestrategie	Sicherheit oberste Priorität, Optimales Risiko-Rendite Verhältnis
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	4,3,3
Kommentare	Versuchsteilnehmer wird erklärt was value at risk und cond. Value at risk bedeutet, trotzdem Verständnisprobleme ohne konkrete Beispiele
Fonds A	20% hört sich leicht weniger an als andere Maßstäbe
Fonds B	insgesamt schwierig zu vergleichen, da nicht sehr verständlich ohne graphische Darstellung
Fonds C	
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	20,10,0
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	40,10,-45
Fonds C: 5.%, Mittelwert, 95%	45,10,-45
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	4,4,4
Kommentare	Ausgabe- und Verwaltungsaufschlag erklärt
Fonds D	erkennt, dass nur unterschiedliche Darstellungsform der gleichen Kosten
Fonds E	
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	6,6,5
Kommentare	gut, dass Aktienkurs dasteht
Depotauszug A	Rendite und Volatilität fehlt; erst keine Erkenntnisse Versuchsperson wird dann darauf hingewiesen Volatilitäten zu vergleichen
Depotauszug B	Rendite und Volatilität ist gut, aber Absolutwerte fehlen; stellt fest, dass Volatilität für Gesamtportfolio geringer ist
Depotauszug C	zu wenig Info wäre besser mehr aufgeschlüsselt; - eigene Reportings werden oberflächlich gescannt, da Teil der eigenen Kontoübersicht

Befragter 18	
Wissen über Finanzprodukte	Gut
Quellen Finanznachrichten	N-tv, N24, Lokale Tageszeitungen, Börsenpflichtblätter, Internet
Regelmäßige Nutzung	Lokale Tageszeitungen, Börsenpflichtblätter, Internet
Nutzung Finanzprodukte	Aktien
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Zertifikate, Optionen, Lebensversicherungen, Bausparverträge, Sparkonto, Gold/Edelmetalle, Immobilien
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Sonstige Anschaffungen, Ferien
Erwartungen an Beratung	Produktvorschläge, Optimierung der Gesamtsituation, Risikomanagement
Anlagestrategie	Optimales Risiko-Rendite Verhältnis, Passive Produkte
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit und Höhe eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	4,3,3
Kommentare	
Fonds A	20% Schwankung scheint niedriger als in B, C
Fonds B	scheint risikoreicher
Fonds C	scheint risikoreicher aber große Schwierigkeiten Risikomaße untereinander zu vergleichen
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	20,10,0
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	60,10,-40
Fonds C: 5.%, Mittelwert, 95%	60,10,-40
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	5,5,5
Kommentare	Teilnehmer erkannte, dass es sich nur um andere Darstellung handelte
Fonds D	
Fonds E	
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	5,7,3
Kommentare	übersichtliche Darstellung wieviel in welche Aktie investiert aber Rendite und Volatilität fehlt; erst keine Erkenntnisse Versuchsperson wird dann darauf hingewiesen Volatilitäten zu vergleichen
Depotauszug A	gut, da Risiko bekannt
Depotauszug B	aus Anteil möglich Anlagehöhe auszurechnen für Einzelwerte; stellt fest, dass Volatilität für Gesamtportfolio klein ist
Depotauszug C	zu wenig Infos im Vergleich

Befragter 19	
Wissen über Finanzprodukte	Schlecht
Quellen Finanznachrichten	Börsenpflichtblätter
Regelmäßige Nutzung	Börsenpflichtblätter
Nutzung Finanzprodukte	Staatsanleihen, Bausparverträge, Sparkonto
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Optionen, Lebensversicherungen, Bausparverträge, Sparkonto
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Altersvorsorge, Hauskauf, Ausbildung der Kinder
Erwartungen an Beratung	Produktvorschläge, Optimierung der Gesamtsituation, Kostenminimierung, Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend
Anlagestrategie	Sicherheit oberste Priorität, Passive Produkte
Risiko bei Finanzprodukten	Volatilität
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	2,2,2
Kommentare	Teilnehmer gibt an Maße nicht richtig zu verstehen intuitiv scheint Risiko bei allen drei Fonds gleich zu sein insgesamt Risiko zu hoch, daher geringe Wertung
Fonds A	
Fonds B	0
Fonds C	0
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	-,10,-
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	-,10,-
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	-,10,-
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	2,2,2
Kommentare	Teilnehmer erkannte, dass es sich nur um andere Darstellung handelte
Fonds D	
Fonds E	
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	7,10,4
Kommentare	Teilnehmer wird darauf hingewiesen, dass alle Depots die gleichen Aktien enthalten
Depotauszug A	Vola und Rendite fehlen aber absolute Einzelangaben sind gut; erst keine Erkenntnisse Versuchsperson wird dann darauf hingewiesen Volatilitäten zu vergleichen
Depotauszug B	Zahlen als Basis für Entscheidung in übersichtlicher Form dargestellt (Vola, Rendite); Teilnehmer wird weiterhin darauf hingewiesen, Höhe der Volatilitätswerte in B und C zu vergleichen, kommt jedoch zu keinem Ergebnis
Depotauszug C	Relevante Daten müssten selbst errechnet werden, daher unbequeme Darstellung

Befragter 20	
Wissen über Finanzprodukte	Mittel
Quellen Finanznachrichten	Internet
Regelmäßige Nutzung	Internet
Nutzung Finanzprodukte	Fonds
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Lebensversicherungen
Anteil Vermögen im Depot	> 60%
Sparziele	Sicherung Lebensstandard/Rente
Erwartungen an Beratung	Produktvorschläge, Risikomanagement, Kostenminimierung, Glaubwürdiges und respektvolles Auftreten, Verständliches und nachvollziehbares Konzept
Anlagestrategie	Maximierung der Rendite, Optimales Risiko-Rendite Verhältnis
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit und Höhe eines Verlustes, Maximum Drawdown
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	4,5,6
Kommentare	Extremausschläge können nicht eingeschätzt werden, d.h zu wenig Infos über Randereignisse (bes. Verlustbereich)
Fonds A	
Fonds B	worst case in 1% nicht erklärten Fällen kann nicht eingeschätzt werden
Fonds C	worst case kann am besten eingeschätzt werden
Schwankungsbreite	Maximalrisiko wird bei gleicher Rendite als am wichtigsten angesehen
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,-30
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,-30
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,-30
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	5,5,5
Kommentare	Teilnehmer erkannte, dass es sich nur um andere Darstellung handelte
Fonds D	Fonds wurden nur relativ bewertet, absolute Bewertung schwierig auf Basis der Angaben
Fonds E	
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	8,8;8,8;8,8
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	2,7,5
Kommentare	Versuchsperson bemerkt dass Zwischenrechnungen nicht stimmen
Depotauszug A	keine Volatilitätsinfo, Kursentwicklung / Schwankung kann nicht eingeschätzt werden; erst keine Erkenntnisse Versuchsperson wird dann darauf hingewiesen Volatilitäten zu vergleichen
Depotauszug B	muss selber viel rechnen aber viel Info Rendite und Vola gut über Anteil kann Absolutwert errechnet werden; Beobachtet, dass Gesamtvola nicht arithmetisches Mittel ist Risiko scheint sich auszugleichen untereinander
Depotauszug C	individuelle Vola und Rendite fehlen aber gut, dass Gesamtrisiko abgeschätzt werden kann

Befragter 21	
Wissen über Finanzprodukte	Sehr schlecht
Quellen Finanznachrichten	Keine
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Sparkonto
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Sparkonto
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Keine
Erwartungen an Beratung	Produktvorschläge, Optimierung der Gesamtsituation
Anlagestrategie	Sicherheit oberste Priorität, Passive Produkte
Risiko bei Finanzprodukten	Volatilität, Wahrscheinlichkeit eines Verlustes, Maximum Drawdown
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	8,5,3
Kommentare	
Fonds A	kann ich mehr mit anfangen, verständlicher
Fonds B	klingt sehr negativ (maximaler Verlust)
Fonds C	noch schlimmer als B
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	80,10,-40
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	60,10,-60
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	80,10,-70
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	8,8,4
Kommentare	
Fonds D	2,50 Euro klingt wenig
Fonds E	Kosten höher als bei D. Nach kurzem Überlegen: D=E
Fonds F	weniger Rendite als D und E
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	9;9;8
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	8,6,5
Kommentare	
Depotauszug A	wenig Information, für jemanden der sich nicht gut auskennt ausreichend
Depotauszug B	unübersichtlich, mehr Information als in C
Depotauszug C	Portfolio Volatilität ist gut zu wissen, bin mir aber nicht sicher, warum

Befragter 22	
Wissen über Finanzprodukte	Sehr schlecht
Quellen Finanznachrichten	Keine
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Keine
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Lebensversicherungen, Bausparverträge
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Keine
Erwartungen an Beratung	Glaubwürdiges und respektvolles Auftreten, Verständliches und nachvollziehbares Konzept
Anlagestrategie	Sicherheit oberste Priorität
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	7,3,5
Kommentare	
Fonds A	am verständlichsten, zumindest "sprachlich"
Fonds B	Konzept unverständlich
Fonds C	sehr unverständlich
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	20,10,-10
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	40,10,-40
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	50,10,-50
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	6,5,4
Kommentare	
Fonds D	absolute Zahlen und Brutto am einfachsten zu verstehen
Fonds E	trotz Prozentangaben noch ok
Fonds F	Nettorendite ungewohnt, verwirrend
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	3,8,6
Kommentare	
Depotauszug A	Kurs ist interessant, absolute Beträge angenehm; Kurs, Stückzahl, Wert, Gewinn
Depotauszug B	Prozentangaben schwieriger zu interpretieren, mehr Info zu Rendite; Gesamtsumme, Anteil
Depotauszug C	übersichtlich, weniger Info als in A, aber Portfoliorendite ist interessant; Musterportfolio

Befragter 23	
Wissen über Finanzprodukte	Schlecht
Quellen Finanznachrichten	Börse im Ersten
Regelmäßige Nutzung	Börse im Ersten
Nutzung Finanzprodukte	Fonds, Lebensversicherungen
Kenntnis Finanzprodukte	Fonds, Lebensversicherungen, Bausparverträge
Anteil Vermögen im Depot	30-40%
Sparziele	Altersvorsorge, Hauskauf, Sonstige Anschaffungen
Erwartungen an Beratung	Optimierung der Gesamtsituation, Risikomanagement, Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend, Glaubwürdiges und respektvolles Auftreten
Anlagestrategie	Höre auf meinen Berater
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	7,4,3
Kommentare	
Fonds A	verständlich, schwankt 20% nach oben und nach unten um den Mittelwert
Fonds B	kompliziert, Wahrscheinlichkeiten sagen mir nichts
Fonds C	kompliziert, Wahrscheinlichkeiten sagen mir nichts
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,-20
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,-40
Fonds C: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,-40
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	6,6,6
Kommentare	
Fonds D	Eurobetrag klingt kalkulierbarer
Fonds E	Prozent-> Kosten hängen von der Anlagesumme ab
Fonds F	einfacher zu verstehen
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	3,7,5
Kommentare	
Depotauszug A	keine Rendite, keine Portfolioentwicklung; Anzahl der einzelnen Aktien, Preis
Depotauszug B	sinnvoller als C, weil ich einzelne Aktien kaufe/verkaufe und nicht das ganze Portfolio; Rendite pro Aktie
Depotauszug C	am wenigsten Infos; Vergleich mit Musterportfolio -> habe ich das richtige Portfolio oder soll ich umschichten?

