

Schumpeter School
of Business and Economics



Anlageberatung und Behavioral Finance

Analyse des Anlageverhaltens privater Kapitalanleger im Kontext der Inanspruchnahme von Anlageberatungsleistungen unter Einbeziehung der verhaltensorientierten Finanzierungslehre

Inauguraldissertation zur Erlangung des akademischen Grades eines
Doktors der Wirtschaftswissenschaft (doctor rerum oeconomicarum)

am Fachbereich Wirtschaftswissenschaft

– Schumpeter School of Business and Economics –

der Bergischen Universität Wuppertal

vorgelegt von

Dipl.-Kfm. Florian Boes

Wuppertal, 4. April 2018

Die Dissertation kann wie folgt zitiert werden:

urn:nbn:de:hbz:468-20180802-154144-1

[<http://nbn-resolving.de/urn/resolver.pl?urn=urn%3Anbn%3Ade%3Ahbz%3A468-20180802-154144-1>]

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	III
Abbildungsverzeichnis	VII
Tabellenverzeichnis	XIII
Formelverzeichnis	XXV
Abkürzungsverzeichnis	XXVII
Symbolverzeichnis	XXXI
1 Einleitung.....	1
1.1 Entwicklungen in der Beratung privater Kapitalanleger	1
1.2 Behavioral Finance als Ergänzung zur traditionellen Kapitalmarkttheorie.....	6
1.3 Zielsetzung der Arbeit	8
1.4 Aufbau der Arbeit	9
2 Anlageberatung von Privatkunden.....	12
2.1 Person des privaten Kapitalanlegers	12
2.1.1 Definition und Abgrenzung.....	12
2.1.2 Persönliche Situation.....	14
2.1.2.1 Alter	14
2.1.2.2 Familienstand und Geschlecht.....	16
2.1.2.3 Sozioökonomischer Status.....	18
2.1.3 Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit.....	20
2.1.4 Ziele privater Anleger	24
2.2 Anlageberatung und Anlageberatungsprozess.....	28
2.2.1 Der Begriff Anlageberatung.....	29
2.2.2 Abgrenzung der Anlageberatung	32
2.2.2.1 Anlagevermittlung.....	32
2.2.2.2 Aktive Depotbetreuung	34
2.2.2.3 Vermögensverwaltung.....	34
2.2.3 Aufbau und Inhalt der Anlageberatung.....	36
2.2.3.1 Analyse der Kundenbedürfnisse.....	37
2.2.3.2 Auswahl und Präsentation geeigneter Anlagelösungen	38
2.2.3.3 Umsetzung der Anlagestrategie und After Sales-Beratung.....	41
2.3 Segmentierung im Privatkundengeschäft	42
2.3.1 Ziele der und Anforderungen an die Segmentierung von Privatkunden.....	43

2.3.2	Kriterien zur Abgrenzung von Marktsegmenten	45
2.3.2.1	Demographische und sozioökonomische Merkmale	46
2.3.2.2	Geographische bzw. mikrogeographische Merkmale	48
2.3.2.3	Psychographische Merkmale	51
2.3.2.4	Merkmale des beobachtbaren Verhaltens	55
2.4	Anbieter von Anlageberatung für Privatkunden.....	56
2.4.1	Kreditinstitute	57
2.4.2	Allfinanzvertriebe	60
2.4.3	Freie Anlageberater.....	61
2.5	Veränderungen der Rahmenbedingungen	62
2.5.1	Veränderungen im Marktumfeld.....	62
2.5.2	Entwicklungen in der Informationstechnologie.....	70
2.5.3	Veränderungen im Kundenverhalten	74
2.5.4	Gesetzliche Anforderungen und Regulation.....	76
3	Behavioral Finance	80
3.1	Einordnung und Überblick	80
3.2	Heuristisch begründete Verzerrungen	86
3.2.1	Heuristiken zur Komplexitätsreduzierung	88
3.2.1.1	Vereinfachung von Sachverhalten	88
3.2.1.2	Mental Accounting.....	88
3.2.1.3	Verfügbarkeit von Informationen	89
3.2.1.4	Selektive Wahrnehmung	90
3.2.2	Heuristiken zur Urteilsfindung	91
3.2.2.1	Repräsentativitätsheuristik	91
3.2.2.2	Verankerungsheuristik	94
3.3	Kontrollbedürfnis des Menschen.....	96
3.3.1	Kontrollüberzeugung	96
3.3.2	Selbstüberschätzung.....	97
3.3.3	Home Bias.....	99
3.4	Abhängigkeit von Referenzpunkten und Rahmenbedingungen	103
3.4.1	Referenzpunktabhängigkeit	103
3.4.2	Verlustaversion	105
3.4.3	Besitztumseffekt	106
3.4.4	Dispositionseffekt	107

3.4.5 Sunk-Cost-Effekt.....	109
3.4.6 Hedonic Framing.....	110
3.5 Herdenverhalten.....	111
3.6 Kapitalmarktanomalien.....	115
3.7 Kritik an der verhaltensorientierten Finanzierungslehre	118
4 Empirische Analyse des Anlageverhaltens mit und ohne Anlageberatung	120
4.1 Überblick und Untersuchungsziel.....	120
4.2 Datenbasis.....	121
4.2.1 Allgemeine Datenbeschreibung und methodische Grundlagen	122
4.2.1.1 Datenquelle.....	122
4.2.1.2 Wertpapierumsatzdaten	124
4.2.1.3 Wertpapierbestandsdaten.....	128
4.2.1.4 Kundendaten zu den Wertpapierdepots.....	132
4.2.1.5 Operationalisierung des Datenmerkmals der Anlageberatung.....	135
4.2.1.6 Kundensegmentierung in den analysierten Banken	142
4.2.1.7 Synthetische Kundensegmentierung für diese Untersuchung	144
4.2.1.8 Zusammenfassung zur Datenbasis der Studie	147
4.2.2 Beschreibung nach demographischen, psychographischen und sozio- ökonomischen Merkmalen	148
4.2.3 Beschreibung nach verschiedenen Portfoliomerkmalen	159
4.2.4 Rahmenbedingungen an den Kapitalmärkten	161
4.2.5 Kritische Anmerkungen zur Datenbasis.....	165
4.3 Analyse diverser Einflussfaktoren im Kontext der Inanspruchnahme von Anlageberatung.....	171
4.3.1 Methodische Vorüberlegungen	171
4.3.2 Analyisierte Einflussfaktoren	173
4.3.2.1 Explorative Untersuchungen zu demographischen Einfluss- faktoren.....	174
4.3.2.2 Explorative Untersuchungen zu psychographischen und verhaltensbasierten Einflussfaktoren.....	178
4.3.2.3 Explorative Untersuchungen zu sozioökonomischen Einflussfaktoren.....	184
4.3.2.4 Explorative Untersuchungen zur Einflussnahme der Kundenklassen.....	191

4.3.3 Analyse der Einflussfaktoren	193
4.3.3.1 Methodisches Vorgehen.....	193
4.3.3.2 Einflussfaktoren für die Inanspruchnahme von Anlageberatung.....	199
4.3.4 Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance	207
4.4 Portfolioallokation privater Kapitalanleger.....	209
4.4.1 Einleitung und methodische Vorüberlegungen.....	210
4.4.2 Portfolioallokation nach Anlageklassen.....	212
4.4.3 Portfolioallokation nach Währungen	227
4.4.4 Portfolioallokation innerhalb der Anlageklasse Aktien	231
4.4.4.1 Allokation nach Aktieneinzelwerten und sonstigen Wertpapierprodukten.....	232
4.4.4.2 Allokation nach Branchen.....	241
4.4.4.3 Allokation nach Ländern und Regionen	250
4.4.4.4 Allokation nach Marktkapitalisierung.....	258
4.4.5 Analyse der Portfoliodiversifikation anhand mehrerer Kriterien	262
4.4.5.1 Methodisches Vorgehen.....	263
4.4.5.2 Ergebnisse	276
4.4.6 Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance	281
4.5 Portfoliotransaktionen privater Kapitalanleger	290
4.5.1 Einleitung und methodische Vorüberlegungen.....	291
4.5.2 Portfoliotransaktionen nach Marktphasen am deutschen Aktienmarkt	292
4.5.3 Portfoliotransaktionen nach Umschichtungserfolg.....	300
4.5.4 Portfoliotransaktionen nach Haltedauer und Häufigkeit.....	309
4.5.5 Portfoliotransaktionen nach Wochentagen	315
4.5.6 Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance	320
5 Schlussbetrachtung	328
Anhang	340
A Abbildungen	340
B Tabellen	345
Literaturverzeichnis.....	450

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	NRW-Bevölkerung nach Altersklassen im Jahr 2010 (Quelle: BBSR)	15
Abb. 2:	Deutsche Bevölkerung nach Bildungsabschlüssen im Jahr 2009 in Prozent (Quelle: Statistisches Bundesamt)	19
Abb. 3:	Mittelwerte der Monateinkommen nach Einkommensgruppen in Deutsch- land von 1999 bis 2009 (Quelle: DIW)	20
Abb. 4:	Risikobereitschaft privater Anleger (Quelle: Raiffeisenbank Seefeld)	22
Abb. 5:	Zielkatalog der Kundensegmentierung nach KLEINER	44
Abb. 6:	Die Sinus-Milieus in Deutschland 2010 (Quelle: Sinus-Institut Heidelberg) ..	52
Abb. 7:	Korrelationsmatrix (Quelle: Bloomberg, Goldman Sachs)	66
Abb. 8:	Anzahl der Zertifikat-Produkte in Deutschland im Zeitraum Juni 2007 bis November 2010 (Quelle: Deutscher Derivate Verband)	68
Abb. 9:	Anteil der Online Banking-Nutzer in Deutschland in den Jahren 1998 bis 2011 (Quelle: Bundesverband deutscher Banken)	71
Abb. 10:	Darstellung der verschiedenen in dieser Arbeit vorgestellten Heuristiken	87
Abb. 11:	Wertfunktion der Prospect-Theorie (Quelle: Kahneman/ Tversky)	104
Abb. 12:	Methodik zur Berechnung der Beratungsintensität	136
Abb. 13:	Häufigkeitsverteilung der anlegerindividuellen Beratungsintensität.....	139
Abb. 14:	Häufigkeitsverteilung von „Beratungskunden“ und „Selbstentscheider- Kunden“	140
Abb. 15:	Kundengruppen nach Beratungsanteil an den untersuchten Transaktionen...	141
Abb. 16:	Häufigkeitsverteilung der Altersklassen der Depotinhaber der Datenbasis ...	149
Abb. 17:	Häufigkeitsverteilung der Bildungsabschlüsse der Depotinhaber der Datenbasis.....	151
Abb. 18:	Häufigkeitsverteilung des monatlichen Nettoeinkommens der Depot- inhaber der Datenbasis.....	153
Abb. 19:	Häufigkeitsverteilung des Geld- und Wertpapiervermögens (Liquides Vermögen) der Depotinhaber der Datenbasis.....	154
Abb. 20:	Häufigkeitsverteilung des Sonstigen Vermögens der Depotinhaber der Datenbasis.....	155
Abb. 21:	Häufigkeitsverteilung des Anlagehorizonts der Depotinhaber der Daten- basis	156

Abb. 22:	Häufigkeitsverteilung der Risikobereitschaft der Depotinhaber der Datenbasis	157
Abb. 23:	Häufigkeitsverteilung des durchschnittlichen finanziellen Umfangs der Wertpapiergeschäfte der Depotinhaber der Datenbasis	158
Abb. 24:	Darstellung der Marktphasen am deutschen Aktienmarkt im Zeitraum 01.01.2003 bis 31.10.2010 (Eigene Darstellung auf Basis monatlicher Schlusskurse; Datenquelle: Thomson Reuters).....	162
Abb. 25:	Entwicklung der Umlaufrendite im Zeitraum 01.01.2003 bis 31.12.2010 (Eigene Darstellung auf Basis monatlicher Schlusskurse; Datenquelle: Thomson Reuters)	165
Abb. 26:	Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Altersklassen	174
Abb. 27:	Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Geschlecht.....	176
Abb. 28:	Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Staatsbürgerschaft.....	177
Abb. 29:	Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Anlagehorizont.....	179
Abb. 30:	Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Risikobereitschaft	180
Abb. 31:	Inanspruchnahme von Anlageberatung nach der durchschnittlichen Häufigkeit von Wertpapiergeschäften.....	182
Abb. 32:	Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem durchschnittlichen finanziellen Umfang der Wertpapiergeschäfte	183
Abb. 33:	Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Bildungsabschluss.....	185
Abb. 34:	Inanspruchnahme von Anlageberatung nach monatlichem Nettoeinkommen	186
Abb. 35:	Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem Geld- und Wertpapiervermögen (Liquides Vermögen)	188
Abb. 36:	Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem Sonstigen Vermögen	190
Abb. 37:	Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklasse	192
Abb. 38:	Verlauf der logistischen Funktion (Quelle: Backhaus et al.)	197
Abb. 39:	Durchschnittlicher Depotbestand der verschiedenen Assetklassen je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	214
Abb. 40:	Durchschnittliche Anzahl an Positionen in den verschiedenen Assetklassen je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	215

Abb. 41:	Durchschnittliche Anzahl an Positionen in den verschiedenen Assetklassen je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen.....	216
Abb. 42:	Durchschnittliche Anzahl an Positionen in den verschiedenen Assetklassen je Kunde – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung.....	217
Abb. 43:	Durchschnittliche Anzahl an Positionen in den verschiedenen Assetklassen je Kunde – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen.....	219
Abb. 44:	Häufigkeiten der Anzahl genutzter Assetklassen in der Portfolioallokation auf Kundenebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung.....	221
Abb. 45:	Häufigkeiten der Anzahl genutzter Assetklassen in der Portfolioallokation auf Kundenebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	222
Abb. 46:	Durchschnittliche volumengewichtete Anteile der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	223
Abb. 47:	Durchschnittliche volumengewichtete Anteile der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	224
Abb. 48:	Durchschnittliche volumengewichtete Anteile der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	225
Abb. 49:	Durchschnittliche volumengewichtete Anteile der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	226
Abb. 50:	Durchschnittliche volumengewichtete Anteile ausgewählter Währungen (ohne Euro) an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	229

Abb. 51:	Durchschnittliche volumengewichtete Anteile ausgewählter Währungen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	230
Abb. 52:	Durchschnittliche Anzahl an Positionen in der Anlageklasse Aktien je Kunde – sofern ein Bestand in dem jeweiligen Bereich kundenindividuell vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	234
Abb. 53:	Durchschnittliche Anzahl an Positionen in der Anlageklasse Aktien je Kunde – sofern ein Bestand in dem jeweiligen Bereich kundenindividuell vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	235
Abb. 54:	Durchschnittliche Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern kundenindividuell keine Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	236
Abb. 55:	Durchschnittliche Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern kundenindividuell sowohl Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ als auch in Aktieneinzelwerten vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	240
Abb. 56:	Durchschnittliche Anteile der verschiedenen Branchen an der Portfolioallokation in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in der jeweiligen Branche vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	248
Abb. 57:	Durchschnittliche Anteile der verschiedenen Branchen an der Portfolioallokation in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in der jeweiligen Branche vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	249
Abb. 58:	Durchschnittliche volumengewichtete Anteile der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolioallokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	252
Abb. 59:	Durchschnittliche volumengewichtete Anteile von Aktiengesellschaften aus dem Umkreis von 100 km an der Portfolioallokation in Aktien je	

	Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung – Gesamt und nach Kundenklassen	256
Abb. 60:	Durchschnittliche Anteile verschiedener Börsenindices an der Portfolioallokation eines privaten Kapitalanlegers in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlage- beratung	259
Abb. 61:	Anteile privater Investoren mit ausschließlich DAX-Einzelwerten in der Portfolioallokation in Aktieneinzelwerten in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung – Gesamt und nach Kunden- klassen.....	260
Abb. 62:	Häufigkeiten zur Anzahl der in der Portfolioallokation auf Kundenebene berücksichtigten Aktienindices in Abhängigkeit von der Inanspruch- nahme von Anlageberatung	261
Abb. 63:	Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung.....	276
Abb. 64:	Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen.....	278
Abb. 65:	Portfoliodiversifikation unter Berücksichtigung der Diversifikations- intensität bzw. -gleichheit in allen untersuchten Bereichen in Abhängig- keit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	280
Abb. 66:	Darstellung der Kaufquotienten der untersuchten privaten Kapitalanleger am deutschen Aktienmarkt im Zeitraum 01.01.2003 bis 30.09.2010.....	295
Abb. 67:	Darstellung der Kaufquotienten der untersuchten privaten Kapitalanleger nach verschiedenen Marktphasen am deutschen Aktienmarkt im Zeit- raum 01.01.2003 bis 31.10.2010	297
Abb. 68:	Darstellung der Kaufquotienten der untersuchten privaten Kapitalanleger innerhalb verschiedener Marktphasen am deutschen Aktienmarkt im Zeit- raum 01.01.2003 bis 31.10.2010 nach Kundenklassen	299
Abb. 69:	Anteil positiver Umschichtungserfolge privater Kapitalanleger mit und ohne Kostenberücksichtigung nach 90 bzw. 250 Börsenhandelstagen	304
Abb. 70:	Durchschnittlicher Umschichtungserfolg (Median) privater Kapitalanleger mit und ohne Kostenberücksichtigung nach 90 bzw. 250 Börsen- handelstagen	306

Abb. 71:	Durchschnittliche Haltedauer in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und nach Kundenklassen.....	311
Abb. 72:	Durchschnittliche Transaktionshäufigkeit in Wertpapieren in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und nach Kundenklassen	312
Abb. 73:	Durchschnittliche Transaktionshäufigkeit in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und nach Kundenklassen	314
Abb. 74:	Wertpapiertransaktionen nach Wochentag in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	316
Abb. 75:	Wertpapiertransaktionen nach Wochentag in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und Kundenklasse.....	317
Abb. 76:	Wertpapiertransaktionen nach Wochentag in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und der Transaktionsart	318
Abb. 77:	Häufigkeiten zum Bildungsstand der Depotinhaber der Datenbasis (inkl. der Position „Sonstiges)	340
Abb. 78:	Durchschnittlicher Depotbestand der verschiedenen Assetklassen je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	341
Abb. 79:	Durchschnittliche volumengewichtete Anteile der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolioallokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung (unter Einbeziehung von Mischfonds, gemischten Dachfonds sowie Multi-Asset-Fonds).....	342
Abb. 80:	Durchschnittliche Anteile verschiedener Börsenindices an der Portfolioallokation eines privaten Kapitalanlegers in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	343
Abb. 81:	Häufigkeiten zur Anzahl der in der Portfolioallokation auf Kundenebene berücksichtigten Börsenindices in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen.....	344