Befragter 24	
Wissen über Finanzprodukte	Schlecht
Quellen Finanznachrichten	Keine
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Fonds
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Lebensversicherungen
Anteil Vermögen im Depot	> 60%
Sparziele	Hauskauf, Sonstige Anschaffungen, Ferien
Erwartungen an Beratung	Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend, Glaubwürdiges und respektvolles Auftreten
Anlagestrategie	Keine
Risiko bei Finanzprodukten	Volatilität
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	7,5,2
Kommentare	
Fonds A	Standardabweichung bedeutet zwar hohes Risiko, aber weniger als bei B und C
Fonds B	Maximal möglicher Verlust 46.6%
Fonds C	53.3% > 46.6%, bei gleicher erwarteter Rendite also schlechter als B
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,0
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	20,10,-30
Fonds C: 5.%, Mittelwert, 95%	40,10,-40
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	7,7,7
Kommentare	
Fonds D	
Fonds E	alle gleich
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	4,6,8
Kommentare	
Depotauszug A	mit den Angaben kann man eigentlich nichts anfangen. Kann man selber ausrechnen wenn man B kennt ; Kurs, Summe Klassen
Depotauszug B	Vergleich Performance einzelner Aktien -> wichtig für Entscheidung umzuschichten; Volatilität, Rendite
Depotauszug C	Portfolio Benchmark interessant, sagt mir ob meine Anlage gut war; Erfolg einzelner Aktien kann man hier nicht vergleichen

Befragter 25	
Wissen über Finanzprodukte	Mittel
Quellen Finanznachrichten	N-tv, N24, Börsenpflichtblätter
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Fonds, Staatsanleihen, Zertifikate
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Zertifikate, Lebensversicherungen
Anteil Vermögen im Depot	30-40%
Sparziele	Altersvorsorge, Sonstige Anschaffungen
Erwartungen an Beratung	Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend
Anlagestrategie	Optimales Risiko-Rendite-Verhältnis
Risiko bei Finanzprodukten	Volatilität, Wahrscheinlichkeit eines Verlustes, Wahrscheinlichkeit dass ein Verlust X übersteigt
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	8,6,4
Kommentare	
Fonds A	Geläufiges Konzept
Fonds B	klingt riskant
Fonds C	klingt sehr riskant
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	50,10,-40
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	60,10,-50
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	70,10,-60
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	5,5,5
Kommentare	
Fonds D	
Fonds E	Alle gleich
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	4,7,5
Kommentare	
Depotauszug A	keine Meinung
Depotauszug B	keine Meinung
Depotauszug C	keine Meinung

Befragter 26	
Wissen über Finanzprodukte	Schlecht
Quellen Finanznachrichten	Internet
Regelmäßige Nutzung	Keine
Nutzung Finanzprodukte	Keine
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Zertifikate, Optionen, Lebensversicherungen, Bausparverträge, Sparkonto, Gold/Edelmetalle, Immobilien
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Sonstige Anschaffungen, Rückversicherung/Notfälle
Erwartungen an Beratung	Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend, Glaubwürdiges und respektvolles Auftreten
Anlagestrategie	Sicherheit oberste Priorität, Passive Produkte
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit und Höhe eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	7,8,6
Kommentare	
Fonds A	Hält Volatilität für ein schlechtes Risikomaß, da auch positive Ausschläge enthalten sind und keine Aussage über Verteilung getroffen werden kann
Fonds B	Klingt so, als wäre das Risiko hier am geringsten; bewertet als positiv, dass hier der größt mögliche Verlust angegeben wird
Fonds C	%-Zahl erscheint als sehr hoch
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	50,10,-30
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	30, 10, -40
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	40,10,-45
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	7,7,7
Kommentare	
Fonds D	
Fonds E	Alle gleich
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	6,5;6,5;6,5
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	5,8,2
Kommentare	
Depotauszug A	Info kompakt dargestellt; Information über Menge wichtig; Keine Handlungen
Depotauszug B	BWL-Perspektive; %-Angaben gut; Zeigt Grad der Diversifikation; Durch Information Entscheidung über Verschiebung der Gewichte
Depotauszug C	Zu wenig Detail; Musterportfolio unzureichend definiert; Keine Handlungen

Befragter 27	
Wissen über Finanzprodukte	Mittel
Quellen Finanznachrichten	Börse im Ersten, N-tv, N24, Börsenpflichtblätter
Regelmäßige Nutzung	Internet
Nutzung Finanzprodukte	Sparkonto
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Zertifikate, Optionen, Lebensversicherungen, Bausparverträge, Sparkonto, Gold/Edelmetalle, Immobilien
Anteil Vermögen im Depot	0-10%
Sparziele	Sonstige Anschaffungen
Erwartungen an Beratung	Produktvorschläge, Optimierung der Gesamtsituation, Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend
Anlagestrategie	Sicherheit oberste Priorität, Maximierung der Rendite
Risiko bei Finanzprodukten	Wahrscheinlichkeit eines Verlustes
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	7,8,2
Kommentare	Fonds C wird riskanter als Fonds B eingeschätzt (Wenn Durchschnitt 53 % so liegt das Maximum über 46 %); Fonds A lässt sich mit der Darstellung nicht vergleichen
Fonds A	Risikomaß ist klar definiert; Als verwirrend und negativ wird die Monatsangabe als Zeitraum betrachtet: Man kann nicht auf den Jahresverlauf schließen
Fonds B	Als positiv wird die Maßzahl für den Maximalverlust als maximales Risiko gesehen; Hätte hier gern zusätzlich die Angabe der Volatilität, um ein besseres Bild über die Schwankungsbreite zu erhalten; Zusätzlich wären Angaben auf monatlicher Basis erwünscht
Fonds C	Komplexität ist hier zu hoch; Durchschnittsverlust sagt nichts über den Maximalverlust aus; Ebenfalls fehlt hier die Information über die Schwankungsbreite und den Maximalverlust
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	15,10,-15
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	12,10,-10
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	18,10,-10
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	8,8,8
Kommentare	
Fonds D	Erkennt, dass alle die gleiche Rendite haben
Fonds E	Intuitiv würde diese Beschreibung vorgezogen werden durch die Formulierung "Darin enthalten"
Fonds F	Formulierung "Im Bestand" fehlt: würde daraufhin skeptisch werden
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	9;9;9
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	6,8,7
Kommentare	
Depotauszug A	Nominalwerte sind wichtig für den Privatinvestor ; Vergleich zum Vorjahr fehlt; Keine Performancemessung; Keine Erkenntnisse/Handlungen
Depotauszug B	Performancemessung ist vorhanden; Marktvergleich (wie in C) fehlt; Nominalwerter (wie in A) wären gut; Wenn zusätzlich Marktvergleich da, kann aufgrund Rendite-Volatilität Entscheidungen getroffen werden
Depotauszug C	Musterportfolio wird als Marktportfolio interpretiert: Hier fehlt allerdings die Aufteilung nach Assetklassen; Erkennt, dass Risiko-Rendite-Verhältnis nicht optimal: Würde den Berater ansprechen

Befragter 28	
Wissen über Finanzprodukte	Gut
Quellen Finanznachrichten	N-tv, N24, Börsenpflichtblätter
Regelmäßige Nutzung	Börsenpflichtblätter
Nutzung Finanzprodukte	Aktien, Fonds
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds
Anteil Vermögen im Depot	20-30%
Sparziele	Altersvorsorge, Sonstige Anschaffungen
Erwartungen an Beratung	Gute Atmosphäre/Kaffee/Nettes Gespräch
Anlagestrategie	Optimales Risiko-Rendite-Verhältnis
Risiko bei Finanzprodukten	Volatilität
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	10,5,5
Kommentare	Will Volatilität, da am einfachsten zu verstehen; Schätzung extrem schwierig, da kein Verständnis
Fonds A	
Fonds B	
Fonds C	
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	11,10,9
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	40,10,-40
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	40,10,-40
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	10,10,10
Kommentare	
Fonds D	
Fonds E	
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	9;9;9
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	8,10,6
Kommentare	
Depotauszug A	Gefühl der Kontrolle
Depotauszug B	Meiste Information; Keine Rendite auf Jahresebene
Depotauszug C	

Befragter 29	
Wissen über Finanzprodukte	Sehr gut
Quellen Finanznachrichten	Internet
Regelmäßige Nutzung	Internet
Nutzung Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Zertifikate, Optionen
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Zertifikate, Optionen
Anteil Vermögen im Depot	> 60%
Sparziele	Altersvorsorge, Ausbildung der Kinder
Erwartungen an Beratung	Produktvorschläge, Optimierung der Gesamtsituation, Passende Produkte/Vorstellungen entsprechend
Anlagestrategie	Einzeltitelauswahl, Market-Timing
Risiko bei Finanzprodukten	Volatilität, Wahrscheinlichkeit dass ein Verlust X übersteigt
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	6,7,8
Kommentare	CVAR am besten; Risikoärmster Fonds CVAR; Anker bleibt Volatilität
Fonds A	
Fonds B	
Fonds C	
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	29,10,-9
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	20,10,-5
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	19,10,-3
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	10,10,10
Kommentare	
Fonds D	
Fonds E	
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	9;9;9
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	8,10,6
Kommentare	
Depotauszug A	
Depotauszug B	Keine absoluten Zahlen; mehr Info; Jahresrendite fehlt
Depotauszug C	

Befragter 30	
Wissen über Finanzprodukte	Sehr gut
Quellen Finanznachrichten	Börsenpflichtblätter, Internet
Regelmäßige Nutzung	Börsenpflichtblätter, Internet
Nutzung Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Zertifikate
Kenntnis Finanzprodukte	Aktien, Fonds, Zertifikate
Anteil Vermögen im Depot	20-30%
Sparziele	Altersvorsorge, Sonstige Anschaffungen
Erwartungen an Beratung	Optimierung der Gesamtsituation, Kostenminimierung
Anlagestrategie	Optimales Risiko-Rendite-Verhältnis, Kostenminimierung
Risiko bei Finanzprodukten	Volatilität
Verständnis von Risiko und Risikomaßen	
Attraktivität Fonds A,B,C	8,9,10
Kommentare	Sicherheitsorientierung
Fonds A	
Fonds B	
Fonds C	Fonds C ist am sichersten, da der maximale Verlust angegeben wird; Der Prospekt ist damit vertrauenswürdig
Schwankungsbreite	
Fonds A: 5.%, Mittelwert, 95%	30,10,-20
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	56,10,-36
Fonds B: 5.%, Mittelwert, 95%	43,10,-43
Verständnis von Rendite und Kosten	
Attraktivität Fonds D,E,F	8,8,8
Kommentare	Alle gleich; Bitte keine Prozente
Fonds D	
Fonds E	
Fonds F	
Geschätzte Nettor. D,E,F (%)	9;9;9
Diversifikation und Reporting	
Attraktivität Depotausz. A,B,C	10,10,10
Kommentare	Alle gut; Es werden unterschiedliche Informationen geliefert
Depotauszug A	
Depotauszug B	
Depotauszug C	Depotauszug C würde zum Nachdenken anregen

V. Exemplarische Übersicht von Buchungsdaten eines illustrativen Anlegerdepots

V.1 Exemplarische Buchungsdaten (Bestandsveränderungen) für den Wertpapierkunden XY für das Jahr 2006

Kundennummer	Depotnummer	ISIN	Notierungsart	Buchungsart	Datum	Stücke/Anzahl	Stückpreis	Kurswert (1)	Kosten (2)	
5975200	5975200901	LU0075056555	Stueck	Kauf	2006-03-15	280	35,88	10046,72	100,47	
5975200	5975200901	LU0122376428	Stueck	Kauf	2006-03-15	560	18,02	10090,85	100,91	
5975200	5975200901	DE0005752000	Stueck	Kauf	2006-03-24	150	34,84	5226,52	52,27	
5975200	5975200901	DE0005752000	Stueck	Kauf	2006-03-24	400	34,85	13941,39	139,41	
5975200	5975200901	DE0005752000	Stueck	Verkauf	2006-05-18	-452	34,05	-15390,94	153,91	
5975200	5975200901	DE0005752000	Stueck	Verkauf	2006-05-18	-198	34,03	-6738,59	67,39	
5975200	5975200901	LU0076314649	Stueck	Kauf	2006-06-13	7,2	295,30	2126,15	21,26	
5975200	5975200901	DE0005752000	Stueck	Depotübertrag - Eingang	2006-06-14	1000	32,55	32552,85	325,53	
5975200	5975200901	LU0076314649	Stueck	Split - Ausbuchung	2006-06-19	7,2	322,00	2318,40	0,00	(3)
5975200	5975200901	LU0076314649	Stueck	Split - Einbuchung	2006-06-19	72	32,20	2318,40	0,00	
5975200	5975200902	DE0005128003	Stueck	Verkauf	2006-08-22	-20	10,94	-218,80	2,19	
5975200	5975200901	DE0003659884	Stueck	Kauf	2006-10-18	100	100,00	10000,00	100,00	
5975200	5975200901	DE0003659884	Stueck	Tilgung	2006-10-23	-100	100,00	-10000,00	0,00	
5975200	5975200902	DE0005557508	Stueck	Kauf	2006-11-13	34	12,95	440,18	4,40	
5975200	5975200902	DE0005557508	Stueck	Kauf	2006-11-13	336	13,48	4530,54	45,31	
5975200	5975200901	GB0007980591	Stueck	Kauf	2006-11-13	2150	8,80	18920,00	189,20	
5975200	5975200901	LU0146865505	Stueck	Kauf	2006-11-15	45	217,42	9784,05	97,84	
5975200	5975200901	GB0007980591	Stueck	Gratisaktien	2006-12-21	19	5,72	108,77	0,00	(4)
Anmerkungen										
(1) Grundsätzlich berechnet sich der Kurswert als Stücke mal Preis, so dass die zusätzliche Angabe des Kurswertes redundant sein könnte. Die Erfahrung zeigt allerdings, dass bei Depotüberträgen Buchungsfehler entstehen können, die man durch den redundanten Ausweis leichter identifizieren kann.										
(2) Die hier dargestellten Buchungen sind in ähnlicher Form von realen Kunden durchgeführt worden, dienen aber ausschließlich der Illustration. Insbesondere die Werte der Spalte Kosten sind illustrativ.										
(3) Im Fall von Splits muss die eine Einbuchung und Ausbuchung von Anteilen erfolgen, damit die Stückzahl im Portfolio richtig ist. Ein Netting der Ein- und Ausbuchung ist ebenfalls möglich.										
(4) Gratisaktien müssen als Gewinn verbucht werden. Es ist zu prüfen, ob in den Marktdaten eine Dividendenbereinigung stattgefunden hat. In diesem Fall sind die Gratisaktien einzubuchen, ansonsten muss der Wert der Gratisaktien als Gewinn betrachtet werden.										

V.2 Exemplarische Buchungsdaten (Bestände) für den Wertpapierkunden XY zum 1.1.2006

Die Tabelle enthält alle im Depot befindlichen Wertpapiere eines illustrativen Investors. Der Stichtag ist der 1. Handelstag des Jahres 2006.

Kundennummer	Depotnummer	ISIN	Notierungsart	Stücke/Anzahl	Stückpreis	Kurswert	Stichtag
5975200	5975200901	CH0006539198	Stueck	55	5,79	318,45	01.01.2006
5975200	5975200902	DE0005128003	Stueck	20	11,12	222,35	01.01.2006
5975200	5975200901	DE0005428007	Stueck	33	8,09	266,93	01.01.2006
5975200	5975200901	DE0005470405	Stueck	10	26,99	269,88	01.01.2006
5975200	5975200901	DE0005552004	Stueck	78	20,59	1606,11	01.01.2006
5975200	5975200901	DE0005752000	Stueck	100	35,80	3579,98	01.01.2006
5975200	5975200901	DE0007172009	Stueck	628	56,42	35434,70	01.01.2006
5975200	5975200901	DE0007236101	Stueck	30	73,74	2212,25	01.01.2006
5975200	5975200901	DE0009769679	Stueck	100	34,29	3428,76	01.01.2006
5975200	5975200901	ES0178430E18	Stueck	212	12,72	2696,55	01.01.2006
5975200	5975200901	FI0009000681	Stueck	100	15,61	1560,84	01.01.2006
5975200	5975200901	LU0052221412	Stueck	970	51,56	50012,13	01.01.2006
5975200	5975200901	LU0097503477	Stueck	65,998	15,72	1037,70	01.01.2006

V.3 Exemplarisches Rendite-Risikoprofil des Depots des Wertpapierkunden XY für das Jahr 2006

	<i>Anleger XY</i>	<i>Durchschnittlicher Anleger mit vergleichbarem Risiko</i>
Jahresrendite (1)	28,7%	21,5%
Risiko (Tagesbasis)		
VAR 95% (2)	-0,6%	
VAR 99% (3)	-0,8%	
CVAR 95% (4)	-0,7%	
CVAR 99% (5)	-1,0%	
Standardabweichung der Depotrendite p.a.	11,8%	
Anmerkungen		
(1) Arithmetischer Durchschnitt der Tagesrenditen (Zeitgewichtung) auf Jahresbasis skaliert		
(2) Bei 250 Tagesrenditen gibt die Kennzahl den dreizehnhöchsten (5%) Tagesverlust 2006 an.		
(3) Bei 250 Tagesrenditen gibt die Kennzahl den dritthöchsten (1%) Tagesverlust 2006 an.		
(4) Bei 250 Tagesrenditen gibt die Kennzahl den Durchschnitt der dreizehn (5%) höchsten Tagesverluste 2006 an.		
(5) Bei 250 Tagesrenditen gibt die Kennzahl den Durchschnitt der drei (1%) höchsten Tagesverluste 2006 an.		

LITERATURVERZEICHNIS

ABI. 2010. Helping Consumers Understand Investment Risk. ABI Research Paper 25.

Agarwal, S., J. Driscoll, X. Gabaix und D. Laibson. 2009. The Age of Reason: Financial Decisions over the Life-Cycle with Implications for Regulation. *Brookings Papers on Economic Activity* Fall 2009, 51-117.

Agarwal, S., J. Driscoll, X. Gabaix und D. Laibson. 2011. Learning in the Credit Card Market. Working Paper New York University.

Agnew, J. und L. Szykman. 2005. Asset Allocation and Information Overload: The Influence of Information Display, Asset Choice, and Investor Experience. *Journal of Behavioral Finance* 6, 57-60.

Albrecht, A., D. Karahan und M. Lenenbach. 2010. Fachanwaltshandbuch Bank- und Kapitalmarktrecht, 1. Aufl. ZAP-Verlag: Münster.

Albrecht, P. 2003. Zur Messung von Finanzrisiken. *Mannheimer Manuskripte zu Risikotheorie, Portfolio Management und Versicherungswirtschaft* Nr. 143, Mannheim.

Allianz Dresdner Economic Research. 2007. Vermögen der privaten Haushalte in Deutschland. <http://www.bpb.de/files/FSTQKR.pdf>.

Alpert, M. und H. Raiffa. 1982. A Progress Report on the Training of Probability Assessors. In Kahneman D., P. Slovic und A. Tversky (Hrsg.), *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press, 294-305.

Althaus, C. E. 2005. A Disciplinary Perspective on the Epistemological Status of Risk. *Risk Analysis* 25, 567-588.

Anagol, S. und K.J. Gamble. 2009. Presenting Investment Results Asset by Asset Lowers Risk Taking. Working Paper University of Pennsylvania.

Anderson, A. 2007. All Guts, No Glory: Trading and Diversification among Online Investors. *European Financial Management* 13, 448-471.

Artzner, P., F. Delbaen, J.-M. Eber und D. Heath. 1999. Coherent Measures of Risk, *Mathematical Finance* 9, 203-228.