Tabellenverzeichnis

Tab. 1:	Unschärfe Ausprägungen bei der Definition der Anlageziele.....	28
Tab. 2:	Anlegergerechte und objektgerechte Beratung.....	31
Tab. 3:	Segmentierung von privaten Bankkunden in Deutschland.....	47
Tab. 4:	Wesentliche Unterschiede zwischen moderner Kapitalmarkttheorie und Behavioral Finance	83
Tab. 5:	Der Home Bias-Effekt bei Aktienanlagen in verschiedenen Ländern (Quelle: Cooper/ Kaplanis).....	101
Tab. 6:	Merkmale der Wertpapierumsatzdaten in Abhängigkeit vom Zeitraum	125
Tab. 7:	Merkmale der harmonisierten Depotbestandsdaten.....	131
Tab. 8:	Merkmale der Kundendaten zu den Wertpapierdepots	133
Tab. 9:	Anzahl der verfügbaren Datenmerkmale der Kundendaten	134
Tab. 10:	Privatkundensegmentierung in Bank A in TEUR	142
Tab. 11:	Privatkundensegmentierung in Bank B in TEUR.....	143
Tab. 12:	Privatkundensegmentierung in Bank C in TEUR.....	144
Tab. 13:	Definition zweier Kundenklassen für diese Untersuchung	146
Tab. 14:	Allokation der Depots auf die synthetisch gebildeten Kundenklassen.....	146
Tab. 15:	Übersicht zur Datenbasis der empirischen Analyse nach der Datenaufbereitung	147
Tab. 16:	Deskriptive Statistik zu verschiedenen Portfoliomerkmalen der Datenbasis	160
Tab. 17:	Tabellarische Darstellung verschiedener Marktphasen am deutschen Aktienmarkt im Zeitraum 01.01.2003 bis 30.09.2010	163
Tab. 18:	Klassifizierungstabelle zum Nullmodell.....	201
Tab. 19:	Klassifizierungstabelle zum Gesamtmodell	201
Tab. 20:	Logit-Modell zur Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen	203
Tab. 21:	Klassifizierungstabelle zum modifizierten Modell.....	204
Tab. 22:	Modifiziertes Logit-Modell zur Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen	205
Tab. 23:	Deskriptive Statistiken zur Anzahl an Positionen und Gesamtbeständen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern kundenindividuell keine	

	Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	237
Tab. 24:	Deskriptive Statistiken zur Anzahl an Positionen und Gesamtbeständen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern kundenindividuell keine Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	238
Tab. 25:	Häufigkeiten zur Anzahl der verschiedenen Branchen in den Aktieneinzelwerten des Datensatzes	242
Tab. 26:	Deskriptive Statistiken zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	244
Tab. 27:	Deskriptive Statistiken zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern in Aktieneinzelwerten ausschließlich ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	245
Tab. 28:	Deskriptive Statistiken zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern in Aktieneinzelwerten ausschließlich ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen.....	247
Tab. 29:	Aktiengesellschaften mit Sitz im Umkreis von 100 km um das Geschäftsgebiet der analysierten Kreditinstitute	255
Tab. 30:	Datenumfang zur Analyse der Portfoliodiversifikation anhand mehrerer Kriterien.....	264
Tab. 31:	Definierte fiktiv empfohlene Portfolioanteile und Portfolioanteils- spannen (in Klammern) in Abhängigkeit der Risikoklasse.....	266
Tab. 32:	Deskriptive Statistiken zur Bewertung der Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	279
Tab. 33:	Häufigkeiten zur Anzahl der zyklischen Umschichtungsentscheidungen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	308
Tab. 34:	Merkmale der Depotbestandsdaten bei den Bankdepots.....	345
Tab. 35:	Merkmale der Depotbestandsdaten bei den Fondsdepots	346

Tab. 36:	Antwortklassen bzw. Merkmalsausprägungen zu verschiedenen Merkmalen der Kundendaten zu den Wertpapierdepots	347
Tab. 37:	Anzahl der Wertpapierdepots nach Beratungsanteil über alle Anlageklassen.....	348
Tab. 38:	Häufigkeiten und deskriptive Statistik zur Altersstruktur der Depotinhaber der Datenbasis.....	348
Tab. 39:	Häufigkeiten zum Bildungsstand der Depotinhaber der Datenbasis	349
Tab. 40:	Häufigkeiten zum monatlichen Nettoeinkommen (in Euro) der Depotinhaber der Datenbasis.....	349
Tab. 41:	Häufigkeiten zum Geld- und Wertpapiervermögen (in Euro) der Depotinhaber der Datenbasis.....	349
Tab. 42:	Häufigkeiten zum Sonstigen Vermögen (in Euro) der Depotinhaber der Datenbasis.....	350
Tab. 43:	Häufigkeiten zum Anlagehorizont der Depotinhaber der Datenbasis	350
Tab. 44:	Häufigkeiten zur Risikobereitschaft der Depotinhaber der Datenbasis.....	350
Tab. 45:	Häufigkeiten zur durchschnittlichen Anzahl der jährlichen Wertpapiergeschäfte der Depotinhaber der Datenbasis.....	351
Tab. 46:	Häufigkeiten zum durchschnittlichen finanziellen Umfang (in Euro) von Wertpapiergeschäften der Depotinhaber der Datenbasis.....	351
Tab. 47:	Häufigkeiten zur Verteilung des Geschlechts der Depotinhaber der Datenbasis.....	351
Tab. 48:	Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach verschiedenen demographischen Einflussfaktoren.....	352
Tab. 49:	Kreuztabelle zur Risikobereitschaft privater Anleger nach Altersklassen	353
Tab. 50:	Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach verschiedenen psychographischen und verhaltensbasierten Einflussfaktoren	354
Tab. 51:	Kreuztabelle zur Risikobereitschaft privater Anleger nach dem Bildungsabschluss	355
Tab. 52:	Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach verschiedenen sozioökonomischen Einflussfaktoren	356
Tab. 53:	Kreuztabelle zum monatlichen Nettoeinkommen privater Anleger nach Bildungsabschluss	357

Tab. 54:	Kreuztabelle zum Geld- und Wertpapiervermögen privater Anleger nach monatlichem Nettoeinkommen	358
Tab. 55:	Kreuztabelle zur Risikobereitschaft privater Anleger nach Geld- und Wertpapiervermögen	359
Tab. 56:	Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklasse	359
Tab. 57:	Kodierungen der kategorialen Variablen im Gesamtmodell inkl. des Merkmals Geschlecht	360
Tab. 58:	Logit-Modell zur Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen inkl. des Merkmals Geschlecht	362
Tab. 59:	Kodierungen der kategorialen Variablen im Gesamtmodell	363
Tab. 60:	Logit-Modell zur Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen	364
Tab. 61:	Kodierungen der kategorialen Variablen im modifizierten Modell	365
Tab. 62:	Modifiziertes Logit-Modell zur Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen	366
Tab. 63:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Depotbeständen der verschiedenen Assetklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	367
Tab. 64:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Depotbeständen der verschiedenen Assetklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	369
Tab. 65:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Depotbeständen der verschiedenen Assetklassen – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	370
Tab. 66:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Depotbeständen der verschiedenen Assetklassen – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	372
Tab. 67:	Deskriptive Statistiken zu der durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen in den verschiedenen Assetklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	373

Tab. 68:	Deskriptive Statistiken zu der durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen in den verschiedenen Assetklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	375
Tab. 69:	Deskriptive Statistiken zu der durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen in den verschiedenen Assetklassen – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	376
Tab. 70:	Deskriptive Statistiken zu der durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen in den verschiedenen Assetklassen – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	378
Tab. 71:	Kreuztabelle zur Anzahl der verschiedenen Assetklassen in der Portfolioallokation auf Kundenebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	379
Tab. 72:	Kreuztabelle zur Anzahl der verschiedenen Assetklassen in der Portfolioallokation auf Kundenebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und aufgeteilt nach Kundenklasse ...	380
Tab. 73:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung.....	381
Tab. 74:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und aufgeteilt nach Kundenklasse.....	383
Tab. 75:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung.....	384
Tab. 76:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse	

	vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und aufgeteilt nach Kundenklasse	386
Tab. 77:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen verschiedener Währungen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	387
Tab. 78:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen verschiedener Währungen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und aufgeteilt nach Kundenklasse	389
Tab. 79:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen verschiedener Währungen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	390
Tab. 80:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen verschiedener Währungen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und aufgeteilt nach Kundenklasse	392
Tab. 81:	Deskriptive Statistiken zu durchschnittlichen Positionsanzahlen und Gesamtbeständen in der Anlageklasse Aktien – sofern ein Bestand in dem jeweiligen Bereich kundenindividuell vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	393
Tab. 82:	Deskriptive Statistiken zu durchschnittlichen Positionsanzahlen und Gesamtbeständen in der Anlageklasse Aktien – sofern ein Bestand in dem jeweiligen Bereich kundenindividuell vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen.....	395
Tab. 83:	Häufigkeiten zur Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern keine Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	396
Tab. 84:	Häufigkeiten zur Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern keine Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden	

	sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	397
Tab. 85:	Deskriptive Statistiken zu durchschnittlichen Positionsanzahlen und Gesamtbeständen in der Anlageklasse Aktien – sofern Bestände sowohl im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ als auch bei den „Aktieneinzelwerten“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	398
Tab. 86:	Deskriptive Statistiken zu durchschnittlichen Positionsanzahlen und Gesamtbeständen in der Anlageklasse Aktien – sofern Bestände sowohl im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ als auch bei den „Aktieneinzelwerten“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	400
Tab. 87:	Häufigkeiten zur Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung.....	401
Tab. 88:	Häufigkeiten zur Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	402
Tab. 89:	Häufigkeiten zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung.....	403
Tab. 90:	Deskriptive Statistiken zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen.....	404
Tab. 91:	Häufigkeiten zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen.....	405
Tab. 92:	Häufigkeiten zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern in Aktieneinzelwerten	

	ausschließlich ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	406
Tab. 93:	Häufigkeiten zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzel- werten des HDAX je Kunde – sofern in Aktieneinzelwerten ausschließlich ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen.....	407
Tab. 94:	Deskriptive Statistiken zu den Anteilen der verschiedenen Branchen an der Portfolioallokation in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in der jeweiligen Branche vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	408
Tab. 95:	Häufigkeiten zum Anteil der Branche Telekommunikation in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	409
Tab. 96:	Deskriptive Statistiken zu den Anteilen der verschiedenen Branchen an der Portfolioallokation in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in der jeweiligen Branche vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen.....	411
Tab. 97:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolio- allokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	412
Tab. 98:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolio- allokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	414
Tab. 99:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolio- allokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung (unter Einbeziehung von Mischfonds, gemischten Dachfonds sowie Multi-Asset-Fonds).....	415
Tab. 100:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolio-	

	allokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung (unter Einbeziehung von Mischfonds, gemischten Dachfonds sowie Multi-Asset-Fonds).....	417
Tab. 101:	Häufigkeiten zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen von Aktiengesellschaften aus dem Umkreis von 100 km um das Geschäftsgebiet der analysierten Kreditinstitute an der Portfolioallokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung – Gesamt und nach Kundenklassen.....	418
Tab. 102:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen verschiedener Börsenindices an der Portfolioallokation eines privaten Kapitalanlegers in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	419
Tab. 103:	Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen verschiedener Börsenindices an der Portfolioallokation eines privaten Kapitalanlegers in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	421
Tab. 104:	Häufigkeiten zu den durchschnittlichen Anteilen privater Investoren mit ausschließlich DAX-Einzelwerten in der Portfolioallokation in Aktieneinzelwerten in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung – Gesamt und nach Kundenklassen.....	422
Tab. 105:	Häufigkeiten zur Anzahl der in der Portfolioallokation auf Kundenebene berücksichtigten Börsenindices in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung – Gesamt und nach Kundenklassen.....	423
Tab. 106:	Übersicht zu Empfehlungswerten verschiedener deutscher Banken und Fondsgesellschaften für die Asset Allocation und Länderallokation	424
Tab. 107:	Häufigkeiten zur Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	425
Tab. 108:	Häufigkeiten zur Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	426
Tab. 109:	Deskriptive Statistiken zur Bewertung der Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen.....	427
Tab. 110:	Häufigkeiten zur Portfoliodiversifikation unter Berücksichtigung der Diversifikationsintensität bzw. -gleichheit in allen untersuchten	

	Bereichen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	428
Tab. 111:	Häufigkeiten zur Portfoliodiversifikation unter Berücksichtigung der Diversifikationsintensität bzw. -gleichheit in allen untersuchten Bereichen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	428
Tab. 112:	Transaktionshäufigkeiten, Kaufquotienten und Umsatzanteile auf Quartalsbasis im Zeitraum 1/2003 bis 3/2010 in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	431
Tab. 113:	Transaktionshäufigkeiten und Kaufquotienten auf Quartalsbasis im Zeitraum 1/2003 bis 3/2010 in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	434
Tab. 114:	Transaktionshäufigkeiten, Kaufquotienten und Umsatzanteile für verschiedene Marktphasen im Zeitraum 1/2003 bis 3/2010 in Abhängig- keit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	436
Tab. 115:	Transaktionshäufigkeiten, Kaufquotienten und Umsatzanteile für verschiedene Marktphasen im Zeitraum 1/2003 bis 3/2010 in Abhängig- keit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	438
Tab. 116:	Häufigkeiten zum Anteil positiver Umschichtungserfolge privater Kapitalanleger in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	439
Tab. 117:	Häufigkeiten zum Anteil positiver Umschichtungserfolge privater Kapitalanleger in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen	440
Tab. 118:	Deskriptive Statistiken zum Umschichtungserfolg mit und ohne Kostenberücksichtigung nach 90 bzw. 250 Börsenhandelstagen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	441
Tab. 119:	Deskriptive Statistiken zum Umschichtungserfolg mit und ohne Kostenberücksichtigung nach 90 bzw. 250 Börsenhandelstagen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen.....	443
Tab. 120:	Deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Haltedauer in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und nach Kundenklassen	444

Tab. 121: Deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Transaktionshäufigkeit in Wertpapieren in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und nach Kundenklassen.....	445
Tab. 122: Deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Transaktionshäufigkeit in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und nach Kundenklassen	446
Tab. 123: Häufigkeiten zur Anzahl der Wertpapiertransaktionen nach Wochentag in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	447
Tab. 124: Häufigkeiten zur Anzahl der Wertpapiertransaktionen nach Wochentag in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklasse.....	448
Tab. 125: Häufigkeiten zur Anzahl der Wertpapiertransaktionen nach Wochentag in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung	449

Formelverzeichnis

(4.1)	Eintrittswahrscheinlichkeiten p für die Anlageberatungsinanspruchnahme...	194
(4.2)	Beziehung der abhängigen Variable y im Beobachtungsfall k	195
(4.3)	Logistische Funktion	196
(4.4)	Definition des logistischen Regressionsansatzes.....	196
(4.5)	Odds der logistischen Regression	198
(4.6)	Logits der logistischen Regression	198
(4.7)	Beziehung zwischen der Einflussstärke z , Logits und Odds	198
(4.8)	Berechnung der Diversifikationskennzahl	272
(4.9)	Kaufquotient in der Zeitperiode t	294
(4.10)	Umschichtungserfolg in der Zeitperiode t	302
(4.11)	Berechnung der durchschnittlichen Haltedauer.....	310

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
AHR	Allgemeine Hochschulreife
AHS	Allgemeinbildende höhere Schule
AnSFuG	Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz
AUD	Australischer Dollar
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BBSR	Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung
Bd.	Band
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BRIC	Brasilien Russland Indien China
bspw.	beispielsweise
BTX	Bildschirmtext
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
CAD	Kanadischer Dollar
CHF	Schweizer Franken
D	Deutschland
Datex-J	Data Exchange-Jedermann
DAX	Deutscher Aktienindex
Dez	Dezember
DIN	Deutsches Institut für Normung e. V.
DIW	Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
dt.	deutsche
durchs.	Durchschnittlich
ebd.	ebenda
EG	Europäische Gemeinschaft
Eink.	Einkommen
engl.	englisch
ER	Excess Return
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWU	Europäische Wirtschafts- und Währungsunion
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung

FOR	Fachoberschulreife
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index
HA	Hauptschulabschluss
Hg.	Herausgeber
HKD	Hongkong-Dollar
Hrsg.	Herausgeber
HS	Hauptschule
i. d. R.	in der Regel
i. e.	im engeren
ISD	Investment Service Directive
ISIN	International Securities Identification Number
IWF	Internationaler Währungsfonds
Jun	Juni
km	Kilometer
KWG	Kreditwesengesetz
lfd.	laufende
LTCM	Long-Term Capital Management
MDAX	(abgeleitet von) Mid-Cap-DAX
MFI	Monetary Financial Institution
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NATO	North Atlantic Treaty Organization
Nr	Nummer
NRW	Nordrhein-Westfalen
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (englisch: Organisation for Economic Cooperation and Development)
o. V.	ohne Verfasser
Ref.	Referenzkategorie
REX	Deutscher Rentenindex
S&P	Standard & Poor's
SchVGEG	Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung

SDAX	(abgeleitet von) Small-Cap-DAX
Sig.	Signifikanz
SOEP	Sozio-oekonomisches Panel
Sonst.	Sonstige
Std.-Abw.	Standardabweichung
TEUR	Tausend Euro
u. a.	unter anderem
u. U.	unter Umständen
UNESCO	United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization
USD	US-Dollar
v.	von
vfa	Verband Forschender Arzneimittelhersteller e.V.
vs.	versus
Vwd	Vereinigte Wirtschaftsdienste
WKN	Wertpapierkennnummer
WP	Wertpapier
WpDVerOV	Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung

Symbolverzeichnis

a_0	Anschaffungsauszahlung in $t = 0$
α	Signifikanzniveau (auch Alphaniveau)
β	Regressionskoeffizient
C	Kapitalwert
df	Freiheitsgrade (degrees of freedom)
d_t	Einzahlungsüberschuss in Bezug auf t
e	Eulersche Zahl (2,71828183)
Exp(B)	Odds Ratio
ln	logarithmus naturalis
N	Benennung von Variablen
χ^2	Chi-Quadrat

1 Einleitung

1.1 Entwicklungen in der Beratung privater Kapitalanleger

Kaum ein Experte hat die Entwicklungen an den Kapitalmärkten der letzten 10 bis 15 Jahre und die damit einhergegangenen Veränderungen in der Anlageberatung privater Kapitalanleger in der ex ante-Betrachtung auch nur annähernd zutreffend prognostiziert. Und auch die zukünftige Entwicklung offenbart zahlreiche Ungewissheiten. Ob dabei die deutlich zugenommene Regulierung von Anlageberatungsdienstleistungen durch Banken eine weitere Verschärfung erleben wird oder ob es zu einer Deregulierung kommt, scheint gegenwärtig noch völlig offen zu sein. Auch die rasante Entwicklung der voranschreitenden Digitalisierung, z. B. im Kontext der automatisierten oder teilautomatisierten Anlageberatung, erscheint aktuell schwer kalkulierbar.

Die Entwicklungen in der Beratung privater Kapitalanleger stellen häufig Folgen der zahlreichen Veränderungen der Rahmenbedingungen im Umfeld von Anlageberatungsdienstleistungen dar.¹ So sind aufgrund der Entwicklungen in der Informations- und Kommunikationstechnologie etwa zahlreiche neue Wettbewerber in den Markt eingetreten und der Anteil der Nutzer von Online Banking und Online Brokerage hat sich im Untersuchungszeitraum dieser Arbeit deutlich erhöht.² Aber auch der stetig gestiegene Automatisierungsgrad in der Abwicklung von Bankgeschäften sowie die beständig gewachsene Bedeutung digitaler Informationskanäle, allen voran des Internets, sind zu nennen. Die damit einhergehende gestiegene Transparenz und Vielfalt sowohl hinsichtlich der Anbieter als auch in Bezug auf die angebotenen Dienstleistungen und Produkte haben zu einer Verschärfung des Wettbewerbs geführt.³ Damit einhergehend nimmt die traditionell vergleichsweise hohe Kundenloyalität in der Bankenbranche immer mehr ab, Kunden sind zunehmend wechselbereiter.⁴

Während Preis- oder Zinsvergleiche sich vor der Digitalisierung maximal auf die jeweiligen Banken vor Ort beschränkten, konkurrieren Banken mittlerweile deutschlandweit und in Teilen sogar noch darüber hinaus miteinander.⁵ Daher sind die Einsparungen der Banken durch

¹ Nachfolgend wird im Wesentlichen auf die Veränderungen bis zum Ende des Zeitraums der in dieser Arbeit ausgewerteten Daten abgestellt (31.10.2010).

² Vgl. Bundesverband deutscher Banken (2017).

³ Vgl. FAZ-Institut/ Steria-Mummert-Consulting (2011).

⁴ Vgl. Kipker/ Koch (2011), S. 21 ff.

⁵ So hatten zur Zeit des Zusammenbruchs der isländischen Kaupthing Bank im Oktober 2008 beispielsweise über 30.000 deutsche Kapitalanleger rund 300 Millionen Euro bei deren deutschem Tochterinstitut Kaupthing Edge angelegt. Vgl. o. V. (2009).

Fortschritte in der Informationstechnologie mit einem Verfall der Margen aufgrund des zunehmend transparenteren Wettbewerbs einhergegangen. Gerade deswegen wird der scheinbar alternativlose Multikanalvertrieb von den meisten Marktteilnehmern weiter ausgebaut und Bankdienstleistungen werden zusätzlich zur Bankfiliale und dem telefonischen Kontakt zur Bank neben dem stationären Internet zunehmend auch über das mobile Internet angeboten.⁶ Und auch in der standörtlichen Anlageberatung nehmen die technologischen Entwicklungen immer häufiger Einfluss. So wird der Anlageberater zunehmend digital in seiner täglichen Arbeit unterstützt, beispielsweise im Bereich der sinnvollen Allokation bzw. Diversifizierung eines Wertpapierportfolios oder im Rahmen der Präsentation von Anlagelösungen.⁷

Die gesetzlichen Rahmenbedingungen für Anlageberatung haben sich in den vergangenen zwei Jahrzehnten deutlich verschärft. Beginnend mit dem Inkrafttreten des Wertpapierhandelsgesetzes im Jahr 1995 nahm die zunehmende Regulierung der Anlageberatung ihren Lauf und fand ihren vorläufigen Höhepunkt in der EU-Finanzmarktrichtlinie (Markets in Financial Instruments Directive, kurz MiFID), welche zum 01.11.2007 in deutsches Recht übertragen wurde. Das Ziel des Gesetzgebers war zum wiederholten Male eine Stärkung des Anlegerschutzes sowie die Förderung fairer und transparenter Finanzmärkte.

Zum 01.01.2010 ist dann das Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von Anlegern aus Falschberatung (SchVGEG) in Kraft getreten. Wieder stand die Stärkung von Anlegerschutz und Anlegerrechten im Vordergrund der Absichten des Gesetzgebers. Fortan verpflichtete das Gesetz in Deutschland tätige Banken zur ausführlichen Dokumentation von Beratungsgesprächen mit privaten Kunden in Form eines schriftlichen Beratungsprotokolls, welches dem Kunden i. d. R. vor Abschluss eines Wertpapiergeschäfts auszuhändigen ist.

Der Aufwand der Banken für die Umsetzung der Regulierung ist hoch und greift zudem tief in das operative Kerngeschäft von Finanzdienstleistern und Kreditinstituten ein. So haben bereits Institute entschieden, Wertpapierberatung grundsätzlich nicht mehr anzubieten, um der schärferen Regulierung von Anlageberatungsdienstleistungen für Privatkunden auf diese

⁶ Vgl. Stalla (2015), S. 218.

⁷ Vgl. Oberle (2015), S. 239 ff.

Weise aus dem Weg zu gehen. Stattdessen fokussiert sich beispielsweise das Bankhaus Metzler ausschließlich auf Vermögensverwaltungen.⁸

Aber auch die Entwicklungen an den nationalen und internationalen Kapitalmärkten haben die Entwicklung in der Beratung privater Kapitalanleger beeinflusst. Während es insbesondere an den Aktienmärkten seit jeher intensive Schwankungen und auch lang andauernde Börsenzyklen positiver wie negativer Verlaufsart gibt, erscheint die Entwicklung nach der Jahrtausendwende doch verschiedene Besonderheiten aufzuweisen. So hat es etwa mit der Dotcom-Blase in den Jahren 2000 bis 2003 und mit der Immobilien- und Finanzkrise von 2007 bis 2009 im Untersuchungszeitraum dieser Arbeit zwei weltweit ausstrahlende Wirtschaftskrisen gegeben, in deren Verlauf die internationalen Kapitalmärkte teils erhebliche Verluste zu verzeichnen hatten. So ist etwa der Leitindex des deutschen Aktienmarktes DAX in der erstgenannten Krise von den Höchstständen oberhalb von 8.000 Punkten um 73,1 Prozent und in den Jahren ab 2007 von den erneut erreichten Kurshöchstständen über 8.000 Punkten um 56,0 Prozent eingebrochen.⁹ Mit einzelnen Aktienwerten haben die Investoren teils noch größere Verluste erlitten.¹⁰

Während der zweiten Krise entwickelte sich nach dem Zusammenbruch des amerikanischen Bankhauses Lehman Brothers im Herbst 2008 rasch auch eine Vertrauenskrise gegenüber anderen Banken. Zahlreiche private Investoren haben erneut deutliche Vermögensrückgänge bis hin zu vollständigen Vermögensverlusten in Kauf nehmen müssen. Neben den Aktienmärkten haben auch andere Assetklassen im vergangenen Jahrzehnt vergleichsweise schwache Ergebnisse erzielt. So sind etwa die Zinsen in Deutschland insbesondere zum Ende des Zeitraums dieser Untersuchung auf ein historisch tiefes Niveau gefallen und liefern privaten Investoren kaum noch Rendite. Zum Teil deckten bereits selbst die längeren Laufzeiten nicht einmal mehr die inflationsbedingte Geldentwertung ab.¹¹

Aber nicht nur die Entwicklungen in den Assetklassen Aktien und Anleihen führten zu veränderten Rahmenbedingungen und belasteten damit das Umfeld für die Beratung privater Kapitalanleger. Auch in der Anlageklasse Immobilien haben viele Investoren beispielsweise über

⁸ Vgl. Köhler/ Landgraf (2012), S. 32.

⁹ Eigene Berechnungen nach Daten von Thomson Reuters.

¹⁰ Beispielhaft sei an dieser Stelle die Aktie der Deutschen Telekom genannt, welche am 06.03.2000 einen Kurshöchststand von 104,90 Euro erreichte bevor der Tiefststand des Kurses am 26.02.2002 im Rahmen des Platzens der Dotcom-Blase bei 8,14 Euro notierte. Das entspricht einem Kursverlust von 92,2 Prozent. Eigene Berechnungen nach Daten von Thomson Reuters.

¹¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2014).

Beteiligungsmodelle empfindliche Kapitalverluste zu verzeichnen gehabt.¹² Und selbst die häufig deutlich konservativeren offenen Immobilienfonds, die in Deutschland zum Jahresultimo 2010 ein Anlagevolumen von gut 85 Milliarden Euro aufwiesen, hatten mit den Folgen der Krise zu kämpfen. Einige Fonds waren so stark angeschlagen, dass sie sogar liquidiert werden mussten. In der Regel bedeutete das für die beteiligten Anleger gleichsam einen signifikanten Vermögensverlust.¹³

Die geschilderten Entwicklungen haben offenbar dazu beigetragen, dass die im internationalen Vergleich als risikoavers zu charakterisierenden deutschen Anleger weitere Scheu vor Risiken an den Kapitalmärkten zeigten. Viele private Anleger in Deutschland bevorzugten daher in zunehmendem Maße liquide Anlagen, wie Geldmarktfonds, Spareinlagen oder Tagesgeldanlagen bei Banken. Trotzdem oder vielmehr gerade deshalb war das Marktumfeld für Anlageberatungsdienstleistungen in den darauffolgenden Jahren auch durch eine regelrechte Produktflut gekennzeichnet. Exemplarisch dafür hat sich die Anzahl der Produkte am deutschen Zertifikatemarkt von Juni 2007 bis November 2010 fast verdreifacht.¹⁴

Darüber hinaus sind in den letzten Jahren zahlreiche ausländische Banken in den deutschen Markt für Anlageberatungsleistungen eingetreten, was auch daran liegt, dass zunehmend weniger deutsche Vermögen im Ausland angelegt werden bzw. bis dato im Ausland verwaltete Vermögen vermehrt zurück nach Deutschland transferiert werden.¹⁵ Diese Entwicklung begünstigt ebenfalls eine weitere Verschärfung des Wettbewerbs in der Beratung privater Kapitalanleger in Deutschland.

Aber auch ein verändertes Kundenverhalten, in besonderem Maße geprägt durch die zuvor geschilderten Aspekte, hat die Entwicklungen bei der Beratung privater Kapitalanleger wesentlich beeinflusst. So haben beispielsweise ein durchschnittlich höheres ökonomisches Bildungsniveau, die leichtere Vergleichbarkeit von Bankleistungen und -produkten sowie die höhere Mobilität von vielen privaten Kunden dazu geführt, dass die Loyalität von Bankkunden gegenüber ihren Kreditinstituten deutlich abgenommen hat: Es verfügten im Jahr

¹² Ergebnis einer Untersuchung der Zeitschrift Finanztest in der 1.139 Geschlossene Fonds im Zeitraum 1972 bis 2015 in Hinblick auf ihre Wertentwicklung analysiert wurden. Vgl. Finanztest (2015), S. 43 ff.

¹³ Vgl. Handelsblatt (2014).

¹⁴ Vgl. Wilhelm/ Zydra (28.12.2010).

¹⁵ Vgl. Nigsch (2010), S. 39 ff. sowie die dort zitierte Literatur.

2010 – mit ansteigender Tendenz – bereits 55,7 Prozent der Privatkunden von Banken in Deutschland über zwei oder mehr Bankverbindungen.¹⁶

Auch die Kundenbedürfnisse haben sich verschoben. Während des Booms an den Aktienmärkten zum Jahrtausendwechsel zeigten viele private Anleger noch eine erhöhte Bereitschaft, Risiken bei der Kapitalanlage einzugehen.¹⁷ Die darauffolgende mehrjährige Baisse an den Aktienmärkten sowie der erneute Markteinbruch im Rahmen der Finanz- und Immobilienkrise führten zu einem massiven Vertrauensverlust der privaten Investoren gegenüber den Kapitalmärkten und insbesondere aufgrund der Lehman Insolvenz in die Beratungsqualität der Banken. Bei vielen privaten Anlegern entwickelte sich in der Folge der Wunsch, im Rahmen der vorhandenen Möglichkeiten sowohl Kosten als auch Risiken der Vermögensanlage zu minimieren oder vollständig zu meiden. Insgesamt sind daher nicht nur die Anforderungen der Kunden an das Preis-/ Leistungsverhältnis der Banken, sondern auch deren Aversion gegen mit Risiken behaftete Wertpapieranlagen spürbar angestiegen.¹⁸ Die Anlageberatung stand damit vor der herausfordernden Aufgabe, dem Kunden einerseits die Anlagerisiken verständlich und vollständig aufzuzeigen, andererseits diesen dadurch aber nicht zu verschrecken oder zu verunsichern.

Im Kern soll die in dieser Arbeit untersuchte Anlageberatung privater Kapitalanleger dem Anspruch erfolgreicher Beratung in Wertpapierprodukten, unter verständlicher Erklärung der individuellen Produktmerkmale sowie der Erläuterung verbundener Chancen und Risiken, unter Einbeziehung der persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse und Ziele des privaten Investoren, gerecht werden.

¹⁶ Vgl. Baxmann (2008), S. 4 f. und Investors Marketing (2010), S. 5.

¹⁷ Vgl. Häger/ Raffelsberger (2005), S. 30.

¹⁸ Vgl. Walter (2011), S. 12 ff.

1.2 Behavioral Finance als Ergänzung zur traditionellen Kapitalmarkttheorie

„Es gibt nichts, was so verheerend ist, wie ein rationales Anlageverhalten in einer irrationalen Welt.“

John Maynard Keynes

Die Behavioral Economics – ins Deutsche übersetzt „Verhaltensökonomik“ – ist ein wirtschaftswissenschaftlicher Ansatz, der sich seit den 1980er-Jahren zunehmend unter der Bezeichnung Behavioral Finance auch in der Kapitalmarktforschung etabliert hat. Der Begriff beschreibt die Erweiterung der klassischen Kapitalmarkttheorie um psychologische und verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse, um auf diese Weise das tatsächliche Verhalten der Kapitalanleger bzw. diverse Ausprägungen an den Kapitalmärkten besser erklären zu können.¹⁹

Die von MARKOWITZ im Jahr 1952 veröffentlichte Portfoliotheorie bildet bis heute die Basis der in der finanzwirtschaftlichen Forschung vorherrschenden modernen Kapitalmarkttheorie.²⁰ Besonders seine Erkenntnisse in Bezug auf die Risikoreduzierung eines Portfolios durch Diversifikation erfahren immer noch breite Zustimmung. Dagegen werden andere Annahmen der modernen Kapitalmarkttheorie, etwa die Theorie der rationalen Erwartungen oder die These der Informationseffizienz der Kapitalmärkte, zunehmend auch kritisch diskutiert.²¹

Die Anhänger der Behavioral Finance-Forschung möchten die moderne Kapitalmarkttheorie mehrheitlich nicht ablösen, sondern diese um ihre psychologischen bzw. verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnisse erweitern.²² Das gilt in besonderem Maße für die Bereiche, in denen die Annahmen der klassischen Kapitalmarkttheorie mit der Realität an den Kapitalmärkten im Widerspruch zu stehen scheinen. Hier greift die Behavioral Finance-Forschung auf Erkenntnisse der Psychologie und der Verhaltensforschung zurück, um auf diese Weise das nicht theoriekonforme Anlegerverhalten oder nicht mit der Theorie in Einklang zu bringende

¹⁹ Vgl. Oehler (2002), S. 848.

²⁰ Vgl. Markowitz (1952), S. 77 ff.

²¹ Vgl. Fama (1970), S. 383 ff., Fama (1976) sowie Muth (1961), S. 316.

²² Vgl. Jurczyk (2006), S. 82.

Entwicklungen an den Kapitalmärkten erklären zu können. Dem zuvor beschriebenen rationalen Entscheider der klassischen Kapitalmarkttheorie wird ein menschlicher Entscheider entgegengesetzt, wodurch sich die Forschungsrichtung deutlich vom idealisierten Menschenbild des Homo Oeconomicus distanziert.²³

Der überwiegend deskriptive Forschungsansatz der Behavioral Finance baut auf der Überzeugung auf, dass Menschen aufgrund diverser psychischer, mentaler und neuronaler Beschränkungen nur in begrenztem Maße zu rationalem Handeln in der Lage sind.²⁴ Diese Annahme wird durch die bereits Mitte der 1950er-Jahre entwickelte Theorie der eingeschränkten Rationalität gestützt: Demnach wird der Rationalitätsanspruch an das Verhalten des Homo Oeconomicus bei weitem nicht dem der realen Entscheider an den Kapitalmärkten gerecht.²⁵

Möglicherweise die Basis der Behavioral Finance-Theorie legten jedoch die Psychologen KAHNEMAN und TVERSKY mit ihrer 1979 entwickelten Prospect Theory.²⁶ Damit widersprechen die beiden Wissenschaftler im Kern der Erwartungsnutzentheorie. In verschiedenen Situationen stellen sie Verletzungen der Axiome der Erwartungsnutzentheorie fest und zeigen, dass diverse kognitive Prozesse des menschlichen Gehirns dem Idealbild des Homo Oeconomicus regelmäßig zu wider laufen. Sie führen dabei die Verletzungen der Grundannahmen auf die Nutzung von Faustregeln und Heuristiken der menschlichen Entscheider zurück.²⁷

Menschen scheinen im Kontext von Anlageentscheidungen häufig weder die nötige Disziplin noch Selbstkontrolle aufzuweisen, da ihre Gefühle ihre Fähigkeit, rational zu entscheiden, deutlich behindern. Neben falschen bzw. suboptimalen individuellen Entscheidungen entstehen daraus aggregiert unter Umständen auch Verzerrungen auf der Ebene ganzer Märkte. So wird in der Behavioral Finance-Forschung zumeist in eine Individualebene und eine Gesamtmarktebene unterschieden. Während auf der Individualebene untersucht wird, wie etwa die Prozesse der Wahrnehmung, Verarbeitung oder Bewertung von Informationen das Entscheidungsverhalten eines Menschen beeinflussen, wird auf der Gesamtmarktebene erforscht, wie sich die zusammengeführten Entscheidungen aller Marktteilnehmer auf den

²³ Vgl. Bloomfield (2010), S. 23.

²⁴ Vgl. Blechschmidt (2007), S. 15 und Jurczyk (2006), S. 81 ff.

²⁵ Vgl. Simon (1955), S. 99 ff.

²⁶ Vgl. Harr (2010), S. 12 und Shiller (1998), S. 3.

²⁷ Vgl. Kahneman/ Tversky (1979), S. 263 ff. sowie Kahneman/ Tversky (1992), S. 297 ff.

Gesamtmarkt auswirken.²⁸ Die nachfolgende Untersuchung des Anlageverhaltens privater Kapitalanleger unter Einbeziehung der Erkenntnisse der Behavioral Finance-Forschung bezieht sich dabei ausschließlich auf die sog. Individualebene, also die Ebene individueller Anlageentscheidungen einzelner privater Kapitalanleger.

1.3 Zielsetzung der Arbeit

Die vorliegende Arbeit verfolgt das Ziel, möglichst breite Erkenntnisse über das Anlageverhalten und die Person des deutschen privaten Kapitalanlegers, in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen durch die untersuchten Banken, zu gewinnen. Dabei ist die Frage, ob der private Kapitalinvestor durch seine Bank Anlageberatungsdienstleistungen im Kontext seiner Anlageentscheidung entgegen nimmt oder ob dieser, ohne Anlageberatung des Kreditinstituts in Anspruch zu nehmen, selbständig agiert, von wesentlicher Bedeutung.

Zusätzlich soll das Anlageverhalten der untersuchten privaten Kapitalanleger auch aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance-Forschung untersucht bzw. bewertet werden. Die Kernfrage lautet in diesem Zusammenhang: Gelingt es den Anlageberatern durch ihr möglicherweise ausgeprägteres Wissen zu den diversen Effekten der Behavioral Finance, dass die von ihnen beratenen Kunden in einem geringeren Umfang den Anomalien und Irrationalitäten der Behavioral Finance-Theorie unterliegen als diejenigen Kunden, welche ihre Anlageentscheidungen ohne die Beratung der Bank selbständig treffen?

Zur Erreichung vorgenannter Ziele liegen sehr umfangreiche Wertpapierdaten dreier deutscher Universalkreditinstitute vor. So fließen beispielsweise 393.019 Wertpapiertransaktionsdatensätze von 27.064 Depotkonten privater Kapitalanleger sowie 100.370 Wertpapierbestandsdatensätze von 19.595 Depotkonten in die verschiedenen Analysen ein. Die meisten früheren Studien mit vergleichbarer Ausrichtung bzw. Zielsetzung haben die Daten amerikanischer Privatanleger und bzw. oder die Daten von Direktbanken als Grundlage. Daher kann diese Untersuchung auf Basis der vergleichsweise umfangreichen empirischen Daten dreier deutscher Universalkreditinstitute als Besonderheit im Kontext der Erklärung des Anlageverhaltens und der Person des deutschen privaten Kapitalanlegers in der empirischen Finanzmarktforschung betrachtet werden.

²⁸ Vgl. Karlen (2004), S. 20.