- Ashraf, N., D. Karlan und W. Yin. 2006. Tying Odysseus to the Mast: Evidence from a Commitment Savings Product in the Philippines. *Quarterly Journal of Economics* 121, 635-72.
- Assmann, H.-D. und U.H. Schneider. 2009. Kommentar zum WpHG, 5. Aufl. Dr. Otto Schmidt Verlag: München.
- Bacon, C. 2008. *Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution*, Second Edition. Wiley Finance Series: West Sussex.
- Bagwell, K. 2007. The Economic Analysis of Advertising. *Handbook of Industrial Organization* 3, 1701–844.
- Bailey, J.V. 1992. Are Manager Universes Acceptable Performance Benchmarks?. *Journal of Portfolio Management* 18, 9-13.
- Bailey, W.B., A. Kumar und D.T. Ng. 2011. Behavioral Biases of Mutual Fund Investors. *Journal of Financial Economics* 102, 1-27.
- Barber, B.M. und T. Odean. 2000. Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *Journal of Finance* 55, 773-806.
- Barber, B.M. und T. Odean. 2001. Boys Will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment. *Quarterly Journal of Economics* 116, 261-292.
- Barber, B.M. und T. Odean. 2008. All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *Review of Financial Studies* 21, 785-818.
- Barber, B.M., T. Odean und L. Zheng. 2005. Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows. *Journal of Business* 78, 2095-2119.
- Barber, B.M., Y. Lee, Y. Liu und T. Odean. 2009. Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading? *Review of Financial Studies* 22, 609-632.
- Barberis, N., M. Huang und R.H. Thaler. 2006. Individual Preferences, Monetary Gambles, and Stock Market Participation: A Case for Narrow Framing. *American Economic Review* 96, 1069-90.

- Bar-Gill, O. und F. Ferrari. 2010. Informing Consumers About Themselves. *Erasmus Law Review* 3, 93-119.
- Bar-Isaac, H., G. Caruana und V. Cuñat. 2011. Information Gathering Externalities in Product Markets. *Journal of Industrial Economics*, forthcoming.
- Barone M.J., R.L. Rose, K.C. Manning und P.W. Miniard. 1996. Another look at the impact of reference information on consumer impressions of nutrition information. *Journal of Public Policy and Marketing* 15, 55-62.
- Barras, L., O. Scaillet und R. Wermers. 2010. False Discoveries in Mutual Fund Performance. Measuring Luck in Estimated Alphas. *Journal of Finance* 65, 179-216.
- Barron, G. und I. Erev. 2003. Small Feedback-Based Decisions and Their Limited Correspondence to Descriptionbased Decisions. *Journal of Behavioral Decision Making* 16, 215-233.
- Basel Committee on Banking Supervision. 2011. Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems – December 2010 (revised June 2011). Bank for International Settlements.
- Bateman, H., C. Eckert, J. Geweke, J. J. Louviere, S. E. Satchell und S. Thorp. 2011. Financial competence, risk presentation and retirement portfolio preferences. UNSW Australian School of Business Research Paper 2011ACTL03.
- Benartzi, S. 2001. Excessive Extrapolation and the Allocation of 401(k) Accounts to Company Stock. *Journal of Finance* 56, 1747-1764.
- Benartzi, S. und R.H. Thaler. 1999. Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeated Gambles and Retirement Investments. *Management Science* 45, 364-381.
- Benartzi, S. und R.H. Thaler. 2001. Naive Diversification Strategies in Retirement Saving Plans. *American Economic Review* 91, 79-98.
- Benartzi, S. und R.H. Thaler. 2007. Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior. *Journal of Economic Perspectives* 21, 81-104.
- Benicke, C. 2011. Wertpapiervermögensverwaltung, 3. Aufl. Mohr Siebeck Verlag: Tübingen.

- Berg, N., M. Monti, G. Gigerenzer und L. Martignon. 2010. Financial Advisors and Their Clients: Information Search and Portfolio Choice Among Bank Customers. <http://ssrn.com/abstract=1692433>.
- Bergstresser, D., J.M.R. Chalmers und P. Tufano. 2009. Assessing the Costs and Benefits of Brokers in the Mutual Fund Industry. *Review of Financial Studies* 22, 4129-4156.
- Bertrand, M., S. Muallainathan und E. Shafir. 2006. Behavioral Economics and Marketing in Aid of Decision-Making among the Poor. *Journal of Public Policy and Marketing* 25, 8-23.
- Beshears, J., J.J. Choi, D. Laibson und B.C. Madrian. 2009. How Does Simplified Disclosure Affect Individuals' Mutual Fund Choices? NBER Working Paper 14859.
- Bewley, T.F. 1998. Why not Cut Pay? *European Economic Review* 42, 459-490.
- Bewley, T.F. 2002. Interviews as Valid Empirical Tool in Economics. *Journal of Socio-Economics* 31, 343-353.
- Bhattacharya, U., A. Hackethal, S. Kaesler, B. Loos und S. Meyer. 2011. Is Unbiased Financial Advice to Retail Investors Sufficient? Answers from a Large Field Study. *Review of Financial Studies* forthcoming.
- Biglaiser, G. 1993. Middlemen as Experts. *RAND Journal of Economics* 24, 212-223.
- Blinder, A.S. und D.H. Choi. 1990. A Shred of Evidence on the Theory of Wage Stickiness. *Quarterly Journal of Economics* 105, 1003-1015.
- Board, O. 2009. Competition and Disclosure. *Journal of Industrial Economics* 57, 197-213.
- Bock, M. 1992. Das halbstrukturierte-leitfadenorientierte Tiefeninterview: Theorie und Praxis der Methode am Beispiel von Paarinterviews. In Hoffmeyer-Zlotnik, J.H.P. (Hrsg.), *Analyse verbaler Daten: Über den Umgang mit qualitativen Daten*. Westdeutscher Verlag: Opladen.
- Bodie, Z., A. Kane und A. J. Marcus. 2002. *Investments*, fifth edition. McGraw-Hill/Irwin: New York.
- Bolton, P., X. Freixas und J. Shapiro. 2007. Conflicts of Interest, Information Provision, and Competition in Banking. *Journal of Financial Economics* 85, 297-330.
- Bolton, P., X. Freixas und J. Shapiro. 2011. The Credit Ratings Game. *Journal of Finance* forthcoming.

- Börsch-Supan, A. 2002. International comparison of household savings behaviour: the German savings puzzle. MEA Discussion Paper 006-02. http://www.mea.uni-mannheim.de/uploads/user_mea_discussionpapers/dp06.pdf.
- Börsch-Supan, A., M. Coppola, L. Essig, A. Eymann und D. Schunk. 2009. The German SAVE study - Design and Results. MEA-Study No 6. http://www.mea.uni-mannheim.de/fileadmin/files/polstudies/3aferngy0iaowiys_MEA_Study_6.pdf.
- Bossert T. und R. Füss. 2011. Die Leistungsbeurteilung von Portfoliomanagern. In Heinke, V.G., W. Krämer und B. Nürk (Hrsg.), *Handbuch Investmentfonds für institutionelle Anleger*. Uhlenbruch Verlag: Bad Soden.
- Brinson, G.P., B.D. Singer und G.L. Beebower. 1991. Determinants of Portfolio Performance II: An Update. *The Financial Analysts Journal* 47, 40-48.
- Bundesverband Deutscher Banken. 2009. Kraftakt Krisenbewältigung. http://www.bankenverband.de/themen/politik-gesellschaft/meinungsumfrage/politik-gesellschaft/politik-gesellschaft/politik-gesellschaft/politik-gesellschaft/politik-gesellschaft/downloads/meinungsumfrage/2009-05-13_Ergebnisse-Umfrage_Krisenbewaeltigung.pdf.
- Bunte, H.-J. 2009. *AGB-Banken und Sonderbedingungen*, 2. Aufl. C.H. Beck Verlag: München.
- BVI – Bundesverband Investment und Asset Management e.V. 2009. Vertriebswege von Investmentfonds. http://www.bvi.de/de/statistikwelt/wirtschaft_und_investmentfonds/vertriebswege_in_deutschland/downloads/GfK_09_folie-vertrieb.pdf.
- Cain, D.M, G. Loewenstein und D.A. Moore. 2005. The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest. *Journal of Legal Studies* 34, 1-25.
- Calvet, L.E., J.Y. Campbell und P. Sodini. 2007. Down or Out: Assessing the Welfare Costs of Household Investment Mistakes. *Journal of Political Economy* 115, 707-747.
- Calvet, L.E., J.Y. Campbell und P. Sodini. 2009a. Fight or Flight? Portfolio Rebalancing by Individual Investors. *Quarterly Journal of Economics* 124, 301-348.
- Calvet, L.E., J.Y. Campbell und P. Sodini. 2009b. Measuring the Financial Sophistication of Households. *American Economic Review* 99, 393-398.

- Camerer, C. und E. Fehr. 2006. When Does “Economic Man” Dominate Social Behavior?. *Science* 311, 47-52.
- Camerer, C.F., G. Loewenstein und M. Rabin. 2004. *Advances in Behavioral Economics*. Princeton University Press: Princeton.
- Campbell, J.Y. 2006. Household Finance. *Journal of Finance* 61, 1553-1604.
- Campbell, J.Y. und L.M. Viceira. 2002. *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*. Clarendon Lectures in Economics, Oxford University Press.
- Canaris, C.-W. 2004. Die Vermutung „aufklärungsrichtigen Verhaltens“ und ihre Grundlagen. In Häuser, F., H. Hammen, J. Hennrichs, U.R. Siebel, A. Steinbeck und R. Welter (Hrsg.), *Festschrift für Walther Hadding zum 70. Geburtstag am 8.Mai 2004*. De Gruyter Rechtswissenschaften Verlag: Berlin.
- Capon, N., G.J. Fitzsimons und R.A. Prince. 1996. An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decision. *Journal of Financial Services Research* 10, 59-82.
- Carhart, M.M. 1997. On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance* 52, 57-82.
- Carlin, B.I. 2009. Strategic Price Complexity in Retail Financial Markets. *Journal of Financial Economics* 91, 278-287.
- CFA Institute. 2005. GIPS Standards 2005, deutsche Übersetzung durch BVI, DVFA und die German CFA Society. <http://www.gamsc.com/pdfs/GIPS-deutsch.pdf>.
- CFA Institute. 2009. European Union Member Poll on Retail Investment Products: Summary Report.
- CFA Institute. 2010. Global Investment Performance Standards 2010. <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2010.n5.1>.
- Chaiken, S. 1980. Heuristic Versus Systematic Information Processing and the Use of Source Versus Message Cues in Persuasion. *Journal of Personality and Social Psychology* 39, 752-766.
- Chang, Y.T., C. Ball und C. Waddams Price. 2008. Gain or Pain: Does Consumer Activity Reflect Utility Maximization. CCP Working Paper 08-15.