1.4 Aufbau der Arbeit

In den folgenden beiden Kapiteln werden die theoretischen Grundlagen zur Themenstellung aufgearbeitet.²⁹ In Kapitel 2 wird zunächst die Anlageberatung von Privatkunden näher beleuchtet. Dabei geht es neben einer Abgrenzung und Beschreibung der Person des privaten Kapitalanlegers, der individuellen Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit auch um die Ziele privater Kapitalanleger im Kontext von Vermögensanlagen. Der Begriff der Anlageberatung wird beschrieben und abgegrenzt und der Aufbau und Inhalt von Anlageberatung herausgearbeitet. Neben der Abgrenzung von Marktsegmenten im Privatkundengeschäft der Banken werden auch verschiedene Anbieter von Anlageberatungsdienstleistungen in Deutschland beschrieben. Die Darstellung der deutlich veränderten Rahmenbedingungen, insbesondere im veränderten Marktumfeld, im veränderten Kundenverhalten aufgrund der Entwicklungen in der Informationstechnologie sowie aufgrund gesetzlicher bzw. regulatorischer Anforderungen, rundet das Kapitel schließlich ab.

In Kapitel 3 werden die theoretischen Grundlagen der verhaltensorientierten Finanzierungslehre dargestellt. Zu diesem Zweck wird die Behavioral Finance als Erweiterung der neoklassischen Kapitalmarkttheorie beschrieben und von der modernen Kapitalmarkttheorie zugleich abgegrenzt. Zudem werden wichtige Ausprägungen und Elemente der Behavioral Finance in komprimierter Form dargestellt. In Abschnitt 3.2 geht es dabei zunächst um heuristisch bedingte Verzerrungen, während daran anschließend das Kontrollbedürfnis von Menschen in Bezug auf zu treffende Entscheidungen näher beschrieben wird. In Abschnitt 3.4 wird die Abhängigkeit von Referenzpunkten und Rahmenbedingungen im Zusammenhang mit Entscheidungen aufgezeigt. Daraufhin geht es um das Herdenverhalten von Menschen im Kontext finanzieller Entscheidungen. Im vorletzten Abschnitt werden verschiedene Kapitalmarktanomalien beschrieben, bevor das Kapitel mit einer kritischen Betrachtung des Forschungsgebietes abgeschlossen wird.

Kapitel 4 bildet mit dem empirischen Teil den Schwerpunkt dieser Arbeit. In diesem Teil wird das Anlageverhalten privater Kapitalanleger im Kontext der Inanspruchnahme von Anlageberatungsleistungen und unter Einbeziehung der verhaltensorientierten Finanzierungslehre umfassend untersucht. Zunächst wird zu diesem Zweck die umfangreiche Datenbasis

²⁹ Die Ausführungen, Bewertungen und Erläuterungen insbesondere rechtlicher Aspekte bzw. Zusammenhänge erfolgt, sofern nicht explizit an der betreffenden Stelle anderweitig angegeben, mit Bezug auf den dieser Arbeit zugrundeliegenden Untersuchungszeitraum der Wertpapierumsatzdaten (01.01.2003 bis 30.09.2010) bzw. den Stichtag der Erhebung der Wertpapierbestandsdaten dieser Untersuchung (31.10.2010). Siehe dazu auch Abschnitt 4.2.

ausführlich beschrieben und kritisch bewertet. Daran anschließend folgt mit der Analyse diverser Einflussfaktoren auf die Nutzung von Anlageberatungsdienstleistungen der erste empirische Analyseteil. In diesem Teil werden zunächst mithilfe von Kontingenzanalysen und in einem zweiten Schritt über ein Logit-Modell verschiedene demographische, psychographische, sozioökonomische und sonstige Faktoren, die Einfluss auf die Inanspruchnahme von Anlageberatung nehmen könnten, untersucht. Eine Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance runden das Kapitel schließlich ab.

In Abschnitt 4.4 wird die Portfolioallokation privater Kapitalanleger im Kontext der Inanspruchnahme von Anlageberatung analysiert. Nach den methodischen Vorüberlegungen wird zunächst die Portfolioallokation nach Anlageklassen untersucht. In den weiteren Abschnitten folgen dann die Allokationsuntersuchungen nach Währungen und innerhalb der Assetklasse Aktien auch nach Aktieneinzelwerten, nach Branchen, nach Ländern und Regionen sowie nach der Marktkapitalisierung der in den Portfolien privater Investoren enthaltenen Vermögensanlagen. Zusätzlich wird in Abschnitt 4.4.5 im Rahmen einer Modellbildung die Portfoliodiversifikation privater Kapitalanleger anhand mehrerer Kriterien auf Einzeldepotebene analysiert und ausgewertet. Eine Zusammenfassung und Bewertung der Ergebnisse unter Hinzuziehung der Erkenntnisse der verhaltensorientierten Finanzierungslehre vervollständigen das Kapitel.

Im dritten und letzten Teil der empirischen Untersuchung in dieser Arbeit werden die Portfoliotransaktionen privater Kapitalinvestoren im Kontext der Inanspruchnahme von Anlageberatung analysiert. Dabei wird zunächst untersucht, wie sich die Transaktionshäufigkeiten der Anleger in verschiedenen Marktphasen am deutschen Aktienmarkt im Zeitraum der Untersuchung entwickelt haben. Einen weiteren Schwerpunkt bildet in diesem Teil die Analyse der Wertpapiertransaktionen nach Umschichtungserfolgen. Hierbei wird u. a. untersucht, inwieweit ein durch den privaten Anleger vorgenommener Wertpapiertausch, also der gleichzeitige Verkauf und Kauf von Wertpapieren, in der Ex-post-Betrachtung unter Renditeaspekten als vorteilhaft bezeichnet werden kann. Darüber hinaus werden die Transaktionen in diesem Abschnitt nach Haltedauer, Häufigkeit und Wochentagen ausgewertet. Wie in den Abschnitten zuvor wird auch dieser empirische Abschnitt durch eine Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance abgerundet.

In Kapitel 5 folgt die Schlussbetrachtung, welche die Zusammenfassung aller wesentlichen Ergebnisse dieser Untersuchung beinhaltet. Im Anhang der Arbeit befinden sich zusätzliche Abbildungen und Tabellen mit teils sehr umfangreichem und aufwändig ausgewertetem Zahlenmaterial zur Datenbasis dieser Arbeit.

2 Anlageberatung von Privatkunden

2.1 Person des privaten Kapitalanlegers

Private Kapitalanleger³⁰ verfügen häufig über keine oder nur geringe Kenntnisse in finanziellen Angelegenheiten bzw. im Zusammenhang mit möglichen Geldanlagen. Daher beantragen sie regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen in unterschiedlicher Ausgestaltung und Intensität der verschiedenen Anbieter von Anlageberatung bzw. sie nehmen ihre Kapitalanlagen beratungsfrei selbständig vor. Dabei sind insbesondere ihre individuelle Situation, ihre Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit sowie die mit den Kapitalanlagen individuell verbundenen Ziele der privaten Investoren besonders zu berücksichtigen.

2.1.1 Definition und Abgrenzung

Beim privaten Kapitalanleger³¹ bezieht sich die Kapitalanlage vordergründig auf den eigenen familiären bzw. privaten Kontext. Um den Begriff von anderen Kundenklassen möglichst trennscharf unterscheiden zu können, ist eine Abgrenzung des Privatkunden vom Firmenkunden oder institutionellen Kunden der Banken zweckmäßig.³² Während im Privatkundengeschäft in der Regel natürliche Personen betreut werden, bilden im Firmenkundengeschäft bzw. im Geschäft mit institutionellen Kunden hauptsächlich juristische Personen die Zielgruppe.³³ Dazu zählen neben den juristischen Personen des privaten Rechts, wie etwa dem eingetragenen Verein oder der GmbH, auch juristische Personen des öffentlichen Rechts, wie beispielsweise Körperschaften oder öffentlich-rechtliche Anstalten. Das Geschäft mit der privaten Kapitalanlage ist Teil des Privatkundengeschäfts einer Bank oder eines Finanzdienstleisters und beinhaltet sowohl das Einlagengeschäft als auch das Anlagegeschäft an den Kapitalmärkten.

³⁰ Private Kapitalanleger werden bspw. auch als Private Investoren, Private Kleinanleger oder Retail-Investoren bezeichnet.

³¹ Aus sprachökonomischen Gründen werden in dieser Arbeit die weiblichen Formen der jeweiligen Begriffe durchgängig nicht zusätzlich aufgeführt.

³² Vgl. Büschgen/ Börner (2003), S. 225 f.; Müller (1995), S. 57 und Quanz (2011), S. 9.

³³ Für ausführliche Informationen zu institutionellen Investoren siehe beispielsweise Redhead (2008), S. 163 ff.

Schwierig ist die Kundenzuordnung besonders bei den Gruppen der Freiberufler und Selbstständigen, weil deren Tätigkeiten bzw. Unternehmen keine eigene Rechtspersönlichkeit aufweisen.³⁴ Zudem verfügen diese Kunden bei ihrem Kreditinstitut häufig sowohl über eine gewerbliche als auch über eine private Geschäftsbeziehung.³⁵ Teilweise werden sogar einzelne Bankdienstleistungen, wie etwa die Kontoführung, sowohl gewerblich als auch privat genutzt. Inwieweit ein Kunde, der selbstständig tätig ist, dem Firmen- oder Privatkundengeschäft zuzuordnen ist, hängt im Einzelfall auch davon ab, ob die Selbstständigkeit nur ein nichtselbstständiges Arbeitsverhältnis ergänzt oder ob sie die Hauptertragsquelle des Kunden darstellt.³⁶

Eine weitere Definition des privaten Kapitalanlegers kann der im Jahr 2007 in deutsches Recht umgesetzten EU-Finanzmarktrichtlinie (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID) entnommen werden. Seitdem definiert das deutsche Wertpapierrecht drei Kundengruppen: Privatkunden, professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien. Im Gegensatz zu den obigen Ausführungen gelten nach diesem Gesetz auch Firmenkunden, die keine professionellen Kunden sind, als Privatkunden. Da der durchschnittliche Firmenkunde die im Gesetz fixierten Merkmale eines professionellen Kunden³⁷ nicht erfüllt, kann davon ausgegangen werden, dass die Mehrzahl der Firmenkunden im Sinne der MiFID Privatkunden sind.³⁸

Unabhängig von dieser gesetzlichen Definition des Begriffs Privatkunden soll dieser Arbeit die zuerst dargestellte Beschreibung des privaten Kapitalanlegers als grundsätzliche Orientierung dienen.

³⁴ BÜRKNER/ ROGOWSKI sprechen in diesem Zusammenhang auch von sogenannten „privaten Firmenkunden“. Siehe dazu und weiterführend Bürkner/ Rogowski (1998), S.892 ff.

³⁵ Vgl. Baxmann (2008), S. 5.

³⁶ Auch andere Kundengruppen, wie z. B. Stiftungen des privaten Rechts, nehmen unter Umständen eine Sonderstellung ein, da sie häufig sowohl Berührungspunkte mit dem Privatkundengeschäft als auch mit dem Geschäft mit Firmen- bzw. Institutionellen Kunden aufweisen. Vgl. hierzu Kaiser (2006), S.19 f.

³⁷ Die Merkmale sind stark vereinfacht dargestellt eine Unternehmenstätigkeit mit engem Bezug zu Wertpapierdienstleistungen oder die Erfüllung zweier der drei nachfolgend aufgeführten Kriterien: 20.000.000 Euro Bilanzsumme, 40.000.000 Umsatzerlöse und 2.000.000 Eigenmittel. Vgl. dazu § 31 a, Wertpapierhandelsgesetz (WpHG).

³⁸ Vgl. Goerz/ Kuckertz (2010), S. 6.

2.1.2 Persönliche Situation

Die persönliche Situation von privaten Anlegern kann mit Hilfe diverser demographischer und sozioökonomischer Kriterien beschrieben werden. OEHLER nennt in diesem Zusammenhang unter anderem die Variablen Alter, Beruf, Bildungsstand, Geschlecht sowie die Einkommens- und Vermögensverhältnisse des Anlegers.³⁹ Er verweist aber auch auf die Schwierigkeit, die einzelnen Kriterien isoliert hinsichtlich ihrer Wirkung auf das Anlageverhalten zu untersuchen. So existieren beispielsweise zahlreiche altersspezifische Wirkungen, die gleichzeitig auch durch Einflüsse wie den Bildungsstand, den Familienstand oder das Einkommen und Vermögen des Anlegers tangiert sein können.⁴⁰ Nachfolgend sollen einige dieser Kriterien, insbesondere in Bezug auf ihre Wirkung auf das Anlageverhalten von Investoren, beschrieben werden.

2.1.2.1 Alter

Die Altersstruktur in der Bevölkerung des deutschen Bundeslandes Nordrhein-Westfalen ist in Abbildung 1 dargestellt. Den größten Anteil nimmt demnach die Gruppe der 35- bis 49-Jährigen mit 22,84 Prozent vor den 18- bis 34-Jährigen mit 20,03 Prozent und den 50- bis 64-Jährigen mit 19,75 Prozent ein.

Für die Zukunft müssen sich Kreditinstitute auf erhebliche Veränderungen in der Altersstruktur ihrer Kunden einstellen. So wird beispielsweise der Anteil der Menschen in Nordrhein-Westfalen mit einem Alter ab 65 Jahren von 20,28 Prozent im Jahr 2010 bis zum Jahr 2030 voraussichtlich um nahezu ein Drittel auf 26,88 Prozent ansteigen, während gerade die jüngeren Altersklassen anteilmäßig abnehmen.⁴¹

Der gleiche Trend gilt auch für Gesamtdeutschland und wird nach aktuellen Prognosen auch über das Jahr 2030 hinaus Bestand haben.⁴² Besonders die Gruppe der Kinder und Jugendlichen wird auch weiter stetig abnehmen und damit den Wettbewerb der Banken um dieses Kundensegment entsprechend intensivieren.⁴³

³⁹ Vgl. Oehler (1995), S. 111.

⁴⁰ Vgl. ebd. S. 111. Auf ähnliche Probleme weist auch DOW hin. Siehe dazu Dow (2009), S. 423 ff.

⁴¹ Vgl. Pütz/ Schlömer/ Seiwert (2012).

⁴² Vgl. Statistisches Bundesamt (2009), S. 16.

⁴³ Vgl. Swoboda (1996), S. 52.

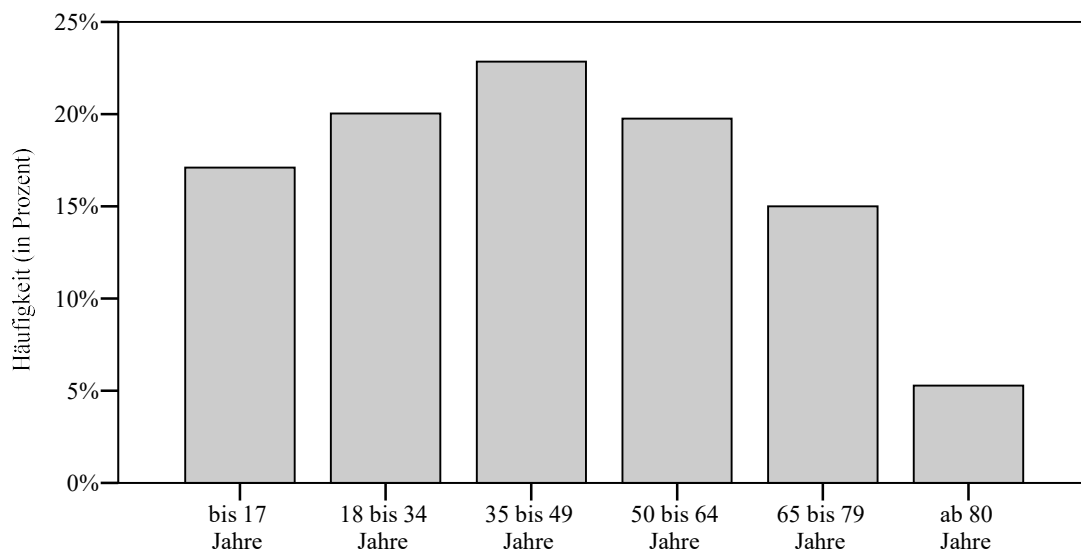


Abb. 1: NRW-Bevölkerung nach Altersklassen im Jahr 2010 (Quelle: BBSR)⁴⁴

Das Finanzverhalten von Menschen kann in der Theorie grob so beschrieben werden, dass sich die Jüngeren tendenziell zu Konsumzwecken und zum Immobilienerwerb verschulden und somit allenfalls eingeschränkte Möglichkeiten für Vermögensanlagen aufweisen. Diejenigen im mittleren Alter haben hingegen gute Chancen Anlagevermögen aufzubauen, während die Älteren vom Grundsatz her eher entsparen.⁴⁵ Insgesamt wächst das Anlagevermögen in der Praxis jedoch am stärksten ab dem 50. Lebensjahr an. Dieser Effekt wird durch Erbschaften und ausbezahlte Lebens- und Rentenversicherungen zudem noch verstärkt. Daher ist das Anlagegeschäft in Banken bereits heute vor allem ein Geschäft mit älteren Kunden.⁴⁶

Wie zuvor bereits beschrieben, erscheint es schwierig, die isolierte Wirkung des Faktors Alter in Bezug auf Anlageentscheidungen zu messen. Traditionell wird zumeist empfohlen, im Alter den Anteil risikoreicher Kapitalanlagen an den gesamten Vermögensanlagen zu reduzieren bzw. im Bereich der risikobehafteten Investments in weniger risikoreiche zu

⁴⁴ Die Zahlen sind der Raumordnungsprognose 2030 des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung entnommen und prognostizieren auf Basis der amtlichen Bevölkerungsstatistik des Jahres 2009 die Bevölkerung in Nordrhein-Westfalen für das Jahr 2010. Vgl. Pütz/ Schlömer/ Seiwert (2012).

⁴⁵ Vgl. Thaler (1990), S. 195. Es ist zu vermuten, dass diese Theorie hinsichtlich ihres Geltungsgrades, insbesondere in Bezug auf unterschiedliche Kulturen, Länder und Wirtschaftsräume, sehr stark differiert.

⁴⁶ Vgl. Stettler (2009), S. 43 f. sowie die dort zitierte Literatur am Beispiel der Schweiz.

wechseln.⁴⁷ Empirisch zeigt sich allerdings häufig genau das Gegenteil. Der Anteil risikoreicher Vermögensanlagen am Gesamtportfolio, in der Regel anhand der Aktienquote gemessen, steigt mit zunehmendem Alter oftmals an.⁴⁸

DOW findet allerdings heraus, dass weniger der Faktor Alter, als vielmehr der Erfahrungsgrad und Kenntnisstand in Bezug auf Vermögensanlagen, der seinerseits häufig mit dem Alter korreliert, für eine höhere Aktienquote von privaten Anlegern verantwortlich ist.⁴⁹ Allerdings ist diese erhöhte Risikobereitschaft nicht zwingend erfolgversprechend. So können zwar auch KORNIOTIS und KUMAR bestätigen, dass ältere Anleger in der Regel auch einen höheren Kenntnisstand in Finanzangelegenheiten aufweisen, aber diesen mit zunehmendem Alter nicht erfolgreich nutzen können. Sie haben herausgefunden, dass die über 70-Jährigen risikoadjustiert eine jährlich um drei bis fünf Prozent niedrigere Portfoliorendite im Vergleich zur Gesamtheit der Investoren erzielen.⁵⁰

2.1.2.2 Familienstand und Geschlecht

In der Bundesrepublik Deutschland sind am Ende des Untersuchungszeitraums 53 Prozent der erwachsenen Bevölkerung verheiratet und etwa 27 Prozent ledig. Die restlichen 20 Prozent verteilen sich auf getrennt lebende, geschiedene und verwitwete Personen.⁵¹ Gerade der Anteil der verwitweten Personen steigt mit zunehmendem Alter an. Diese Personen sind zumeist weiblich, weil Frauen neben einer höheren Lebenserwartung auch ein um etwa drei Jahre niedrigeres Heiratsalter als Männer aufweisen.⁵² Demnach werden die Vermögen mit

⁴⁷ Vgl. Dow (2009), S. 423.

⁴⁸ Vgl. beispielsweise Cohn et al. (1975), S. 615 ff. und Wang/ Hanna (1997), S. 29 f. VELD/ VELD-MERKOULOVA haben allerdings bei zusätzlicher Berücksichtigung von Immobilienvermögen, als risikobehaftetes Vermögen, herausgefunden, dass der Anteil risikobehafteter Vermögensanlagen an den gesamten Vermögensanlagen dann tendenziell mit zunehmendem Alter abnimmt.

⁴⁹ Vgl. Dow (2009), S. 425 ff.

⁵⁰ Vgl. Korniotis/ Kumar (2011), S. 245.

⁵¹ Vgl. Sozio-oekonomisches Panel – SOEP (2009). Auf Basis einer repräsentativen Befragung; einbezogen sind alle Personen ab einem Alter von 16 Jahren.

⁵² Die Lebenserwartung in Deutschland lag für Frauen in den vergangenen 20 Jahren grundsätzlich über der von Männern. So ist die durchschnittlich höhere Lebenserwartung in den Jahren 1988 bis 2008 etwa von 6,5 auf 5,2 Jahre zurückgegangen, befindet sich aber dennoch deutlich oberhalb derer von Männern. Vgl. Statistisches Bundesamt/ vfa (2010). Im Jahr 2009 waren Männer bei der ersten Eheschließung im Durchschnitt 33,1 Jahre alt, während Frauen durchschnittlich im Alter von 30,2 Jahren zum ersten Mal heirateten. Insgesamt kann beobachtet werden, dass das durchschnittliche Heiratsalter in den vergangenen 20 Jahren permanent angestiegen ist. Im Jahr 1991 lagen die durchschnittlichen Alterswerte noch bei 28,5 (Männer) und 26,1 (Frauen) Jahren. Vgl. Statistisches Bundesamt (2011) und Statistisches Bundesamt (2011a).

zunehmendem Alter vermehrt von verwitweten weiblichen Personen gehalten.⁵³ Da Frauen tendenziell an Vermögensanlagefragen weniger Interesse zeigen als Männer, kommt es für die Bank im Falle des Todes des Mannes häufig zu einem Wechsel des Ansprechpartners.⁵⁴ Das könnte wiederum zur Folge haben, dass die Allokation der Vermögensanlagen unter anderem aufgrund von mangelnden Erfahrungen und Kenntnissen der Ehefrau einer grundlegenden Neubewertung bedarf.

In Bezug auf das Geschlecht zeigen die meisten Studien, dass Frauen im Zusammenhang mit Kapitalanlagen eine geringere Bereitschaft zeigen Risiken einzugehen als Männer.⁵⁵ So halten Frauen etwa zumeist niedrigere Aktienquoten in ihren Portfolios und präferieren eher sicherere Rentenwerte.⁵⁶ Auch handeln Frauen nicht so häufig wie Männer und erzielen dadurch vielfach bessere Portfoliorenditen.⁵⁷ Allerdings haben BADUNENKO/ BARASINSKA/ SCHÄFER herausgefunden, dass das niedrigere Risiko in Portfolios von Frauen nicht unbedingt damit in Zusammenhang stehen muss, dass Frauen grundsätzlich und von Natur aus risikoaverser sind als Männer. Vielmehr könnten die Gründe beispielsweise auch mit anderen Faktoren, wie etwa dem Finanzwissen oder dem Grad des Vertrauens in Finanzinstitute, erklärt werden.⁵⁸

Eine im Jahr 2003 von der Commerzbank in Auftrag gegebene Studie kommt demnach zu dem Ergebnis, dass besonders Frauen in Finanzfragen erhebliche Wissenslücken aufweisen. So konnten nur 48 Prozent der Frauen mindestens die Hälfte der Fragen zu Finanzthemen beantworten, während Männern dies zu 68 Prozent gelang.⁵⁹ GRAHAM/ HARVEY/

⁵³ Im Jahr 2008 waren in Deutschland 36 Prozent der Frauen und nur 10 Prozent der Männer verwitwet. Vgl. Weinmann (2010), S. 43.

⁵⁴ Vgl. Steden/ Sharma (2006), S. 22 ff. sowie die dort zitierte Literatur.

⁵⁵ Vgl. beispielsweise Bajtelsmit/ Bernasek/ Jianakoplos (1999), S. 9; Cocca/ Schubert (2010), S. 38 ff.; Olsen/ Cox (2001), S. 34f.; Perrin (2007), S. 70 ff. sowie die dort zitierte Literatur und Sundén/ Surette (1998), S. 210 f. Allerdings kommen beispielsweise COHN ET AL. zu einem differenzierteren Ergebnis: In ihrer Studie neigen bei tendenziell größeren Vermögen Männer zu einer höheren Risikobereitschaft, während bei den kleineren Vermögen Frauen in Summe eine ausgeprägtere Tendenz zu risikoreichen Vermögensanlagen aufweisen. Siehe hierzu Cohn et al. (1975), S. 616.

⁵⁶ Vgl. Badunenko/ Barasinska/ Schäfer (2009), S. 5 ff.

⁵⁷ Vgl. Barber/ Odean (2001), S. 289. Gemäß einer Studie der DAB Bank zum Anlegerverhalten handelten Männer im Jahr 2010 im Schnitt fast doppelt so viel wie Frauen. So führten Männer im Schnitt 7,6 Transaktionen durch, während Frauen durchschnittlich 3,9-mal in ihrem Portfolio Transaktionen vornahmen. Siehe dazu DAB Bank (2011), S. 4.

⁵⁸ Vgl. Badunenko/ Barasinska/ Schäfer (2009), S. 22.

⁵⁹ Repräsentative Umfrage durch NFO Infratest im Auftrag von Commerzbank Ideenlabor. Insgesamt wurden 1.000 Bundesbürger im Alter zwischen 18 und 65 Jahren befragt. Vgl. Arens (2004), S. 32 f.

HUANG haben herausgefunden, dass die Selbsteinschätzung der Geschlechter in Finanzanlässen diese Ergebnisse bestätigen. So schätzen männliche Investoren insgesamt die eigene Kompetenz höher ein, als weibliche Kapitalanlegerinnen dies tun.⁶⁰

2.1.2.3 Sozioökonomischer Status

Der sozioökonomische Status eines Menschen bezeichnet verschiedene Ausprägungen menschlicher Lebensumstände, etwa den Bildungsgrad, den Beruf, das Einkommen oder das Vermögen.⁶¹ Zwischen diesen Kriterien, aus denen sich auch die Zugehörigkeit zu den verschiedenen sozialen Schichten ergibt, bestehen häufig enge Wechselwirkungen. So korreliert etwa der erzielte Bildungsabschluss zumeist eng mit dem Einkommen und Vermögen eines Menschen, weil überdurchschnittliche Gehälter regelmäßig nur in Berufen, die einen höheren Bildungsabschluss zur Voraussetzung haben, erzielt werden können.⁶²

Insgesamt waren die vergangenen Jahrzehnte so auch von einem Trend zu höheren Bildungsabschlüssen gekennzeichnet. Während 1960 noch etwa 70 Prozent der Schulabgänger in Deutschland lediglich einen Hauptschulabschluss aufweisen konnten, waren dies Mitte der neunziger Jahre nur noch 33 Prozent. Im selben Zeitraum hat sich der Anteil der Abiturienten an den Schulabgängern zudem von 10 auf 31 Prozent gut verdreifacht.⁶³ Die Verteilung der Bildungsabschlüsse in Deutschland am Ende des Untersuchungszeitraums ist in der Abbildung 2 dargestellt.

⁶⁰ Vgl. Graham/ Harvey/ Huang (2005), S. 15 ff.

⁶¹ Vgl. Meffert/ Burmann/ Kirchgeorg (2008), S. 195.

⁶² Auswertungen auf Basis des österreichischen Bildungssystems bestätigen diese Vermutung. Demnach erzielten im Jahr 2005 Absolventen einer berufsbildenden Schule einen um 25 (Männer) bzw. 31 Prozent (Frauen) höheren Nettostundenlohn als die Absolventen der Pflichtschule. Noch deutlicher sind die Unterschiede zu den Absolventen des höchsten österreichischen Schulabschlusses. Diese sogenannten AHS-Absolventen hatten um 37 (Männer) bzw. 34 Prozent (Frauen) höhere Nettolöhne. Siehe dazu Statistik Austria (2008), S. 92 ff.

⁶³ Vgl. Köcher (1998), S. 254.

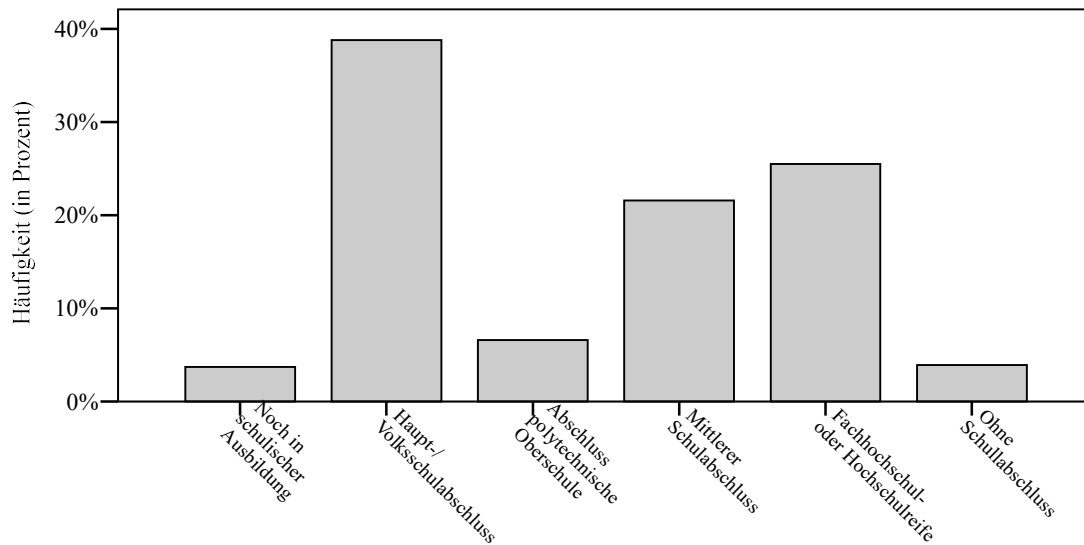


Abb. 2: Deutsche Bevölkerung nach Bildungsabschlüssen im Jahr 2009 in Prozent (Quelle: Statistisches Bundesamt)⁶⁴

Ähnlich ist die langfristige Entwicklung in Bezug auf die Berufsstruktur in Westdeutschland verlaufen. So hat der Anteil der Angestellten von 22 Prozent der erwerbstätigen Bevölkerung im Jahr 1960 auf 47 Prozent im Jahr 1996 zugenommen, während die Quote der Arbeiter im gleichen Zeitraum von 50 auf 34 Prozent gesunken ist.⁶⁵

Lange Zeit sind mit diesen Entwicklungen einhergehend auch die Einkommen der Menschen in Deutschland angestiegen. Anhand von Abbildung 3 ist gut zu erkennen, dass diese Entwicklung mittlerweile in Summe betrachtet in einen Stagnationsprozess übergegangen ist.

⁶⁴ Bundesbürger ab 15 Jahren auf Basis der Ergebnisse des Mikrozensus. Ohne Berücksichtigung von rund 0,4 Prozent der Bundesbürger, die keine Angaben zur allgemeinen Schulausbildung gemacht haben. Die Angabe „Ohne allgemeinen Schulabschluss“ beinhaltet auch Personen mit Abschluss nach höchstens siebenjährigem Schulbesuch.

⁶⁵ Vgl. Köcher (1998), S. 255.

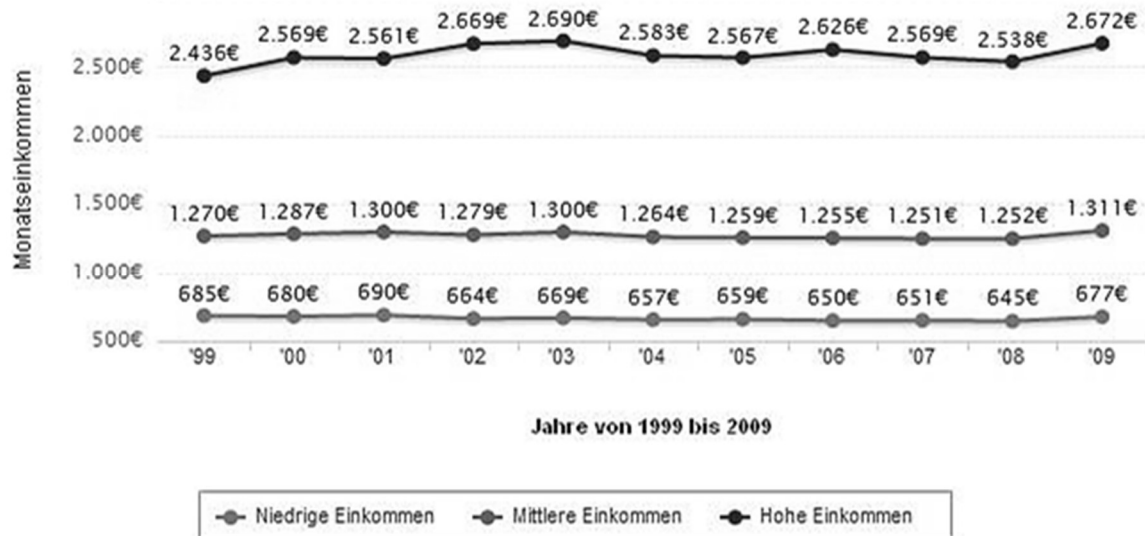


Abb. 3: Mittelwerte der Monatseinkommen nach Einkommensgruppen in Deutschland von 1999 bis 2009 (Quelle: DIW)⁶⁶

Grundsätzlich bilden das Einkommen und Vermögen von Menschen wichtige Determinanten in Bezug auf deren Anlageentscheidungen. Darüber hinaus können auch Veränderungen dieser beiden Einflussgrößen, wie beispielsweise bei Eintreten einer Arbeitslosigkeit oder dem Ausscheiden aus dem Berufsleben, Anlageentscheidungen maßgeblich beeinflussen.⁶⁷ FESSLER/ SCHÜRZ haben für den österreichischen Markt zudem festgestellt, dass die Partizipation in Anlagen im risikobehafteten Bereich des Kapitalmarktes mit steigendem Geldvermögen, steigendem Nettoeinkommen und höherem Bildungsgrad stetig anwächst.⁶⁸

2.1.3 Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit

Auch die Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit privater Kapitalanleger hängt eng mit einigen der zuvor beschriebenen Aspekte und Wirkungen zusammen. So korrespondieren gerade das Alter und das Geschlecht von Privatanlegern häufig mit deren Risikobereitschaft.⁶⁹ Aber auch der Familienstand nimmt offensichtlich Einfluss auf die Zusammensetzung von Portfolios: So stellen etwa COHN ET AL. fest, dass verheiratete Investoren in den

⁶⁶ Siehe dazu Goebel/ Gornig/ Häußermann (2010), S. 5.

⁶⁷ Vgl. Oehler (1995), S. 115.

⁶⁸ Ergebnisse auf Basis einer Geldvermögensumfrage der Österreichischen Nationalbank. Aus den Untersuchungsergebnissen geht hervor, dass die höchste Partizipationsrate jeweils die Gruppen mit dem höchsten Bildungsgrad, Einkommen und Vermögen sowie Unternehmer aufweisen. Siehe dazu Fessler/ Schürz (2008), S. 97.

⁶⁹ Vgl. Unterabschnitt 2.1.2.1 und 2.1.2.2.

meisten Fällen risikoärmere Vermögensanlagen bevorzugen, dieser Effekt aber mit steigendem Vermögen immer geringer wird und bei hohem Vermögen fast vollständig verschwindet.⁷⁰ Daran lässt sich erkennen, dass die Zuordnung einer bestimmten Risikogruppe nicht endgültig und statisch verläuft, sondern sich aufgrund sich ändernder Lebensumstände ebenso verändert.⁷¹ ARENDTS macht daher den Vorschlag, dass Anlageberater die Risikobereitschaft eines Privatanlegers alle zwei bis drei Jahre auf Veränderungen überprüfen sollten.⁷²

Das Risiko einer Vermögensanlage beschreibt allgemein die Unsicherheit, unter der ein kalkuliertes Anlageergebnis erreicht wird. Diese Unsicherheit kann bei verschiedenen Anlageklassen⁷³ auf Basis vergangener Anlageentwicklungen mit dem statistischen Maß der Standardabweichung quantifiziert und in Form der sog. Volatilität ausgedrückt werden.⁷⁴ Damit hat der Investor zumindest einen Anhaltspunkt, wie intensiv die Kursschwankungen beispielsweise in verschiedenen Assetklassen oder auf unterschiedlichen Märkten sind.⁷⁵ Trotz rationaler Erklärbarkeit ist die Risikobereitschaft eines Anlegers ein psychologisches Merkmal und somit in hohem Maße subjektiv.⁷⁶

Um Einzelrisiken auf Gesamtportfolioebene für einen Investor möglichst gering zu halten bzw. zu eliminieren, ist es sinnvoll, das Anlagekapital hinsichtlich verschiedener Aspekte breit diversifiziert zu investieren.⁷⁷ Interessanterweise erfolgt diese breite Risikoallokation tendenziell eher bei privaten Anlegern mit höherer Risikobereitschaft, während risikoaverse Investoren ihre Vermögensanlagen weniger breit streuen.⁷⁸ So zeigt etwa eine Studie des DIW, dass 66 Prozent der vergleichsweise risikoaversen deutschen Haushalte nur ein bis drei verschiedene Anlageformen, hauptsächlich die traditionell als relativ sicher betrachteten Sparbücher, Bausparverträge oder Lebensversicherungen, nutzen, während nur 18 Prozent

⁷⁰ Vgl. Cohn et al. (1975), S. 616.

⁷¹ Vgl. Ewald (2007), S. 13.

⁷² Vgl. Arendts (1998), S. 20.

⁷³ Klassische Anlageklassen, welche synonym auch Assetklassen genannt werden, sind beispielsweise Aktien, Immobilien und Verzinsliche Wertpapiere. Siehe dazu ausführlich beispielsweise Engelbrecht (2008), S. 127 ff.; Rudolf (2008), S. 127 ff. und Vöcking (2002), S. 17 ff.

⁷⁴ Vgl. Passow (1995), S. 684 und Bauer (1992), S. 17 ff. Es existieren neben der Volatilität eine Reihe alternativer Risikomaße. Siehe dazu beispielsweise Häger/ Raffelsberger (2005), S. 30 ff. und Juchem (1995), S. 690 ff.

⁷⁵ Vgl. Bossert (2008), S. 16. Die Nutzung der Volatilität zur Bestimmung des Risikos einer Kapitalanlage wird allerdings kontrovers diskutiert. Vgl. Bauer (1991), S. 172 ff.; Juchem (1995), S. 690 f. und Keppler (1990), S. 610 ff.

⁷⁶ Vgl. Spremann (1999), S. 73.

⁷⁷ Vgl. Arendts (1998), S. 55 f.

⁷⁸ Vgl. Barasinska/ Schäfer/ Stephan (2008), S. 21.