- Charness, G. und M. Rabin. 2002. Understanding Social Preferences with Simple Tests. *Quarterly Journal of Economics* 117, 817-869.
- Chater, N., S. Huck und R. Inderst. 2010. Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective. Final Report European Commission.
- Chen, H.-L., N. Jegadeesh und R. Wermers. 2000. The Value of Active Mutual Fund Management: An Examination of the Stockholdings and Trades of Fund Managers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 343-368.
- Chen, J., H. Hong und J. Kubik. 2011. Outsourcing Mutual Fund Management: Firm Boundaries, Incentives, and Performance. Working Paper UC Davis.
- Choi, J.J., D. Laibson und B.C. Madrian. 2009. Why Does the Law of One Price Fail? Choices Among Index Funds. *Journal of Finance* 59, 261-288.
- Christelis, D., D. Georgarakos und M. Haliassos. 2010. Differences in Portfolios Across Countries: Economic Environment or Household Characteristics? *Review of Economics and Statistics* forthcoming.
- Christoffersen, S. und D. Musto. 2002. Demand Curves and the Pricing of Money Management. *Review of Financial Studies* 15, 1499-1524.
- Clare, A. 2010. Developing a Risk Rating Methodology. Joint ABI and IMA Research Paper.
- Collard, S. 2009. Individual Investment Behaviour: A Brief Review of Research. Working Paper University of Bristol.
- Committee of European Securities Regulators. 2009. Annex to CESR's Technical Advice on the Level 2 Measures Related to the Format and Content of Key Information Document Disclosures for UCITS (Ref. CESR/09-949): Methodology for the Calculation of the Synthetic Risk and Reward Indicator. <http://www.cesr.eu/popup2.php?id=6361>.
- Coval, J.D. und T.J. Moskowitz. 1999. Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. *Journal of Finance* 54, 2045-2073.
- Crawford, V.P. 2003. Lying for Strategic Advantage: Rational and Boundedly Rational Misrepresentation of Intentions. *American Economic Review* 93, 133-149.

DAB Bank. 2004. Faszination Wertpapier: Fakten und Hintergründe zum Anlegerverhalten in Deutschland.

Daniel, K., M. Grinblatt, S. Titman und R. Wermers. 1997. Measuring Mutual Fund Performance with Characteristic-Based Benchmarks. *Journal of Finance* 52, 1035-1058.

Davis, S.J. und P. Willen. 2000. Occupation-Level Income Shocks and Asset Returns: Their Covariance and Implications for Portfolio Choice. NBER Working Paper 7905.

DellaVigna, S. und J. Pollet. 2007. Investor Inattention and Friday Earnings Announcements. *Journal of Finance* 64, 709-749.

DeMiguel, V., L. Garlappi und R. Uppal. 2009. Optimal versus Naive Diversification: How Inefficient Is the 1/N Portfolio Strategy?. *Review of Financial Studies* 22, 1915-1953.

Deutsche Bundesbank. 2005. Statistische Sonderveröffentlichung 9: Wertpapierdepots. http://www.bundesbank.de/download/statistik/stat_sonder/statso9.pdf.

Deutsche Bundesbank. 2011a. Bundesbank Statistik – Weitere Wirtschaftsdaten: Finanzierungsrechnung private Haushalte. http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?lang=de&open=wirtschaftsdaten&func=list&tr=www_v39_phgv.

Deutsche Bundesbank. 2011b. Statistische Sonderveröffentlichung 9 – Wertpapier-Kundendepots bei einzelnen Bankengruppen (Dezember 2005 bis März 2011). http://www.bundesbank.de/download/statistik/stat_sonder/depot_kundendepots.pdf.

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz DSW. 2009. DSW zieht Bilanz der Lehman-Pleite – Pressekonferenz. <http://www.dsw-info.de/Pressekonferenzen.67.0.html>.

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz. 2009.

Deutscher Bundestag. 2011. Anlageberater sollen sich registrieren lassen müssen. http://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2011/33312898_kw06_sp_anlegerschutz/index.html.

Deutscher Derivate Verband. 2011. Monatsstatistik Juni 2011.

Deutsches Aktieninstitut. 2009. DAI-Factbook 2009 – Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen.

Deutsches Aktieninstitut. 2011. Deutlich weniger Aktienbesitzer in 2010. DAI-Kurzstudie 1 / 2011. [http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/0/7D61D432AE0492E8C12578230027C73E/\\$FILE/C8DA0EEEC3C0A7EDC12578230027C69B.pdf?openelement&cb_content_name_utf=Stu_1_2011_Aktion%C3%A4rszahlen%202010.pdf](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/0/7D61D432AE0492E8C12578230027C73E/$FILE/C8DA0EEEC3C0A7EDC12578230027C69B.pdf?openelement&cb_content_name_utf=Stu_1_2011_Aktion%C3%A4rszahlen%202010.pdf)

DG SANCO. 2010. Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective – Final Report November 2010.

Diacon, S. 2004. Investment Risk Perceptions: Do Consumers and Advisors Agree? *International Journal of Bank Marketing* 22, 180-199.

Diekmann, A. 2011. Die Vermutung aufklärungsrichtigen Verhaltens bei Beratungsfehlern von Banken, *WM Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 1153-1159.

Dietz, P.O. 1966. Pension Fund Investment Performance: What Method to Use When. *Financial Analysts Journal* 22, 83-86.

Dietz, P.O. 1968. Components of a Measurement Model: Rate of Return, Risk, and Timing. *Journal of Finance* 23, 267-275.

DIHK. 2011. Registrierungen im Versicherungsvermittlerregister – Stand 29.06.2011. <http://www.dihk.de/themenfelder/recht-und-fairplay/oeffentliches-wirtschaftsrecht/versicherungsvermittlung-anlageberatung/zahlen-und-fakten/eingetragene-versicherungsvermittler>.

Dorn, D. 2010. Investors with Too Many Options? Working Paper Drexel University.

Dorn, D. und G. Huberman. 2005. Talk and Action: What Individual Investors Say and What They Do. *Review of Finance* 9, 437-481.

Dranove, D., D. Kessler, M. McClellan und M. Satterthwaite. 2003. Is More Information Better? The Effects of 'Report Cards' on Health Care Providers. *Journal of Political Economy* 111, 555-588.

Dudenverlag. 2011. Rechtschreibung. <http://www.duden.de/rechtschreibung/>.

Ebenroth, C.T., K. Boujong, D. Joost und L. Strohn. 2009. *Handelsgesetzbuch, Band 2*, 2. Aufl. C.H. Beck Verlag: München.

- Edelen, R.M., R. Evans und G.B. Kadlec. 2008. What Do Soft Dollars Buy? Performance, Expense Shifting, Agency Costs. Working Paper UC Davis.
- Ellison, G. und S. F. Ellison. 2009. Search, Obfuscation and Price Elasticities on the Internet. *Econometrica* 77, 427-452.
- Elton, E.J., M.J. Gruber und C.R. Blake. 1996. The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance. *Journal of Business* 69, 113-157.
- Elton, E.J., M.J. Gruber, S. Das, und M. Hlavka. 1993. Efficiency with costly information: a reinterpretation of evidence from managed portfolios. *Review of Financial Studies* 6, 1-22.
- Erev, I. Ert, E. und E. Yechiam. 2008. Loss Aversion, Diminishing Sensitivity, and the Effect of Experience on Repeated Decisions. *Journal of Behavioural Decision Making* 21, 575-597.
- EU COM. 2006. Richtlinie 2006/73/EG vom 10. August 2006. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:241:0026:0026:DE:PDF>
- EU COM. 2010. Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission vom 1. Juli. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:176:0001:0015:DE:PDF>.
- Eurostat. 2011. Tabelle zur Household Savings rate. <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&plugin=1&language=en&pcode=tsdec240>.
- Farhi, E., J. Lerner und J. Tirole. 2008. Fear of Rejection? Tiered Certification and Transparency. NBER Working Paper 14457.
- Favre, L., und J. A. Galeano. 2002. Mean-modified Value-at-Risk Optimization with Hedge Funds. *Journal of Alternative Investments* 5, 21-25.
- Federal Reserve. 2009. Changes in U.S. Family Finances from 2004 to 2007: Evidence from the Survey of Consumer Finances. <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2009/pdf/scf09.pdf>.
- Fehr, E. und S. Gächter. 2000. Fairness and Retaliation: The Economics of Reciprocity. *Journal of Economic Perspectives* 14, 159-181.
- Feng, L. und M.S. Seasholes. 2005. Do Investor Sophistication and Trading Experience Eliminate Behavioral Biases in Financial Markets?. *Review of Finance* 9, 305-351.

- Fidelity (TNS Sofres). 2009. Anlegerinteressen im Fokus: Ansichten und Einstellungen zur Finanzberatung im europäischen Vergleich.
- Fischer, B.R. 2010. *Performanceanalyse in der Praxis*, 3. Auflage. Oldenbourg Wissenschaftsverlag: München.
- Fischer, B.R. und K. Telöken. 1999. Näherungsverfahren zur Berechnung der Time-Weighted Rate of Return. *Finanzbetrieb* 7, 123-131.
- Fischer, R. und T. Klanten. 2010. *Bankrecht*, 4. Aufl. RWS Verlag: Köln.
- Fishman, M.J. und K.M. Hagerty. 2003. Mandatory versus Voluntary Disclosure in Markets with Informed and Uninformed Customers. *Journal of Law and Economics* 19, 45-63.
- FONDS Professionell. 2010. Online-Noten für Berater. <http://www.fonds-professionell.de/redsys/artikelText.php?kat=&ausg=4/10&offset=&sid=884586>.
- Forsythe, R., J.L. Horowitz, N.E. Savin und M. Sefton. 1994. Fairness in Simple Bargaining Experiments. *Games and Economic Behavior* 6, 347-369.
- Franke, N., C. Funke, T. Gebken und L. Johanning. 2011. Provisions- und Honorarberatung – Eine Bewertung der Anlageberatung vor dem Hintergrund des Anlegerschutzes und der Vermögensbildung in Deutschland. Working Paper WHU.
- Frazzini, A. und O. Lamont. 2008. Dumb Money: Mutual Fund Flows and the Cross-Section of Stock Returns. *Journal of Financial Economics* 88, 299-322.
- FSA. 2004. Consumer Understanding of Financial Risk. Consumer Research Report 33.
- FSA. 2005. UCITS: Charges Disclosure – Presenting Product Charges to Customers. Consumer Research Report 34.
- FSA. 2006. Levels of Financial Capability in the UK: Results of a Baseline Survey. Consumer Research Report 47.
- FSA. 2008b. Financial Capability: A Behavioural Economics Perspective. Consumer Research Report 69.
- FSA. 2008c. Consumer Purchasing and Outcomes Survey. Consumer Research Report 76.
- Fuchs, A. 2009. *Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetzbuch*. C.H. Beck Verlag: München.

- Gansel, T. und A. Gängel. 2010. Die Anforderungen an die Vermittlung von Kapitalanlagen und die Beratung von Kapitalanlegern. *NJ Neue Justiz*, 312-320.
- GDV. 2011. GDV empfiehlt umfassende ‚Preis-Leistungs-Darstellung‘ in der Lebensversicherung. Pressemitteilung http://www.gdv.de/Presse/Pressemeldungen_2011_Uebersichtsseite/inhaltsseite28180.html.
- Gentzkow, M. und E. Kamenica. 2011. Competition in Persuasion. Working Paper.
- Georgarakos, D. und R. Inderst. 2011. Financial Advice and Stock Market Participation. ECB Working Paper 1296.
- Gigerenzer, G. 1991. How To Make Cognitive Illusions Disappear: Beyond Heuristics and Biases. *European Review of Social Psychology* 2, 83-115.
- Gigerenzer, G. 1996. On Narrow Norms and Vague Heuristics: A Reply to Kahneman and Tversky. *Psychological Review* 103, 592-596.
- Gilbert, D.T., E.C. Pinel, T.D. Wilson, S.J. Blumberg und T.P. Wheatley. 1998. Immune Neglect: A Source of Durability Bias in Affective Forecasting. *Journal of Personality and Social Psychology* 75, 617-638.
- GIPS. 2010. Global Investment Performance Standards. CFA Institute 09/2010.
- Glode, V., B. Hollifield, M. Kacperczyk und S. Kogan. 2011. Time-Varying Predictability in Mutual Fund Returns. Working Paper University of Pennsylvania.
- Gloy, W., M. Loschelder und W. Erdmann. 2010. *Handbuch des Wettbewerbsrechts*, 4. Aufl. C.H. Beck Verlag: München.
- Goetzmann, W.N. und A. Kumar. 2008. Equity Portfolio Diversification. *Review of Finance* 12, 433-463.
- Goldstein, D.G., E.J. Johnson und W.F. Sharpe. 2008. Choosing Outcomes versus Choosing Products: Consumer-Focused Retirement Investment Advice. *Journal of Consumer Research* 35, 440-456.
- Grable, J. 2000. Financial Risk Tolerance and Additional Factors that Affect Risk Taking in Everyday Money Matters. *Journal of Business and Psychology* 14, 625-630.

- Green, R., B. Hollifield und N. Schürhoff. 2007. Dealer Intermediation and Price Behavior in the Aftermarket for New Bond Issues. *Journal of Financial Economics* 86, 643-682.
- Grossman, S.J. 1981. Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality. *Journal of Law and Economics* 14, 461-483.
- Grossman, S.J. und O.D. Hart. 1980. Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics* 11, 42-64.
- Gruber, M.J. 1996. Another Puzzle: The Growth in Actively Managed Mutual Funds. *Journal of Finance* 51, 783-810.
- Guiso, L., M. Haliassos und T. Jappelli. 2001. *Household Portfolios*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Gupta, S. und V. Zeithaml. 2006. Customer Metrics and Their Impact on Financial Performance. *Marketing Science* 25, 718-739.
- Habersack, M. 2009. *Münchener Kommentar zum BGB, Band 5: Schuldrecht Besonderer Teil III (§§ 705–853), Partnerschaftsgesellschaftsgesetz, Produkthaftungsgesetz, 5. Aufl.* C.H. Beck Verlag: München.
- Habschick M. und J. Evers. 2008. Anforderungen an Finanzvermittler – mehr Qualität, bessere Entscheidungen. Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz (BMELV): Berlin.
<http://www.bmelv.de/cae/servlet/contentblob/379922/publicationFile/21929/StudieFinanzvermittler.pdf>.
- Hackethal, A., K. Langenbucher und S. Meyer. 2010a. Verbraucherschutz durch Leistungstransparenz in der Anlageberatung. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung Sonderheft* 61/10, 108-121.
- Hackethal, A., M. Haliassos, und T. Jappelli. 2011. Financial Advisors: A Case of Babysitters? *Journal of Banking & Finance* forthcoming.
- Hackethal, A., R. Inderst und S. Meyer. 2010b. Trading on Advice. Working Paper Goethe Universität Frankfurt.

- Haisley, E., C. Kaufmann und M. Weber. 2010. The Role of Experience Sampling and Graphical Displays on One's Investment Risk Appetite. Working Paper Universität Mannheim.
- Haliassos, M. und A. Michaelides. 2003. Portfolio Choice and Liquidity Constraints. *International Economic Review* 44, 143-178.
- Halling, P. 2009. Do better educated investors make smarter investment decisions?. Working Paper.
- Hastings, J. und L. Tejada-Ashton. 2008. Financial Literacy, Information, and Demand Elasticity: Survey and Experimental Evidence from Mexico. NBER Working Paper 14538.
- Hastings, J., O.S. Mitchell und E. Chyn. 2010. Financial Literacy and Pension Fund Fees. Pension Research Council Working Paper Wharton School.
- Hau, R., R. Hertwig, T.J. Pleskac und J. Kiefer. 2008. The Description-Experience Gap in Risky Choice: The Role of Sample Size and Experienced Probabilities. *Journal of Behavioral Decision Making* 21, 493-518.
- Hellner, T. und S. Steuer. 2004. *Bankrecht und Bankpraxis*. Bank-Verlag: Köln.
- Hens, T. und K. Bachmann. 2008. *Behavioural Finance for Private Banking*. Wiley Finance: West Sussex.
- Herrmann, A., C. Homburg und M. Klarmann. 2008. *Handbuch Marktforschung: Methoden – Anwendungen – Praxisbeispiele*. Gabler Verlag: Wiesbaden.
- Hertwig, R. und A. Ortman. 2005. The Cognitive Illusion Controversy: A Methodological Debate in Disguise That Matters for Economists. *Experimental Business Research* 3, 113-130.
- Hertwig, R., G. Barron, E.U. Weber und I. Erev. 2004. Decisions from Experience and the Effect of Rare Events in Risky Choice. *Psychological Science* 15, 534-539.
- Hirshleifer, D., S.S. Lim und S.H. Teoh. 2004. Disclosure to a Credulous Audience: The Role of Limited Attention. Working Paper Ohio State University.
- Hirshleifer, D., S.S. Lim und S.H. Teoh. 2009. Driven to Distraction: Extraneous Events and Underreaction to Earnings News. *Journal of Finance* 64, 2289-2325.
- Hirte, H. und T.J.M. Möllers. 2007. *Kölner Kommentar zum WpHG*. Heymanns Verlag: Köln.

- Hong, H., J. Scheinkman und W. Xiong. 2008. Advisors and Asset Prices: A Model of the Origins of Bubbles. *Journal of Financial Economics* 89, 268-287.
- Hopf, C. 1978. Die Pseudo-Exploration. *Zeitschrift für Soziologie* 7, 97-115.
- Hortacsu, A. und C. Syverson. 2004. Product Differentiation, Search Costs, and Competition in the Mutual Fund Industry: A Case Study of S&P Index Funds. *Quarterly Journal of Economics* 119, 403-456.
- Hossain, T. und J. Morgan. 2006. Plus Shipping and Handling: Revenue (Non)Equivalence in Field Experiments on eBay. *B.E. Journal of Economic Analysis & Policy* 6.
- Huberman, G. 2001. Familiarity Breeds Investment. *Review of Financial Studies* 14, 659-680.
- Huberman, G. und W. Jiang. 2006. Offering vs. Choice by 401(K) Plan Participants: Equity Exposure and Number of Funds. *Journal of Finance* 61, 763-801.
- Hüffer, U. 2010. *Kommentar zum AktG*, 9. Aufl. C.H. Beck Verlag: München.
- Hvide, H.K. und A. Heifetz. 2001. Free-Entry Equilibrium in a Market for Certifiers. Working Paper Tel-Aviv University.
- Ibrekk, H. und M.G. Morgan. 1987. Graphical Communication of Uncertain Quantities to Non-Technical People. *Risk Analysis* 7, 519-529.
- IFF Research. 2007. Investment Risk Rating: Consumer Attitudes Towards Risk. Financial Services Consumer Panel.
- Inderst, R. und M. Ottaviani. 2009. Misselling through Agents. *American Economic Review* 99, 883-908.
- Iyengar, S. und M. Lepper. 2000. When Choice is Demotivating: Can One Desire Too Much of a Good Thing?. *Journal of Personality and Social Psychology* 79, 995-1006.
- Jacobsen, B., J.B. Lee, W. Marquering und C. Zhang. 2010. Are Women More Risk Averse or Men More Optimistic? Working Paper Massey University.
- Jansen, C., R. Fischer und A. Hackethal. 2008. The Influence of Financial Advice on the Asset Allocation of Individual Investors. EFA 2008 Athens Meetings Paper.

- Jensen, M.C. 1968. The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964. *Journal of Finance* 23, 389-416.
- Johnson, E.J. 2006. Things That Go Bump in the Mind: How Behavioral Economics Could Invigorate Marketing. *Journal of Marketing Research* 43, 337-340.
- Johnson, E.J., S. Gaechter und A. Herrmann. 2006. Exploring the Nature of Loss Aversion. IZA Discussion Paper 2015.
- Jooß, A. 2011. Rückvergütungen vs. Innenprovisionen. *WM Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 27, 1260-1267.
- Jorion, P. 2008. *Value at Risk – The new benchmark for managing financial risk*, Third Edition. McGraw-Hill/Irwin: New York
- Jovanovic, B. 1982. Truthful Disclosure of Information. *Bell Journal of Economics* 13, 36–44.
- Junker, M., R.M. Beckmann und H. Rüßmann. 2010. *Juris Praxiskommentar zum BGB*, Band 2, 5. Aufl. Juris Verlag: Saarbrücken.
- Kaesler, S. 2011. *Essays on Measuring and Improving Retail Investor Performance*. Diss. Universität Frankfurt.
- Kahneman, D. und A. Tversky. 1974. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science* 185, 1124-1131.
- Kahneman, D. und A. Tversky. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica* 4, 263-292.
- Kamenica, E., S. Mullainathan und R. Thaler. 2011. Helping Consumers Know Themselves. *American Economic Review Papers and Proceedings 2011* forthcoming.
- Kartik, N., M. Ottaviani und F. Squintani. 2007. Credulity, Lies, and Costly Talk. *Journal of Economic Theory* 134, 93-116.
- Keswani, A. und D. Stolin. 2008. Which Money is Smart? Mutual Fund Buys and Sells of Individual and Institutional Investors. *Journal of Finance* 63, 85-118.
- Khalifa, A.S. 2003. Customer Value: A Review of Recent Literature and an Integrative Configuration. *Management Decision* 42, 645-666.

Kijima, M. und M. Ohnishi. 1993. Mean-Risk Analysis of Risk Aversion and Wealth Effects on Optimal Portfolios with Multiple Investment Opportunities. *Annals of Operations Research* 45, 147-163.

Kind, S. 1998. *Die Grenzen des Verbraucherschutzes durch Information – aufgezeigt am Teilzeitwohnrechtegesetz*. Duncker & Humblot Verlag: Berlin.