über vier oder mehr Anlagen verfügen. Damit konzentrieren risikoscheuere Investoren ihr Vermögen in zu wenigen verschiedenen Wertanlagen und verzichten so auf eine risikomindernde bzw. die Chancen erhöhende breitere Diversifikation ihrer Vermögensanlagen.⁷⁹

Anlageberater nutzen regelmäßig verschiedene Gewinn- und Verlustszenarien, z. B. auch in Form von Grafiken vergangener Kursentwicklungen, um die individuelle Risikobereitschaft ihrer Kunden möglichst genau zu bestimmen. Ein Beispiel dazu sind die in Abbildung 4 dargestellten Erläuterungen zur Quantifizierung der Risikobereitschaft von Privatkunden der Raiffeisenbank Seefeld. Allerdings haben BARASINSKA/ SCHÄFER/ STEPHAN in diesem Zusammenhang herausgefunden, dass die im Zuge der Anlageberatung vorgenommene Selbsteinschätzung der Risikobereitschaft eines privaten Anlegers häufig nicht mit dessen tatsächlicher Risikopräferenz übereinstimmt.⁸⁰

Kategorie	Risiko-Bereitschaft	Mögliches Verlustrisiko	Produkte	
<input type="checkbox"/>	1	Keine	0 %	Sparbuch, Sparsatzprodukte
<input type="checkbox"/>	2	geringe	bis ca. 20% (in besonderen Ausnahmefällen – z.B. Elementarereignisse – auch höher)	EUR-Anleihen guter Bonität, Geldmarktfonds und Rentenfonds
<input type="checkbox"/>	3	mittlere	mehr als 20 % (in besonderen Ausnahmefällen - z.B. Elementarereignisse – bis zu 100%)	Fremdwährungs-Anleihen bzw. -fonds guter Bonität, Unternehmensanleihen bzw. -fonds, Aktien-Standardwerte, Aktienfonds, gemischte Fonds, Immobilienfonds, Zertifikate auf solche Basiswerte
<input type="checkbox"/>	4	hohe	Bis 100 %	Anleihen bzw. -fonds schlechter Bonität, Fonds in Wachstums- und Nebenmärkten, spekulative Aktien-Nebenwerte, Optionsscheine, Optionen, Futures- und Hedgeprodukte, Zertifikate mit erhöhtem Risiko
<input type="checkbox"/>	5	sehr hohe	unlimitiert, über Kapitaleinsatz hinausgehend (Nachschusspflicht möglich)	Futures, Short-Optionen

Abb. 4: Risikobereitschaft privater Anleger (Quelle: Raiffeisenbank Seefeld)⁸¹

Daher verweisen beispielsweise auch HANNA/ CHEN darauf, dass für die Bestimmung der Risikobereitschaft objektive Aspekte, wie beispielsweise der Anlagehorizont, eine wichtigere Rolle spielen sollten als die subjektive Risikoeinschätzung des Investoren. Insbesondere bei langen Anlagezeiträumen, wie etwa einem 20-Jahres-Zeitraum, sollten Anleger so-

⁷⁹ Vgl. Barasinska/ Schäfer/ Stephan (2008a), S. 706 ff. Ähnliche Ergebnisse können einer Studie des Deutschen Aktieninstituts entnommen werden. Siehe hierzu Leven (2005), S. 14 f.

⁸⁰ Vgl. Barasinska/ Schäfer/ Stephan (2008), S. 21.

⁸¹ Die Grafik ist dem insgesamt vierseitigen Selbstauskunftsbogen mit der Bezeichnung „Anlegerprofil für Private“ mit dem Datum 11.11.2010 entnommen.

mit unabhängig von ihrer individuellen Risikoaversion zu einer vergleichsweise hohen Risikobereitschaft bei der Investition ihrer Vermögenswerte tendieren.⁸² Denn mit zunehmender Anlagedauer nimmt die Schwankungsbreite der Erträge, beispielsweise auch im kurzfristig sehr volatilen Aktienmarkt, deutlich ab.⁸³

Private Anleger weisen bei der Vermögensanlage individuell sehr unterschiedliche Bereitschaften auf, Risiken zugunsten der Chance auf höhere Erträge einzugehen. Dabei spielt vor allem die individuelle Einschätzung des Investors, inwieweit und in welcher Höhe Verluste eintreten können, eine entscheidende Rolle. Doch gerade diese Schätzung gestaltet sich häufig sehr schwierig.⁸⁴ Zudem stehen die Renditeerwartungen von privaten Investoren oft im Widerspruch zu deren individueller Risikobereitschaft.⁸⁵ So möchten private Anleger nach eigenen Angaben vielfach keine Risiken eingehen, erwarten aber deutlich über dem risikofreien Zins liegende Renditen.⁸⁶ Um einen solchen Ertrag zu erzielen, müssen in der Regel jedoch Risiken bei der Vermögensanlage eingegangen werden. Diese Risiken können von einem teilweisen oder vollständigen Verlust der regelmäßigen Ausschüttung oder Verzinsung über einen teilweisen oder vollständigen Verlust des Anlagekapitals bis hin zu einem Verlust über das eingesetzte Kapital hinaus reichen.⁸⁷

Um einen vollständigen Vermögensverlust möglichst auszuschließen, bzw. den im ungünstigsten Fall eintretenden Vermögensverlust für den privaten Investoren noch im verkraftbaren Rahmen zu halten, lässt sich die Risikotragfähigkeit anlegerindividuell ermitteln. Zu diesem Zweck wird im Rahmen einer Risikotragfähigkeitsrechnung ermittelt, welchen Anteil seines Vermögens ein Privatanleger im Extremfall bereit ist zu verlieren, bzw. inwieweit der jährlich zu erwartende Ertrag maximal zurückgehen darf. Auf diese Weise generiert der Anleger einen kontrollierten Umgang mit Risiken und muss diese nur insoweit eingehen, wie

⁸² Vgl. Aigner/ Vöcking (2002), S. 24 f. und Hanna/ Chen (1997), S. 23 f.

⁸³ Vgl. Aigner/ Kaiser/ Vöcking (2002), S. 69.

⁸⁴ Vgl. Kitzmann (2009), S. 115.

⁸⁵ Vgl. Schwartz (1995), S.62 sowie die dort zitierte Literatur.

⁸⁶ Als Referenz für den risikofreien Zins werden in der Regel Zinsprodukte staatlicher Schuldner mit erstklassiger Bonität herangezogen, für den deutschen Kapitalinvestoren in der Regel deutsche Bundeswertpapiere.

⁸⁷ Verluste, die über das eingesetzte Kapital bzw. hinterlegte Sicherheitsleistungen hinausgehen, können beispielsweise durch Nachschusspflichten bei geschlossenen Beteiligungen oder bei verschiedenen Arten von Termingeschäften eintreten. Vgl. dazu Lindmayer (2011), S. 440 und Werner (2009), S. 82 ff. bzw. Lex (2011), S. 160 und Stocker (2006), S. 303 ff.

er es sich individuell leisten kann und möchte.⁸⁸ Die Risikotragfähigkeit ergibt sich demnach objektiv aus den verschiedenen Ausprägungen der finanziellen Situation eines Anlegers.⁸⁹

2.1.4 Ziele privater Anleger

Basierend auf den Erkenntnissen der modernen Kapitalmarkttheorie, ausgehend von der Portfoliotheorie nach MARKOWITZ und deren Erweiterung durch TOBIN, verfügen Investoren über ein optimales Portfolio, wenn es ihnen entweder gelingt, den Portfolioertrag bei gegebenem Risiko zu maximieren oder das Risiko bei vorgegebenem Ertrag zu minimieren.⁹⁰ Daraus folgernd müssten die Anlageziele von Kapitalanlegern ausschließlich durch die Faktoren Rendite und Risiko beschrieben werden können. In der Praxis der privaten Kapitalanlage bestätigt sich das jedoch nicht. Investoren äußern verschiedene weitere Anforderungen, wenngleich die Aspekte Rendite und Sicherheit weiterhin zwei wesentliche Anlageziele von privaten Anlegern darstellen.⁹¹

Eine vergleichsweise ausführliche Zusammenstellung der Ziele privater Anleger liefert RUDA. Er hat in seiner Arbeit insgesamt 40 Fachpublikationen im Zeitraum 1966 bis 1986 untersucht und aus den Ergebnissen einen Katalog mit zwölf verschiedenen Anlegerzielen zusammengestellt. Am häufigsten findet er die Anlegerziele Rentabilität, Sicherheit und Liquidierbarkeit, die in der Literatur auch häufig als sogenanntes „magisches Dreieck der Vermögensanlage“⁹² bezeichnet werden.⁹³ Ergänzt um das Kriterium „Steuroptimierung“ wird teilweise auch von einem magischen Viereck gesprochen.⁹⁴ SCHMIDT-VON RHEIN verkleinert den Ergebniskatalog im Jahr 1998 auf die insgesamt acht nachfolgend aufgeführten Anlageziele:⁹⁵

⁸⁸ Vgl. Waitz (2009), S. 339 ff.

⁸⁹ Vgl. Spremann (1999), S. 74.

⁹⁰ Vgl. Markowitz (1952), S. 77 ff. und Tobin (1958), S. 65 ff. Weitere ausführliche Darstellungen – teilweise auch kritisch – unter anderem in Auckenthaler (1994), S. 115 ff.; Breuer/ Gürtler/ Schuhmacher (2006), S. 5 ff.; Breuer/ Gürtler/ Schuhmacher (2010), S. 47 ff.; Brouwer (2009), S. 359 ff.; Bruns/ Meyer-Bullerdiel (2008), S. 57 ff.; Dybvig/ Ross (2003), S. 607 ff.; Fama (1976), S. 212 ff.; Junker (2009), S. 831 ff.; Markowitz (1999), S. 5 ff.; Rehkugler (2002), S. 4 ff.; Spremann (2008), S. 55 ff.; Steiner/ Bruns (2002), S. 7 ff.

⁹¹ Vgl. Rouette (2005), S. 202 ff. und Schmeisser/ Geißler/ Schütz (2008), S. 21 f.

⁹² Synonym auch als „magisches Dreieck der Kapitalanlage“, „magisches Dreieck der Geldanlage“ und „magisches Dreieck der Wertpapieranlage“ bezeichnet. Siehe hierzu beispielhaft Böckhoff/ Stracke (1999), S. 81; Konrad (2003), S. 147; Straub (1974), S. 40 ff. und Wahl (2004), S. 19 f.

⁹³ Vgl. Ruda (1988), S. 16 ff.

⁹⁴ Vgl. Lindmayer (2011), S. 1 ff.

⁹⁵ Vgl. Schmidt-von Rhein (1996), S. 111.

- Sicherheit
- Rentabilität
- Liquidierbarkeit
- Verwaltbarkeit
- Kleine Stückelung
- Mitsprache
- Prestige
- Spekulation

Das Anlegerziel „Sicherheit“ soll den Wunsch nach Erhalt des Vermögens ausdrücken. STRAUB stellt bereits 1974 fest, dass diesem Ziel von Seiten der Anleger häufig eine gewisse Priorität eingeräumt wird.⁹⁶ Es entspricht dem Risikovermeidungswunsch des Anlegers, der nach Möglichkeit die Bedürfnisbefriedigung mindernde Zustände verhindern möchte. Das Ziel des Anlegers liegt insbesondere in der möglichst sicheren Zielerreichung der neben dem Ziel Sicherheit vorliegenden Anlegerziele. Was individuell genau unter dem Begriff Sicherheit verstanden wird, hängt sehr stark von den Referenzgrößen und der Risikowahrnehmung des einzelnen Anlegers ab. Den Grad der gewünschten Sicherheit des privaten Anlegers zu bestimmen, ist eine wesentliche Herausforderung für die Anlageberatung.⁹⁷

Unter dem Anlegerziel „Rentabilität“ wird generell die Beziehung zwischen eingesetztem Kapital und dem potenziellen Gewinn, also Erträgen, Ausschüttungen und Auszahlungen jeder Art sowie Wertsteigerungen, verstanden.⁹⁸ Die Rentabilität einer Vermögensanlage kann in der Regel in Form einer Rendite ausgedrückt werden, sodass eine Vergleichbarkeit auch zwischen verschiedenartigen Anlageklassen möglich ist. Die gewünschte Form der Zusammensetzung der kalkulierten Rendite ist von Anleger zu Anleger sehr verschieden. So setzen beispielsweise bei Aktien die einen vornehmlich auf höhere prognostizierte Dividendenrenditen, während die anderen hauptsächlich an Kurssteigerungen ihres Investments interessiert sind.⁹⁹

⁹⁶ Vgl. Straub (1974), S. 40.

⁹⁷ Vgl. Hein (2002), S. 67 f.

⁹⁸ Vgl. Ewald (2007), S. 13 und Krauss (1968), S. 19.

⁹⁹ Vgl. Ruda (1988), S. 96 f.

Das Investorenziel „Liquidierbarkeit“ steht für eine im Bedarfsfall möglichst schnelle und kostengünstige Möglichkeit Vermögensanlagen zu veräußern. Damit hat der Anleger die Option, eine getroffene Anlageentscheidung, ohne größere finanzielle Einbußen hinnehmen zu müssen, zu revidieren, um das Anlagekapital beispielsweise anderweitig zu investieren oder es zu konsumieren.¹⁰⁰ Schwer liquidierbare Vermögensanlagen, wie etwa geschlossene Beteiligungen¹⁰¹, können einen Konsumverzicht beim Anleger erzwingen und sind daher in der Regel mit Renditeaufschlägen versehen.¹⁰²

Unter dem Anlageziel „Verwaltbarkeit“ ist ein möglichst geringer Aufwand für die Verwaltung der Vermögensanlagen zu verstehen. Dazu zählen neben dem Informationsaufwand über die getätigten bzw. geplanten Vermögensanlagen auch die Verwaltungskosten der Investition, wie beispielsweise Abschlussgebühren oder Depotgebühren.¹⁰³

Das Ziel der „Kleinen Stückelung“ bezieht sich primär auf die Eingrenzung der Anlagemöglichkeiten beim Erwerb. Anlageformen mit hohen Mindestanlagebeträgen scheiden somit für private Anleger mit vergleichsweise kleineren Vermögen von vorneherein aus.

Das Anlegerziel „Mitsprache“ beinhaltet den Wunsch einiger Investoren nach Kontroll- und Beeinflussungsmöglichkeiten in Bezug auf die Vermögensanlage, wie dies beispielsweise bei Stammaktien in der Regel für den Aktionär der Fall ist.¹⁰⁴

Das Investorenziel „Prestige“ ist auf die Erlangung gesellschaftlicher Anerkennung und Wertschätzung ausgerichtet. Darüber hinaus ist eine inhaltliche Definition schwierig, weil in den verschiedenen sozialen Schichten und unterschiedlichen kulturellen Gruppierungen sehr differenzierte Verständnisse von Prestige vorliegen.¹⁰⁵ Neben Prestigeüberlegungen

¹⁰⁰ Vgl. Rouette (2005), S. 204.

¹⁰¹ In geschlossene Beteiligungen bzw. geschlossene Fonds kann in der Regel nur während eines längeren, oft mehrmonatigen Platzierungszeitraums investiert werden. Im Anschluss wird die Beteiligung häufig für einen Zeitraum von 10 bis 20 Jahren geschlossen. Ein vorzeitiger Verkauf der Beteiligung gestaltet sich in der Regel schwierig, weil es kaum Angebote liquider Zweitmarkt Börsen gibt. Siehe dazu beispielsweise Breitenlechner (2010); Lüdicke/ Arndt (2009); Prümm/ Alms (2004); Schirmacher (2009) sowie Weitkamp (2004).

¹⁰² Vgl. Hein (2002), S. 68.

¹⁰³ Vgl. Rouette (2005), S. 204.

¹⁰⁴ Vgl. Hein (2002), S. 69.

¹⁰⁵ Vgl. ebd., S. 69.

existieren in zunehmendem Maße auch ethische, moralische und religiöse Anforderungen, die den Fundus zulässiger Vermögensanlagen einschränken.¹⁰⁶

Das „Spekulationsziel“ kann sowohl auf ökonomische als auch auf psychologische Weise erklärt werden. Ökonomisch interpretiert entspricht es dem der Risikovermeidung entgegengesetzten Ziel der Chancenwahrnehmung, während es psychologisch betrachtet eher als Spekulationslust oder Spieltrieb verstanden wird.¹⁰⁷

LEVEN hat in seiner Studie herausgefunden, dass etwa doppelt so vielen privaten Anlegern ein langfristig hoher Ertrag sowie Risikostreuung bei der Vermögensanlage wichtiger sind als etwa ein kurzfristig hoher Ertrag oder die Möglichkeit, in stagnierenden und fallenden Märkten Erträge zu erzielen. Zudem zeigen sich unter anderem diverse Unterschiede in Bezug auf das Geschlecht der Anleger: Männern sind ein kurzfristig hoher Ertrag sowie die Möglichkeit, in stagnierenden und fallenden Märkten Erträge zu generieren, wichtiger als Frauen.¹⁰⁸ Das könnte auch ein Grund dafür sein, dass es in einigen Banken bereits ein speziell auf die Anlageziele von Frauen ausgerichtetes Marketing gibt.¹⁰⁹

Anlageziele können entweder konkret und spezifisch oder vergleichsweise allgemein gehalten sein. Entscheidend ist in diesem Zusammenhang, ob das Anlageergebnis bereits für einen konkreten Zweck eingeplant ist.¹¹⁰ Nicht selten ist sich der private Anleger aber seiner Anlagevorstellungen nicht genau bewusst bzw. er kann diese nicht eindeutig benennen.¹¹¹ In solchen Fällen kommt es zu unscharfen Ausprägungen bei der Definition der Anlageziele, wie beispielhaft in Tabelle 1 dargestellt. In diesen Fällen ist der Anlageberater gefordert, undeutliche Anlageziele gemeinsam mit dem Anleger zu präzisieren.¹¹²

¹⁰⁶ In Bezug auf die religiösen Anforderungen kann beispielsweise das Zinsverbot im Islam genannt werden. Vgl. beispielsweise Alam/ Rajjaque (2010), S. 229. Darüber hinaus hat sich in den letzten Jahrzehnten aufgrund der speziellen Anlagewünsche muslimischer Menschen unter dem Namen „Islamic Banking“ ein eigenes Bankwesen etabliert, das gerade zum Ende des Untersuchungszeitraums deutlich an Größe gewonnen hat. Vgl. dazu und weiterführend Ashrati (2008), Paul (2010), Schoon (2009) und Venardos (2010).

¹⁰⁷ Vgl. Hein (2002), S. 70.

¹⁰⁸ Vgl. Leven (2005), S. 42.

¹⁰⁹ Vgl. Arens (2004), S. 31 ff.

¹¹⁰ Vgl. Spremann (1999), S. 78 ff.

¹¹¹ Vgl. Konrad (2003), S. 147.

¹¹² Vgl. Benz (2008), S. 63 f. und Konrad (2003), S. 146 f.

Anlageziel bzw. Merkmal	Unscharfe Ausprägung
Sicherheit	gering, mittel, hoch
Renditeerwartung	gering, mittel, hoch
Liquidierbarkeit	kurzfristig, mittelfristig, langfristig
Anlagehorizont	kurzfristig, mittelfristig, langfristig

Tab. 1: Unscharfe Ausprägungen bei der Definition der Anlageziele¹¹³

Die Anlageziele privater Investoren müssen individuell bestimmt und mit ihrer relativen Bedeutung gewichtet werden.¹¹⁴ Zu diesem Zweck können die Ziele zunächst in Ober- und dann in Unterziele zerlegt werden und ggf. vorhandene Zielkonflikte¹¹⁵ müssen gelöst werden. Aus der konkreten und eindeutigen Zielsetzung des privaten Anlegers erwächst als Ergebnis ein klar umrissener Anlagebedarf, der durch verschiedene Vermögensanagemöglichkeiten in der Folge befriedigt werden kann.¹¹⁶ Ebenso wie in Bezug auf die Risikobereitschaft eines Kapitalanlegers sollten auch Anlageziele regelmäßig auf ihre Gültigkeit hin überprüft werden.¹¹⁷

2.2 Anlageberatung und Anlageberatungsprozess

Der Begriff der Anlageberatung wird von den am Beratungsprozess beteiligten Personen miteinander unterschiedlich interpretiert bzw. verstanden.¹¹⁸ Nachfolgend wird dieser daher zunächst ausführlich beschrieben und gegenüber wichtigen anderen in diesem Kontext verwendeten Begrifflichkeiten abgegrenzt, bevor der Aufbau und Inhalt von Anlageberatung, der sog. Anlageberatungsprozess, detailliert beschrieben wird.