Kling, J., S. Mullainathan, E. Shafir, L. Vermuelen und M. Wrobel. 2011. Comparison Friction: Experimental Evidence from Medicare Drug Plans. *Quarterly Journal of Economics* forthcoming.

Koch, W. 2006. *Wertschöpfungstiefe von Unternehmen: Die strategische Logik der Integration*. Deutscher Universitäts-Verlag: Wiesbaden.

Köhler, H. und J. Bornkamm. 2011. *Kommentar zum Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb*, 29. Aufl. C.H. Beck Verlag: München.

Koller, I. 2006. Die Abdingbarkeit des Anlegerschutzes durch Information im europäischen Kapitalmarktrecht. In Baums, T., M. Lutter, K. Schmidt und J. Wertenbruch (Hrsg.), *Festschrift für Ulrich Huber zum siebzigsten Geburtstag*. Mohr Siebeck Verlag: Tübingen. 821-840.

Kon, S. 1984. Models of Stock Returns – A Comparison. *Journal of Finance* 39, 147-166.

Kosowski, R., A. Timmermann, R. Wermers und H. White. 2006. Can Mutual Fund “Stars” Really Pick Stocks? New Evidence from a Bootstrap Analysis. *Journal of Finance* 61, 2551-2595.

Kozup, J., E. Howlett und M. Pagano. 2008. The Effects of Summary Information on Consumer Perceptions of Mutual Fund Characteristics. *Journal of Consumer Affairs* 42, 37-59.

Krahwinkel M. 2010. Performance Presentations Standards: Von den Anfängen bis heute. Präsentation am GIPS Tag 2010. http://www.gamsc.com/pdfs/01_Krahwinkel.pdf.

Kritzman, M.P und D. Rich. 2002. The Mismeasurement of Risk. *Financial Analysts Journal* 58, 91-99.

- Kruger, J. 1999. Lake Wobegon Be Gone! The "Below-Average Effect" and the Egocentric Nature of Comparative Ability Judgments. *Journal of Personality and Social Psychology* 77, 221-232.
- Kühling, J., A. Sivridis und C. Seidel. 2011. Datenschutzrecht, 2. Aufl. C.F. Müller Verlag: Heidelberg.
- Kumar, A. und C.M. Lee. 2006. Retail Investor Sentiment and Return Comovements. *Journal of Finance* 61, 2451-2486.
- Kuß, A. und M. Eisend. 2004. *Marktforschung: Grundlagen der Datenerhebung und Datenanalyse*. Gabler Verlag: Wiesbaden.
- Lacko, J. und J. Pappalardo. 2007. Improving Consumer Mortgage Disclosures: An Empirical Assessment of Current and Prototype Disclosure Forms. Federal Trade Commission Bureau of Economics Staff Report.
- Lambrecht, A. und B. Skiera. 2006. Paying Too Much and Being Happy About It: Existence, Causes and Consequences of Tariff-Choice Biases. *Journal of Marketing Research* 18, 17-23.
- Langenbucher, K. 2008. *Aktien- und Kapitalmarktrecht*. C.H. Beck Verlag: München.
- Le Sourd, V. 2007. Performance Measurement for Traditional Investment. ADHEC Risk and Asset Management Research Center Publication.
- Lease, R.C., W.G. Lewellen und G.G. Schlarbaum. 1974. The Individual Investor: Attributes and Attitudes. *Journal of Business* 29, 413-433.
- Leland, H.E. 1979. Quacks, Lemons, and Licensing: A Theory of Minimum Quality Standards. *Journal of Political Economy* 87, 1328-1346.
- Lenenbach, M. 2010. *Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht*, 2. Aufl. RWS-Verlag: Köln.
- Lepper, M.R., D. Green und R.E. Nisbett. 1973. Undermining Children's Intrinsic Interest with Extrinsic Reward: A Test of the "Overjustification" Hypothesis. *Journal of Personality and Social Psychology* 28, 129-137.

- Lieder, J. 2011. Gesteigerte Beratungspflichten bei komplexen Anlageprodukten – Implikationen der „Zinswette“-Entscheidung des BGH. *GWR Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht*, 175-178.
- Linnainmaa, J.T. 2011. Why Do (Some) Households Trade So Much?. *Review of Financial Studies* 24, 1630-1666.
- Lintner, J. 1965. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics* 47, 13-37.
- Lizzeri, A. 1999. Information Revelation and Certification Intermediaries. *RAND Journal of Economics* 30, 214-231.
- Loewenstein, G. 1999. A Visceral Account of Addiction. In Elster, J. und O.J. Skog (Hrsg). *Getting Hooked: Rationality and Addiction*. Cambridge University Press: Cambridge, 235-264.
- Loewenstein, G. 2000. Emotions in economic theory and economic behavior. *American Economic Review: Papers and Proceedings* 90, 426-432.
- Loewenstein, G., T. O'Donoghue und M. Rabin. 2003. Projection Bias in Predicting Future Utility. *Quarterly Journal of Economics* 118, 1209-1248.
- Lüders, C. 2009. Nutzung von GIPS® von deutschen Asset Management Gesellschaften. Präsentation am GAMSC GIPS-Tag 2009.
http://www.gamsc.com/pdfs/Praesentation_Lueders_GIPS-Tag-2009.pdf.
- Lusardi, A. und O.S. Mitchell. 2011. Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing. NBER Working Paper 17078.
- Lusardi, A., O.S. Mitchell und V. Curto. 2010. Financial Literacy among the Young: Evidence and Implications for Consumer Policy. Working Paper Dartmouth College.
- Lüscher-Marty, M. 2010. *Theorie und Praxis der Geldanlage 1 – Grundlagen und traditionelle Investments*, 3. Auflage. Compendio Bildungsmedien: Zürich.
- MacGregor, D.G., P. Slovic, M. Berry und H.R. Evensky. 1999. Perception of Financial Risk: A Survey Study of Advisors and Planners. *Journal of Financial Planning* 12, 68-86.

- Magi, A.W. 2003. Share of Wallet in Retailing: the Effects of Customer Satisfaction, Loyalty Cards and Shopper Characteristics. *Journal of Retailing* 79, 97-106.
- Maier, A. 2011. Das obligatorische Beratungsprotokoll: Anlegerschutz mit Tücken. *VuR Verbraucher und Recht*, 3-11.
- Malkiel, B.G. 1995. Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991. *Journal of Finance* 50, 549-572.
- Malmendier, U. und D. Shanthikumar. 2007. Are Small Investors Naive about Incentives?. *Journal of Financial Economics* 85, 457-489.
- Malmendier, U. und G. Tate. 2005. CEO Overconfidence and Corporate Investment. *Journal of Finance* 60, 2661-2700.
- Malmendier, U. und G. Tate. 2008. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics* 89, 20-43.
- Manager Magazin. 2010. Fondsbranche wirbt wieder mehr Mittel ein. <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/0,2828,676533,00.html>.
- Mandelbrot, B. 1963. The Variation of Certain Speculative Prices. *Journal of Business* 45, 49-55.
- Mandell, L. 2006. Financial Literacy: Are We Improving? Results of the 2004 National JumpStart Survey. Washington D.C..
- Mannheimer Forschungsinstitut Ökonomie und Demographischer Wandel. 2008. Das Sparverhalten der Deutschen Haushalte. Policy Brief No5. http://www.mea.uni-mannheim.de/fileadmin/files/polstudies/udpypxze82wx6ym0_policy_brief_05_final.pdf.
- Markowitz, H. 1952. Portfolio Selection. *Journal of Finance* 7, 77-91.
- May, H. und U. May. 2007. Geldanlage – Vermögensbildung, 3. Auflage. Oldenbourg Wissenschaftsverlag: München.
- McKinsey Global Banking Pools. 2011. McKinseySolutions – Global Banking Pools. <https://solutions.mckinsey.com/globalbankingpools/cms/>.
- McNeil, A., R. Frey und P. Embrechts. 2005. *Quantitative Risk Management*. Princeton University Press: Princeton, US.

- Menchero, J. und J. Hu. 2003. Errors in Transaction-based Performance Attribution. *Journal of Performance Measurement* Fall 2003, 57-69.
- Miao, J. 2006. A search model of centralized and decentralized trade. *Review of Economic Dynamics* 9, 68-92.
- Milgrom, P.R. 1981. Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications. *Bell Journal of Economics* 12, 380-391.
- Milgrom, P.R., und J. Roberts. 1986. Relying on the Information of Interested Parties. *RAND Journal of Economics* 17, 18-32.
- Miravete, E. 2006. The Doubtful Profitability of Foggy Pricing. Working Paper University of Texas, Austin.
- Mitchell, O.J., J. Poterba, M. Warshawsky und J. Brown. 1999. New Evidence on the Money's Worth of Individual Annuities. *American Economic Review* 89, 1299-1318.
- Möllers T. 2008. Vermögensbetreuungsvertrag, graue Vermögensverwaltung und Zweitberatung – Vertragstypen zwischen klassischer Anlageberatung und Vermögensverwaltung. *WM Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 93-102.
- Möllers, T. und E. Kernchen. 2011. Information Overload am Kapitalmarkt. *ZGR Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 1-26.
- Moloney, N. 2008. *EC Securities Regulation*, 2. Aufl. Oxford University Press: New York.
- Mosch, A. 2011. Mystery Shopping – Berater auf die Probe gestellt. *Bankmagazin* 4, 32-35.
- Mossin, J. 1966. Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica* 34, 768-783.
- Mullainathan, S., M. Nöth und A. Schoar. 2011. The Market for Financial Advice: An Audit Study. Working Paper, Harvard University.
- Mülbert, P. 2007. Anlegerschutz bei Zertifikaten – Beratungspflichten, Offenlegungspflichten bei Interessenkonflikten und die Änderungen durch das Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG). *WM Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 1149-1163.
- Nawrocki, D. 1999. A Brief History of Downside Risk Measures. *Journal of Investing*, Fall 1999, 9-25.