¹¹³ In Anlehnung an Benz (2008), S. 64.

¹¹⁴ Vgl. Hein (2002), S. 78.

¹¹⁵ Einige Ziele stehen zueinander in Konkurrenz, wie beispielsweise Rentabilität und Sicherheit. So beeinträchtigt die Erfüllung des einen Ziels in erheblichem Maße den Realisationsgrad des anderen Ziels. Siehe dazu Rouette (2005), S. 204.

¹¹⁶ Vgl. Schmidt (2004), S. 80 f.

¹¹⁷ Vgl. Konrad (2003), S. 147.

¹¹⁸ Das haben die Experteninterviews mehrheitlich ergeben.

2.2.1 Der Begriff Anlageberatung

Unter dem Begriff Anlageberatung¹¹⁹ ist eine Finanzdienstleistung zu verstehen, bei der sich ein Kapitalanleger fachgerecht und fundiert, unter Berücksichtigung seiner individuellen Lebensumstände, seiner persönlichen Ziele und seiner Risikoeinstellung durch eine Finanzfachkraft beraten lässt.¹²⁰ Die Anlageberatung kann mündlich oder schriftlich erfolgen, wobei in der Praxis häufig eine Mischung mündlicher und schriftlicher Elemente beobachtet werden kann.¹²¹ Nach der sorgfältigen Analyse der Kundenbedürfnisse werden dem privaten Kapitalanleger im Beratungsgespräch geeignete Anlagelösungen präsentiert. In der Regel werden auch konkrete Handlungsempfehlungen durch den Anlageberater ausgesprochen, wobei die zu deren Realisation notwendige Entscheidung beim Anleger verbleibt. Der Anlageberater nimmt eine Vorauswahl passender Anlagelösungen vor und entwickelt für seinen Kunden eine individuelle Anlagestrategie.¹²² Das Beratungsgespräch soll dem Kunden bei der Planung einer Kapitalanlage oder einer Umschichtung bestehender Kapitalanlagen als Entscheidungsgrundlage dienen.¹²³ Die Umsetzung der Handlungsempfehlung als nachfolgender Schritt des gesamten Problemlösungsprozesses gehört nicht mehr zum eigentlichen Beratungsprozess.¹²⁴

Bis etwa in die sechziger bzw. siebziger Jahre des 20. Jahrhunderts erfolgten Vermögensanlagen in Wertpapieren und sonstigen Kapitalmarktprodukten in Deutschland weitgehend ohne qualifizierte Beratung.¹²⁵ Erst seit Beginn der achtziger Jahre des letzten Jahrhunderts wird Anlageberatung flächendeckend und verstärkt auch für Privatanleger mit kleineren und mittleren Vermögen angeboten. Die Gründe für diese Entwicklung sind vielschichtig. Zum einen suchten immer mehr private Investoren, u. a. motiviert durch die Entstehung neuer Medien und Technologien, die Chance, ihre Vermögensanlagen in Aktien, Anleihen und

¹¹⁹ Gleichbedeutend mit dem Begriff „Anlageberatung“ finden sich in der Literatur auch die Bezeichnungen „Orderbegleitende Beratung“, „Qualifizierte Anlageberatung“, „Relevante Anlageberatung“, „Vermögensberatung“, und „Finanzberatung“. Vgl. hierzu Ewald (2007), S. 11; Kaiser (2006), S. 16; Müller (2008), S. 10 und Zuber (2002), S. 14. Zudem ist die Anlageberatung häufig ein Teil der breiter gefassten Dienstleistungen „Financial Planning“, „Family Office“, „Private Banking“ und „Private Wealth Management“. Ausführliche Informationen dazu unter anderem in Brost/ Faust (2007), Farkas-Richling/ Fischer/ Richter (2008), Hallman/ Rosenbloom (2009) und Rudolf (2008).

¹²⁰ Vgl. Evers (1988), S. 8 ff. und Severidt (2001), S. 94.

¹²¹ Vgl. Ewald (2007), S. 11.

¹²² Vgl. Evers (1988), S. 9 ff. sowie die dort aufgeführte Literatur.

¹²³ Vgl. Hügli (1999), S. 10.

¹²⁴ Vgl. Jurczyk (2006), S. 23 f.

¹²⁵ Vgl. Hopt (1975), S. 4. Diese Arbeit beschäftigt sich fast ausschließlich mit dem Anlageberatungsgeschäft in der Bundesrepublik Deutschland. Für zusätzliche Informationen zu den Charakteristika anderer bedeutender europäischer Beratungsmärkte siehe beispielhaft für das Segment Private Banking auch Vielhaber (2008), S. 15 ff.

Investmentfonds gewinnbringender als bisher zu investieren. Zum anderen entwickelte sich in Deutschland zunehmend ein immer komplexerer und vielschichtigerer Finanzmarkt, der stetig mit einer Vielzahl neuer innovativer Finanzprodukte aufwartete.¹²⁶ Die meisten privaten Anleger wären ohne professionelle Hilfe überfordert gewesen, die vielen neuen Anlagemöglichkeiten unter qualitativen Gesichtspunkten zu unterscheiden bzw. abzuschätzen, inwieweit diese für sie geeignet oder ungeeignet sein könnten.¹²⁷ Dadurch erfuhr das Geschäft mit der Anlageberatung für den privaten Kapitalanleger zusätzlichen Auftrieb.

Seitdem die EU-Finanzmarktrichtlinie (MiFID) in deutsches Recht umgesetzt wurde, ist Anlageberatung als Wertpapierdienstleistung grundsätzlich erlaubnispflichtig und bedarf der Zustimmung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Was in rechtlicher Sicht unter einer Anlageberatung zu verstehen ist, ist in einer sogenannten Legaldefinition in § 2 Abs. 3 Nr. 9 Wertpapierhandelsgesetz festgelegt.¹²⁸ Demnach ist unter Anlageberatung „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“¹²⁹ zu verstehen.

Die Anlageberatung richtet sich zumeist an einen bestimmten Kunden bzw. eine Kundengemeinschaft¹³⁰ und erfolgt in der Regel auf Basis eines explizit oder konkludent geschlossenen zivilrechtlichen Beratungsvertrages zwischen der Bank und dem Kapitalanleger.¹³¹ Ein solcher, unter Umständen auch stillschweigend geschlossener Vertrag liegt vor, wenn beide Vertragsparteien Rechtsbindungswillen signalisieren.¹³² Der Anlageberatungsvertrag kommt daher automatisch zustande, sobald sich ein privater Anleger, ohne eigene ausreichende wirtschaftliche Kenntnisse und ohne einen umfassenden Überblick über die gesamtwirtschaftlichen Zusammenhänge, in erkennbarer Erwartung einer Anlageberatung tatsächlich von einem Anlageberater beraten lässt. Klassischerweise liegt ein solcher Fall im Rahmen einer

¹²⁶ Vgl. Taubert (2009), S. 197 f.

¹²⁷ Vgl. Graf (1989), S. 20.

¹²⁸ Vgl. Goerz/ Kuckertz (2010), S. 7.

¹²⁹ Vgl. § 2 Abs. 3 Nr. 9 WpHG.

¹³⁰ Vgl. Ziegler (1980), S. 2.

¹³¹ Vgl. Ewald (2007), S. 9.

¹³² Vgl. Stafflage (1996), S. 10.

Erst- bzw. Neuanlage eines Geldbetrages vor. Das gleiche gilt aber auch, wenn sich ein Anleger nach getroffener Anlageentscheidung bei seinem Anlageberater erkundigt, wie er sich z. B. angesichts fallender Kurse seines Investments verhalten soll.¹³³ Dabei ist es unerheblich, ob die Initiative von der Bank oder vom Anleger ausgeht und auch das Vorhandensein einer Honorarvereinbarung ist zum rechtsgültigen Zustandekommen eines Anlageberatungsvertrages nicht notwendig.

Die Kapitalanlageberatung muss in Deutschland nach dem Grundsatz der anleger- und objektgerechten Beratung erfolgen.¹³⁴ Demnach muss der Berater, wie in Tabelle 2 dargestellt, nicht nur die wesentlichen Fakten zu dem Anlageobjekt vollständig mitteilen und fachkundig bewerten (objektgerechte Beratung), sondern er muss diese auch mit den individuellen Interessen bzw. Verhältnissen des Anlegers abgleichen (anlegergerechte Beratung).¹³⁵

Anlageberatung	
Anlegergerechte Beratung	Objektgerechte Beratung
Beratungsgrundsatz: „Know your customer!“ ¹³⁶ deutsch: „Kenne deinen Kunden!“	Beratungsgrundsatz: „Know your merchandise!“ deutsch: „Kenne das Anlageobjekt!“
Befragung und Einschätzung des Anlegers nach § 31 Abs. 4 WphG	Merkmale des Objekts insbesondere nach § 31 Abs. 3 WphG
<ul style="list-style-type: none"> • Kenntnisse • Erfahrungen • Risikoklasse • Finanzielle Verhältnisse • etc. 	<ul style="list-style-type: none"> • Rendite • Liquidität • Bonität des Emittenten • Risiken • einmalige und laufende Kosten • Versteuerung • etc.

Tab. 2: Anlegergerechte und objektgerechte Beratung¹³⁷

Es ist also zu gewährleisten, dass die konkrete Anlagestrategie, die dem Kunden empfohlen wird, den Anlagezielen des betreffenden Anlegers entspricht, hinsichtlich der sich ergebenden Anlagerisiken für den Kunden seinen Anlagezielen entsprechend finanziell tragbar ist

¹³³ Vgl. Taubert (2009), S. 228 f.

¹³⁴ Vgl. § 31 Abs. 3 und 4 WphG. Den Grundsatz der anleger- und objektgerechten Beratung entwickelten die Rechtsprechung sowie die deutsche und europäische Gesetzgebung. Das Anlageempfehlungen „anlegergerecht“ im Sinne der obigen Darstellung erfolgen sollten, ist bereits bei Werner/ Machunsky (1989) auf S. 40 nachzulesen. Für weitere Informationen zur anleger- und objektgerechten Beratung siehe auch Kuhlemann (2009), S. 40 ff.

¹³⁵ Vgl. Goerz/ Kuckertz (2010), S. 8.

¹³⁶ Aus dem amerikanischen Recht abgeleiteter Grundsatz. Siehe auch Chorafas (2006), S. 24 ff.

¹³⁷ In Anlehnung an Goerz/ Kuckertz (2010), S. 7.

und dass der Kunde mit seinen individuellen Kenntnissen und Erfahrungen die hieraus resultierenden Anlagerisiken versteht. Diese sogenannte Geeignetheitsprüfung wird daher teilweise auch als das zentrale Element der Anlageberatung bezeichnet.¹³⁸

2.2.2 Abgrenzung der Anlageberatung

Traditionell wird im Bereich der Finanzdienstleistungen zwischen Anlageberatung und Vermögensverwaltung unterschieden.¹³⁹ Daneben haben sich verschiedene andere Formen der Kapitalanlageberatung im weiter gefassten Sinne etabliert, die sich hinsichtlich der Beratungsintensität und des Grades der Einbeziehung des Kunden in den Anlageprozess unterscheiden lassen. Die Gemeinsamkeiten liegen in der Betreuung oder Mitbetreuung fremden Vermögens bzw. fremder Vermögensinteressen durch überwiegend gewerbliche Dienstleister.¹⁴⁰ Neben einer Abgrenzung der Anlageberatung zur Vermögensverwaltung wird nachfolgend daher auch eine Abgrenzung zur Anlagevermittlung und zur Aktiven Depotbetreuung vorgenommen.¹⁴¹

2.2.2.1 Anlagevermittlung

Unter Anlagevermittlung¹⁴² ist die beratungsfreie Vermittlung von Kapitalanlagen zu verstehen. Somit stehen die reine Anschaffung und die bloße Veräußerung von Finanzinstrumenten im Mittelpunkt dieser Geschäftsform und es werden grundsätzlich keine Anlageberatungsdienstleistungen im Kontext der Transaktionen erbracht. Der Vermittler beschränkt sich auf die Weitergabe von Produktinformationen sowie darauf, den Kapitalanleger ggf. richtig und vollständig zu informieren, ohne dass die individuellen Umstände des Anlegers Berücksichtigung finden.

Die Kommunikation zwischen dem Vermittler und dem Anleger weist vordergründig einen informierenden Charakter auf. Der typische Anlagevermittler arbeitet dabei häufig auch im

¹³⁸ Vgl. Theißen (2008), S. 206.

¹³⁹ Vgl. Cramer (1995), S. 14.

¹⁴⁰ Vgl. Bamberger (2009), S. 1410.

¹⁴¹ Teilweise variieren die Bezeichnungen in der Literatur sowie in Abhängigkeit vom anbietenden Finanzdienstleister. Die vorgenommene Auswahl zur Abgrenzung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit, da zahlreiche weitere Mischformen existieren bzw. auch kundenindividuell vereinbart werden können. Vgl. beispielsweise Kaiser (2006), S. 15 ff.; Kruschev (1998), S. 352 ff. und Stein (1999), S. 28 f.

¹⁴² Teilweise werden im Zusammenhang mit der „Anlagevermittlung“ auch die Begriffe „Beratungsfreies Geschäft“, „Custody-Geschäft“ und „Reines Ausführungsgeschäft“ genannt. Vgl. hierzu Kaiser (2006), S. 15; Nicodem (2008), S. 114 und Rudolf (2008), S. 79 f.

Interesse eines Kapitalsuchenden, wie z. B. einer Investmentgesellschaft, und übernimmt gegen Zahlung einer Provision den Vertrieb bestimmter Kapitalanlagen für diese Gesellschaft.¹⁴³ Der Kapitalanleger trifft seine Anlageentscheidungen selbständig und lässt sich zudem durch den Anlagevermittler im Regelfall maximal konkrete Fragen zu einzelnen Finanzanlageprodukten oder Fragen allgemeiner Art beantworten. Der Anlagevermittler erbringt im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes nur eine objektgerechte, aber keine anlegergerechte Beratung.¹⁴⁴

Trotzdem muss der Anlagevermittler Informationen über die Kenntnisse und Erfahrungen seiner Kunden in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Arten von Finanzinstrumenten einholen, soweit diese Informationen erforderlich sind, um die Angemessenheit der Finanzinstrumente oder Wertpapierdienstleistungen für seine Kunden beurteilen zu können. Liegen dem Vermittler diese Informationen vor Auftragserteilung nicht vor, so hat er seinen Kunden darüber zu informieren, dass eine Beurteilung der Angemessenheit des Auftrags nicht möglich ist. Die Angemessenheit bemisst sich in diesem Zusammenhang danach, ob der private Kapitalanleger über die notwendigen Erfahrungen und Kenntnisse verfügt, um die Risiken, welche im Zusammenhang mit einem gewählten Finanzinstrument einhergehen, angemessen beurteilen zu können. Gelangt der Anlagevermittler zu der Auffassung, dass das von seinem Kunden gewünschte Finanzinstrument für diesen nicht angemessen ist, hat er den Anleger darauf ebenfalls hinzuweisen.¹⁴⁵

Wenn der private Anleger beispielsweise mit deutlichen Vorstellungen bzw. konkreten Anlagewünschen und diesbezüglich passenden Kenntnissen an einen Anlagevermittler herantritt, darf dieser annehmen, dass der Kunde sich über die von ihm gewünschte Kapitalanlage bereits informiert hat und nur noch insoweit Beratungsbedarf hat, als er diesen ausdrücklich anzeigt oder der Anlagevermittler erkennen müsste, dass die Kenntnisse ganz offensichtlich nicht existieren. Der private Kapitalanleger muss somit nicht in jedem Fall vor sich selbst geschützt werden.¹⁴⁶

Eine Pflicht zur Protokollierung besteht bei der Anlagevermittlung grundsätzlich nicht, obwohl die Grenzen zur Anlageberatung, zumindest aus Sicht eines Privatanlegers, manchmal

¹⁴³ Vgl. Taubert (2009), S. 183.

¹⁴⁴ Vgl. Goerz/ Kuckertz (2010), S. 8.

¹⁴⁵ Vgl. § 31 Abs. 5 WpHG.

¹⁴⁶ Vgl. Kuhlemann (2009), S. 44.

fließend verlaufen dürften.¹⁴⁷ Sobald der Vermittler Fragen nach der persönlichen Situation sowie den Bedürfnissen, Wünschen und Zielen des Kunden stellt, handelt es sich bereits um eine Anlageberatung.¹⁴⁸ Entscheidend könnte im Einzelfall auch sein, wie der Kunde das Auftreten des Anlagevermittlers bewertet bzw. wahrnimmt.¹⁴⁹

2.2.2.2 Aktive Depotbetreuung

Bei der sog. Aktiven Depotbetreuung, die in Deutschland auch mit dem englischen Begriff „Active Advisory“ beschrieben wird, handelt es sich um einen von Finanzdienstleistern angebotenen aktiven Vermögensbetreuungsansatz.¹⁵⁰ Dabei geht das in der klassischen Anlageberatung eher reaktive Verhalten des Beraters in ein deutlich aktiveres Verhältnis zu seinem Kunden über. Der Berater überwacht die bestehenden Vermögensanlagen seines Kunden und überprüft regelmäßig, ob diese noch dem Risikoprofil seines Kunden entsprechen. Darüber hinaus tritt der Berater bei Bedarf unaufgefordert mit Optimierungsvorschlägen an den privaten Kapitalanleger heran und steht daher in aller Regel auch in einem vergleichsweise aktiven Austausch mit seinem Kunden. Häufig schließen dazu der Berater und der Anleger einen Betreuungsvertrag, der den Finanzdienstleister verpflichtet, sich aktiv um das Betreuungsmandat zu kümmern. Die Entscheidungen werden aber im Gegensatz zur Vermögensverwaltung, wie bei der Anlageberatung auch, weiterhin vom Kunden getroffen.¹⁵¹

2.2.2.3 Vermögensverwaltung

Im Zentrum der Vermögensverwaltung¹⁵² steht die alleinige und selbständige Disposition des Vermögensverwalters über das zu verwaltende Vermögen. Der Verwalter benötigt daher zur Umsetzung von Anlage- bzw. Umschichtungsentscheidungen grundsätzlich weder das Einverständnis noch eine Rücksprache mit dem Kunden.¹⁵³ Grundsätzlich kann die Vermögensverwaltung als aktives Management von Kapitalanlagen zur Erzielung von individuell

¹⁴⁷ Vgl. Ewald (2007), S. 10.

¹⁴⁸ Vgl. Krimphove (1992), S. 34 f.

¹⁴⁹ Vgl. Goerz/ Kuckertz (2010), S. 8.

¹⁵⁰ In einem vergleichbaren Kontext werden synonym auch die Bezeichnungen „Active Portfolio Advisory“, „Aktive Depotbetreuung“, „Aktive Vermögensbetreuung“ sowie „Individuelle Depotbetreuung“ verwendet. Siehe dazu u. a. Grübel/ Schubert (1999), S. 39 ff. und Zuber (2002), S. 14.