- Odean, T. 1998. Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?. *Journal of Finance* 53, 1775-1798.
- Odean, T. 1999. Do Investors Trade Too Much?. *American Economic Review* 89, 1279-1298.
- OECD. 2011. Pensions at a Glance 2011: Retirement-Income Systems in OECD and G20 Countries. <http://www.oecd.org/els/social/pensions/PAG>.
- Pedersen, C. und S. Satchell. 1998. An Extended Family of Financial-Risk Measures. *Geneva Papers on Risk and Insurance Theory* 23, 89-117.
- Petty, R.E. und J.T. Cacioppo. 1981. Attitudes and Persuasion: Classic and Contemporary Approaches. Dubuque, IA: William C. Brown.
- Petty, R.E. und J.T. Cacioppo. 1986. Communication and Persuasion: Central and Peripheral Routes to Attitude Change. Springer: New York.
- Podewils, F. 2011. Beipackzettel für Finanzprodukte – Verbesserte Anlegerinformation durch Informationsblätter und Key Investor Information Documents?. *ZBB Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 169-179.
- Polkovnichenko, V. 2005. Household Portfolio Diversification: A Case for Rank-Dependent Preferences. *Review of Financial Studies* 18, 1467-1502.
- Rakow, T.R., K. Demes und B.R. Newell. 2008. Biased Samples not Mode of Presentation: Re-examining the Apparent Underweighting of Rare Events in Experience-Based Choice. *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 106, 168-179.
- Rehberg, M. 2005. Transparenz beim Vertrieb von Finanzprodukten – Das Konzept der Kompensation mangelnder Produkt- durch Statustransparenz vor dem Hintergrund der aktuellen europäischen Rechtsentwicklung. *WM Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht*, 1011-1119.
- Reifner, U. und A. Tiffe. 2004. Schutz der wirtschaftlichen Interessen der Verbraucher bei Finanzdienstleistungen. Schlussbericht für das Bundesministerium für Verbraucherschutz, Ernährung und Landwirtschaft.
- Resnick, P. und R. Zeckhauser. 2002. Trust Among Strangers in Internet Transactions: Empirical Analysis of eBay's Reputation System. In M.R. Baye (Hrsg.), *The Economics of the Internet and E-Commerce*, Amsterdam Elsevier Science, 127-157.

- Rockafellar R. und S. Uryasev. 2002. Conditional Value-at-Risk for General Loss Distributions. *Journal of Banking and Finance* 26, 1443-1471.
- Ross, I. und R.E. Nisbett. 1991. *The Person and the Situation: Perspectives of Social Psychology*. Mc Graw-Hill: New York.
- Roszkowski, M.J., G. Davey und J.E. Grable. 2005. Insights from Psychology and Psychometrics on Measuring Risk Tolerance. *Journal of Financial Planning* 4, 66-77.
- Rothschild, M., und J. E. Stiglitz. 1976. Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay in the Economics of Imperfect Information. *Quarterly Journal of Economics* 80, 629-649.
- Rucker, D.D. und R.E. Petty. 2006. Increasing the Effectiveness of Communications to Consumers: Recommendations Based on Elaboration Likelihood and Attitude Certainty Perspectives. *Journal of Public Policy and Marketing* 25, 39-52.
- Salcher, E.F. 1995. *Psychologische Marktforschung*. De Gruyter Verlag: Berlin.
- Schimansky, H., H.-J. Bunte und H.-J. Lwowski. 2007. *Bankrechts-Handbuch*, 3. Aufl. C.H. Beck Verlag: München.
- Schmitt, P., S. Meyer und B. Skiera. 2010. Überprüfung des Zusammenhangs zwischen Weiterempfehlungsbereitschaft und Kundenwert. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 62, 30–59.
- Schwark, E. und D. Zimmer. 2010. *Kapitalmarktrechtskommentar*, 4. Aufl. C.H. Beck Verlag: München.
- Schwartz, B. 2005. *The Paradox of Choice: Why More is Less*. Harper Collins: New York.
- Schwintowski, H.-P. 2011. *Bankrecht*, 3. Aufl. Carl Heymanns Verlag: Köln.
- Seru, A., T. Shumway und N. Stoffman. 2009. Learning by Trading. *Review of Financial Studies* 23, 705-739.
- Sharpe W. F. 1966. Mutual Fund Performance. *Journal of Business* 39, 119-138.
- Sharpe, W.F. 1964. Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance* 19, 425-442.

- Sharpe, W.F. 1992. Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement. *Journal of Portfolio Management* 18, 7-19.
- Shefrin, H. 2002. *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioural Finance and the Psychology of Investing*. Oxford: Oxford University Press.
- Shefrin, H. und M. Statman. 1985. The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long. *Journal of Finance* 40, 777-790.
- Shu, P., S. Chiu, H. Chen und Y. Yeh. 2004. Does Trading Improve Individual Investor Performance?. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 22, 199-217.
- Siebenmorgen, N., E.U. Weber und M. Weber. 2005. Communicating Asset Risk: How Name Recognition and the Format of Historic Volatility Information Affect Risk Perception and Investment Decisions. *Risk Analysis* 25, 597-609.
- Skiera, B. 2009. Status Quo im Retailbanking in Deutschland 2009. Working Paper Goethe Universität Frankfurt.
- Spaulding, D. 2003. Holdings vs. Transaction-based Attribution, an Overview. *Journal of Performance Measurement*, Fall 2003, 52-56.
- Spiegler, R. 2011. *Bounded Rationality and Industrial Organization*. Oxford University Press: New York.
- Spremann K. 2008. *Portfoliomanagement*, 4. Auflage. Oldenbourg Wissenschaftsverlag: München.
- Sprenger, B. 2008. Wertpapier-Kundendepots: Private Banken vorn. *Die Bank* 2008, 27.
- Statistisches Bundesamt. 2008. Einkommens- und Verbrauchsstichprobe: Einnahmen und Ausgaben privater Haushalte. Fachserie 15, Heft 4.
<https://www.ec.destatis.de/csp/shop/sfg/bpm.html.cms.cBroker.cls?cmspath=struktur,vollanzeige.csp&ID=1026223>.
- Statistisches Bundesamt. 2009. 1. Halbjahr 2009: Sparquote mit 11,2% auf Vorjahresniveau. Pressemitteilung Nr.410 vom 29.10.2009.
http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Presse/pm/2009/10/PDO9_410_811,templateId=renderPrint.psml.

Statistisches Bundesamt. 2010a. Statistisches Jahrbuch 2010 – Kapitel 17: Finanz- und andere Dienstleistungen.

<http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/SharedContent/Oeffentlich/B3/Publikation/Jahrbuch/FinanzDienstleistungen,property=file.pdf>.

Statistisches Bundesamt. 2010b. Deutsche sparen wieder etwas mehr. Pressemitteilung Nr.396 vom 29.10.2010.

http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/DE/Presse/pm/2010/10/PD10_396_811.psml.

Staudinger, J. v. 2004. *Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, §§ 433-487; Leasing (Kaufrecht und Leasingrecht)*, 14. Aufl. De Gruyter Verlag: Berlin.

Staudinger, J. v. 2009. *Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch mit Einführungsgesetz und Nebengesetzen, §§ 823 E-I, 824, 825 (Unerlaubte Handlungen I - Teilband 2)*, 14. Aufl. De Gruyter Verlag: Berlin.

Stigler, G.J. 1971. The Theory of Economic Regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science* 2, 3-21.

Stivers, A.E. 2004. Unraveling of Information: Competition and Uncertainty. *Topics in Theoretical Economics* 4, 1-16.

Stoughton, N., Y. Wu und J. Zechner. 2011. Intermediated Investment Management. *Journal of Finance* 66, 947-980.

Stucki, T. 1996. Die Rolle der Benchmarks im Portfolio Management. *Finanzmarkt und Portfolio Management* 10, 181-196.

Szegö, G. 2002. Measures of Risk. *Journal of Banking & Finance* 26, 1253-1272.

Thaler, R. 1985. Mental Accounting and Consumer Choice. *Marketing Science* 4, 199-214.

Thaler, R. H. und C. R. Sunstein. 2008. *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth and Happiness*. Yale University Press: New Haven.

Tietmeyer H. und B. Rolfes. 2007. *Umbruch in der Bankenindustrie – Zukunftsperspektiven und Strukturveränderung*. Gabler Verlag: Wiesbaden.

- Tobin J. 1958. Liquidity Preference as Behavior Towards Risk. *The Review of Economic Studies* 25, 65-86.
- Towers Watson. 2010. Ausschließlichkeitsvermittler erstmals seit Jahren wieder stärkster Vertriebsweg in der Lebensversicherung. <http://www.towerswatson.com/germany/press/3303>.
- Tversky, A. und D. Kahneman. 1981. The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science* 211, 453-458.
- Van Rooij, M., A. Lusardi und R. Alessie. 2011. Financial Literacy and Stock Market Participation. *Journal of Financial Economics* 101, 449-472.
- Veil, R. 2011. *Europäisches Kapitalmarktrecht*. Mohr Siebeck Verlag: Tübingen.
- VersicherungsJournal. 2011. Transparenz gewinnt an Bedeutung. <http://www.versicherungsjournal.de/vertrieb-und-marketing/transparenz-gewinnt-an-bedeutung-107829.php>.
- Vissing Jorgensen, A. 2002. Towards an Explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Nonfinancial Income and Participation Cost Structure. NBER Working Paper 8884.
- Vlaev, I., Chater, N. und N. Stewart. 2009. Dimensionality of Risk Perception: Factors affecting Consumer Understanding and Evaluation of Financial Risk. *Journal of Behavioral Finance* 10, 158-181.
- Weber, E.U., S. Shafir und A.-R. Blais. 2004. Predicting Risk Sensitivity in Humans and Lower Animals: Risk as Variance or Coefficient of Variation. *Psychological Review* 111, 430-445.
- Weber, M. und F. Welfens. 2008. Splitting the Disposition Effect: Asymmetric Reactions Towards "Selling Winners" and "Holding Losers". Working Paper Universität Mannheim.
- Weller, M.-P. 2011. Die Dogmatik des Anlageberatungsvertrags – Legitimation der strengen Rechtsprechungslinie von Bond bis Ille ./.. Deutsche Bank. *ZBB Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 191-199.
- Wermers, R. 2000. Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses. *Journal of Finance* 55, 1655-1695.

- Wiesel, T., B. Skiera und J. Villanueva. 2008. Customer Equity – An Integral Part of Financial Reporting. *Journal of Marketing* 72, 1-14.
- Willis, L.E. 2008. Against Financial Literacy Education. *Iowa Law Review* 94, 197-285.
- ZEW. 2010. Transparenz von privaten Riester- und Basisrentenprodukten. Abschlussbericht zu Projekt Nr. 7/09.
- Zheng, L. 1999. Is Money Smart? A Study of Mutual Fund Investors' Fund Selection Ability. *Journal of Finance* 54, 901-933.
- Zimmermann, H., C. Arce, S. Jaeger und H.-J. Wolter. 1992. Pensionskassen Schweiz: Neue Strategien für wachsende Leistungsansprüche: Eine Analyse aus finanzmarkttheoretischer Sicht, Züricher Kantonalbank.
- Zingel, F. 2003. Neue Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte der Banken und Sparkassen. *ZBB Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 59-61.
- Zuber, M. 2005. *Rendite und Qualitätswahrnehmung: Eine experimentelle Untersuchung zur Anlageberatung*. Gabler Verlag: Wiesbaden.