¹⁵¹ Vgl. Kaiser (2006), S. 16 und Zuber (2002), S. 14.

¹⁵² Statt Vermögensverwaltung werden auch der Begriff Finanzportfolioverwaltung und die aus dem Englischen stammenden Begriffe Asset Management und Portfoliomanagement benutzt. Vgl. dazu Schäli (1998), S. 41.

¹⁵³ Vgl. Balzer (2009), S. 13 f.

vereinbarten Ertrags- und Risikozielen bezeichnet werden.¹⁵⁴ Die Tätigkeit des Vermögensverwalters im Zusammenhang mit der Überlassung des Geldes zur vereinbarungsgemäßen Verwaltung wird in einem entsprechenden Vertrag mit dem Kunden fixiert. Da verschiedene Tätigkeiten durch den Anleger auf den Verwalter delegiert werden, wird das Vermögensverwaltungsgeschäft auch als Mandatsgeschäft bezeichnet.¹⁵⁵ Der klassische Anlageberater hat dagegen im Unterschied zum Vermögensverwalter in der Regel keine Vollmachten zur selbständigen Vornahme von Finanztransaktionen für seine Kunden. Seine Tätigkeit beschränkt sich somit häufig auf eine sog. Verkaufsberatung.¹⁵⁶

Für den Begriff Vermögensverwaltung besteht eine Vielzahl weiterer Definitionen.¹⁵⁷ Je nach anbietendem Finanzdienstleister und angebotener Vermögensverwaltungsdienstleistung variiert der Grad der in der Verwaltungsleistung enthaltenen Individualität deutlich. Im Regelfall werden bei niedrigeren Anlagevolumina fondsbasierte Vermögensverwaltungen angeboten, während im gehobenen Private Banking auch auf den einzelnen Kunden zugeschnittene, hoch individualisierte Vermögensverwaltungsleistungen erbracht werden.¹⁵⁸ Dazwischen existiert eine Vielzahl an Mischformen, für die sich in Abhängigkeit vom Individualisierungsgrad verschiedene begriffliche Bezeichnungen etabliert haben.¹⁵⁹

Auch der Gesetzgeber hat die Vermögensverwaltung unter dem Begriff „Finanzportfolioverwaltung“ im WpHG berücksichtigt. Gemäß § 2 Abs. 3 Nr. 7 WpHG bedeutet diese „die Verwaltung einzelner oder mehrerer in Finanzinstrumenten angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum“. Zu verstehen ist darunter nur die klassische, häufig auch als diskretionäre Vermögensverwaltung bezeichnete Dienstleistung. Die standardisierte Vermögensverwaltung auf Fondsbasis unterliegt dagegen als Asset Management-Leistung dem Investmentgesetz und kann daher auch zutreffender mit einer gewöhnlichen Anlage in Investmentfonds verglichen werden.¹⁶⁰

¹⁵⁴ Historisch wurde im Gegensatz zu heute auch die Verwahrung und Verwaltung von Wertgegenständen und Wertpapieren als Vermögensverwaltung verstanden. Siehe dazu Ziegler (1980), S. 6.

¹⁵⁵ Vgl. Brost/ Faust (2007), S. 431.

¹⁵⁶ Vgl. Konrad/ Brockes/ Köpf (1995), S. 82 f.

¹⁵⁷ Vgl. unter anderem Bamberger (2009), S. 1412; Rudolf (2008), S. 77 ff.; Spremann (2008), S. 24 und Taubert (2009), S. 236 f.

¹⁵⁸ Eine einheitliche, betragsmäßige Grenze konnte nicht festgestellt werden. Die Experteninterviews haben ergeben, dass individuelle Vermögensverwaltungen je nach Anbieter ab Anlagebeträgen zwischen 250.000 Euro und mehreren Millionen Euro angeboten werden.

¹⁵⁹ Vgl. auch für eine Auflistung verschiedener Bezeichnungen Brost/ Faust (2007), S. 432.

¹⁶⁰ Vgl. Brost/ Faust (2007), S. 432.

Eine umfassende Vermögensverwaltung bezieht regelmäßig eine breite Palette an zur Verfügung stehenden Kapitalanlagemöglichkeiten ein. Dazu gehören neben den etablierten Assetklassen Aktien, Immobilien, Liquidität und Renten häufig auch kapitalbildende Versicherungen und gewerbliche Beteiligungen.¹⁶¹ Aber auch die sogenannten Alternativen Kapitalanlagen, wie etwa Hedgefonds, Private Equity oder Rohstoffe sowie Strukturierte Finanzprodukte, finden zunehmend in der Vermögensverwaltung Berücksichtigung.¹⁶²

Der Vermögensverwalter muss die genauen Anlageziele, Renditevorstellungen und Risikopräferenzen des Privatanlegers kennen, damit er eine passgenaue Anlagestrategie aus konkreten Finanzprodukten entwickeln kann. Später werden dann nur noch diejenigen Handlungen mit dem Anleger besprochen, die durch die gemeinsam vereinbarten Richtlinien nicht abgedeckt sind. Ansonsten führt der Vermögensverwalter sämtliche Transaktionen selbstständig durch und informiert den Anleger im Nachhinein regelmäßig über den Stand und die Entwicklung seines Depotvermögens.¹⁶³ Im Unterschied zur zeitlich eng begrenzten Anlageberatung und -vermittlung liegt bei der Vermögensverwaltung ein Dauerschuldverhältnis bzw. Langzeitvertrag¹⁶⁴ vor, der den Vermögensverwalter verpflichtet, das Kundenvermögen ständig zu überwachen.¹⁶⁵

2.2.3 Aufbau und Inhalt der Anlageberatung

Der Anlageberatungsprozess kann grundsätzlich in Abhängigkeit von der Beratungsindividualität und -intensität in verschiedene Phasen unterteilt werden. Im Allgemeinen wird in diesem Zusammenhang zwischen der standardisierten Beratung und höherwertigeren Anlageberatungsbereichen wie etwa dem Family Office oder dem Financial Planning-Ansatz unterschieden.¹⁶⁶ Aber auch innerhalb des Bereichs der standardisierten Beratung von Privatkunden kann in Abhängigkeit von den zuvor genannten Kriterien weiter differenziert werden. So entwickelt sich ein Beratungsansatz, bei dem der reine Produktverkauf im Vorder-

¹⁶¹ Vgl. unter anderem Berzdorf/ Heinsen (1999), S. 25 ff.; Lohr (1999), S. 50 ff.; Spremann (1999), S. 68 ff. und Vöcking (2002), S. 18 ff.

¹⁶² Für einen detaillierten Überblick zu Alternativen Kapitalanlagen siehe Busack/ Kaiser (2006) und Busack/ Kaiser (2006a) und zu Strukturierten Finanzprodukten siehe Wiedemann/ Betz/ Aichert (2006).

¹⁶³ Diese Berichterstattung wird auch mit dem englischen Begriff „Reporting“ beschrieben. Ausführliche Informationen dazu in Eigelshoven (1999), S. 203 ff. und Laternser/ Konrad (2003), S. 13 ff.

¹⁶⁴ Vgl. Balzer (2009), S. 1477 f. und Benicke (2006), S. 215 ff.

¹⁶⁵ Vgl. Ewald (2007), S. 10 f.

¹⁶⁶ Für weitere Informationen zu den komplexeren Prozessabläufen im Financial Planning-Ansatz siehe Tilmes (2002), S. 41 ff. und für das Family Office siehe Schaubach (2007), S. 40 f.

grund stand, durch eine ansteigende Beratungsqualität und einen sich intensivierenden Betreuungsumfang zunehmend zu einem ganzheitlichen Beratungsansatz, unter dem die umfassende Analyse, Darstellung und Optimierung der persönlichen Finanzsituation des privaten Kapitalanlegers zu subsumieren ist.¹⁶⁷ Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich, entsprechend des in dieser Untersuchung analysierten Anlegerkreises, auf diesen standardisierten Beratungsansatz.¹⁶⁸ Dabei wird eine Einteilung des Anlageberatungsprozesses in die nachfolgend aufgeführten insgesamt drei verschiedenen Phasen vorgenommen.¹⁶⁹

2.2.3.1 Analyse der Kundenbedürfnisse

In der ersten Phase des Anlageberatungsprozesses müssen die Kundenbedürfnisse sorgfältig erfasst und analysiert werden. Dazu zählen neben den finanziellen Verhältnissen und persönlichen Lebensumständen auch die individuellen Wünsche und Ziele des privaten Anlegers und ggf. die seiner Familie. Aber auch die konkreten oder unkonkreten Vorstellungen des Anlegers in Bezug auf die beabsichtigte Kapitalanlage und seine damit verbundene Risikobereitschaft sind für den Anlageberater von essentieller Wichtigkeit für den weiteren Prozess.¹⁷⁰ Sofern der private Anleger keine oder nicht hinreichende Kenntnisse über wesentliche Anlageklassen und grundlegende Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt hat, sollte der Berater ihm diese Kenntnisse adressatengerecht vermitteln.¹⁷¹

Die zentrale Aufgabe des Anlageberaters besteht in dieser Phase somit darin, sich ein möglichst detailliertes und vollständiges Bild seines Kunden zu verschaffen.¹⁷² Dazu ist es notwendig, dass der Berater seinem Kunden alle zur Erreichung dieser Aufgabe nötigen Fragen stellt und dessen Antworten bei Unklarheiten oder Zweideutigkeiten hinterfragt.¹⁷³

Im Wertpapierhandelsgesetz hat der Gesetzgeber zudem eine Reihe von Aspekten definiert, die der Anlageberater verpflichtend zu erfragen hat. Während dies in der Vergangenheit

¹⁶⁷ Vgl. Müller (2008), S. 17 f. Für weitere Informationen zum ganzheitlichen Beratungsansatz siehe beispielhaft Gantenbein/ Laternser/ Spremann (2001), S. 27 ff.

¹⁶⁸ Mit dem standardisierten Beratungsansatz arbeiten die in dieser Ausarbeitung untersuchten Banken. Sie nutzen diesen Ansatz in unterschiedlicher Intensität sowohl für ihre Retail- als auch für ihre Private Banking-Kunden.

¹⁶⁹ In der einschlägigen Literatur wird der Anlageberatungsprozess zumeist in drei bis vier verschiedene Prozessphasen unterteilt, wobei die verschiedenen Aufteilungen vergleichsweise ähnlich sind. Siehe hierzu beispielsweise: Blessing (1998), S. 321 ff.; Hofmann (2007), S. ff.; Kohlert (2009), S. 60 f.; Müller (2008), S. 12 ff.; Rehkugler et al. (1992), S. 317; Schäfer (2005), S. 327 f. und Zuber (2005), S. 15 ff.

¹⁷⁰ Vgl. Engels/ Meissner/ Schölzel (1999), S. 163.

¹⁷¹ Vgl. Zuber (2005), S. 16.

¹⁷² Vgl. Deneke (1988), S. 36 ff.

¹⁷³ Vgl. Schäfer (2005), S. 328 f.

lange Zeit auf lediglich freiwilliger Basis erfolgte, handelt es sich nun um aufsichtsrechtlich verankerte Anforderungen. So muss der Anlageberater nach § 31 Abs. 4 „alle Informationen einholen über Kenntnisse und Erfahrungen der Kunden in Bezug auf Geschäfte mit bestimmten Arten von Finanzinstrumenten oder Wertpapierdienstleistungen, über die Anlageziele der Kunden und über ihre finanziellen Verhältnisse, die erforderlich sind, um den Kunden ein für sie geeignetes Finanzinstrument oder eine für sie geeignete Wertpapierdienstleistung empfehlen zu können“.

In Ergänzung dazu stellt die Analyse der ggf. bestehenden Vermögensanlagen eine weitere wichtige Tätigkeit des Kundenanalysierungsprozesses dar. Neben der Ermittlung der absoluten Höhe des Gesamtvermögens ist die bestehende Vermögensallokation von Bedeutung und dient als Grundlage für zukünftige Dispositionen. Die Analyse der Kundenbedürfnisse ist, in Abhängigkeit von der Genauigkeit und Intensität, mit der sie durchgeführt wird, eine in der Regel sehr aufwändige und zeitintensive Tätigkeit. Dafür bildet sie eine gute Basis für die nachfolgende Konzeption einer passgenauen Anlagestrategie für den privaten Kapitalanleger.¹⁷⁴

2.2.3.2 Auswahl und Präsentation geeigneter Anlagelösungen

Der Anlageberater sollte bei der Entwicklung einer Anlagestrategie und der dazu ggf. benötigten Auswahl einzelner Anlageobjekte objektiv und rational vorgehen. Dazu kann er einen Selektionsprozess durchführen, mit dessen Hilfe diejenige Strategie ausgebildet werden sollte, die den Anlagewünschen und -zielen seines Kunden am genauesten entspricht. Daher ist eine präzise Ermittlung dieser Wünsche und Ziele im vorangegangenen Schritt der Analyse der Kundenbedürfnisse für die Auswahl geeigneter Anlagelösungen unabdingbar.¹⁷⁵

Um den Anlagewünschen des Kunden möglichst genau zu entsprechen, werden diese in verschiedenen Kriterien manifestiert. Die wichtigsten sind die angestrebte Rendite, das zu erwartende Risiko, die Liquidierbarkeit, laufende Zinszahlungen bzw. Rückflüsse und die Kosten der Kapitalanlage.¹⁷⁶ Diese Kriterien unterstützen den Anlageberater darin, eine geeignete Anlagestrategie zu entwickeln. Dabei geht es besonders darum, das für den Anleger

¹⁷⁴ Vgl. Konrad/ Brockes/ Köpf (1995), S. 84 ff.

¹⁷⁵ Vgl. Krauss (1968), S. 52 ff.

¹⁷⁶ In Anlehnung an Spremann (1999), S. 30. Häufig werden auch nur drei Kriterien unterschieden, die zusammen das sogenannte „Magische Dreieck“ bilden: Rendite, Risiko und Liquidität. Siehe dazu auch Friess/ Huber (2003), S.126 ff.; Konrad (2003), S. 147 und Schäfer (2005), S. 330.

richtige Verhältnis von Rendite- und Risikoerwartung zu treffen, was wegen der positiven Korrelation beider Zielgrößen eine anspruchsvolle Aufgabe darstellt.

Dieses Verhältnis von Rendite und Risiko einer Anlagestrategie wird nach herrschender Meinung ganz wesentlich durch die strategische Asset Allocation, also die langfristig ausgerichtete Kombination der verschiedenen Anlageklassen, bestimmt.¹⁷⁷ Kurzfristige Strategien sowie Marktzyklen spielen bei dieser Aufteilung eine eher untergeordnete Rolle und finden, wenn überhaupt, erst in der nächsten Prozessstufe, der taktischen Asset Allocation, Berücksichtigung.¹⁷⁸ Diese wird ggf. angewendet, um auch an kürzeren Entwicklungen innerhalb der Anlageklassen, beispielsweise in Form von Über- oder Untergewichtungen einzelner Märkte, Marktsegmente oder Branchen, teilhaben zu können.¹⁷⁹ In einem weiteren Schritt kommt es dann zur Auswahl konkreter einzelner Anlageobjekte.

In Abhängigkeit von der Individualität und Intensität der Anlageberatung wird der Asset Allocation-Prozess auf der Ebene des Anlageberaters tiefgreifender oder oberflächlicher in die Entwicklung einer passenden Anlagestrategie einbezogen. In Zusammenhang damit steht auch, dass eine breite Diversifikation der Anlageobjekte das Risiko der gesamten Vermögensanlage vermindern kann.¹⁸⁰ Zu diesem Zweck greifen Anlageberater im standardisierten Anlageberatungsgeschäft regelmäßig auf Finanzanlageprodukte, wie etwa Investmentfonds oder Strukturierte Anlageprodukte, zurück. Angesichts der immer größeren Anzahl und Komplexität solcher Produkte erscheint es hilfreich, wenn der Anlageberater auf ein breites Netzwerk von Spezialisten zurückgreifen und diese bei Bedarf auch begleitend bzw. unterstützend in den Beratungsprozess einbeziehen kann.¹⁸¹

Zu Beginn der Präsentation der Anlagelösung durch den Berater steht häufig eine Wiederholung der mit der Anlage verbundenen Wünsche und Ziele des privaten Kapitalanlegers.

¹⁷⁷ Für ausführliche Informationen zum Thema Strategische Asset Allocation siehe beispielsweise Dichtl/Kleeberg/Schlenger (2003), S. 3 ff.

¹⁷⁸ Vgl. Aigner/Vöcking (2002), S. 25 ff. und Böckhoff/Stracke (1999), S. 82.

¹⁷⁹ Da die taktische Asset Allocation typischerweise Anlageentscheidungen für einen Zeithorizont zwischen drei und zwölf Monaten abdeckt, wird diese aufgrund des damit verbundenen Aufwandes und der Kosten in der standardisierten Beratung von privaten Kapitalanlegern nur selten eingesetzt. Wenn bestimmte Anlageprodukte bzw. Anlageklassen beispielsweise jedoch durch aktiv gemanagte Investmentfonds abgedeckt werden, erfolgt die taktische Asset Allocation in der Regel bereits auf der Fondsebene durch das Management des Investmentfonds. Siehe dazu auch Claessen (2002), S. 9 ff. und Leoni (2008), S. 253 ff.

¹⁸⁰ Vgl. dazu begründend und weiterführend Markowitz (1952) und Markowitz (1991).

¹⁸¹ Vgl. Schäfer (2005), S. 331.

Der Anlageberater wird zudem regelmäßig einen Bezug zwischen den individuellen Bedürfnissen und Zielen seines Kunden und dem erarbeiteten und zur Empfehlung gebrachten Anlagevorschlag herstellen. Im gesamten Anlageberatungsprozess muss der Berater den privaten Kapitalinvestoren zudem umfassend, verständlich und zutreffend über die Anlagelösung sowie ggf. ihre einzelnen Bestandteile informieren. Darüber hinaus sollte er auch aktuelle Informationen über die Entwicklungen an den Kapitalmärkten im Allgemeinen liefern und in diesem Zusammenhang auf eventuell bestehende Abhängigkeiten zur vorgeschlagenen Anlagelösung hinweisen.¹⁸²

Neben dem Aufzeigen der Chancen des präsentierten Anlagekonzepts sollte der Berater ausführlich über sämtliche mit der Anlage in Verbindung zu bringende Risiken aufklären.¹⁸³ Der Einsatz von Grafiken, Informationsmaterial und Verkaufshilfen ist in dieser Phase des Beratungsgesprächs häufig hilfreich und erleichtert dem privaten Anleger die Aufnahme der für einen Finanzlaien teils sehr komplexen Informationen.¹⁸⁴ Weiterhin hat der Berater den Anleger dezidiert über alle mit der Kapitalanlage in Zusammenhang stehenden Kosten aufzuklären.¹⁸⁵ Unter Umständen zählen dazu auch Rückvergütungen aus dem Kunden bereits offen gelegten Produktkosten, welche der Vermittler vom Emittenten eines Anlageproduktes, ohne dass dies für den privaten Anleger erkennbar ist, erhält.¹⁸⁶

Wenn nicht bereits zuvor geschehen und falls überhaupt notwendig, sollten spätestens in dieser Phase weitere Fachberater des privaten Kapitalanlegers, wie beispielsweise Steuerberater, Rechtsanwälte oder Versicherungsmakler, in den Vermögensanlageprozess einbezogen werden.¹⁸⁷ Der Anleger soll durch die ausführliche Erläuterung und Diskussion des Anlagevorschlags in die Lage versetzt werden, diesen selbständig und eigenverantwortlich zu beurteilen und die mit der Anlage verbundenen Risiken richtig einzuschätzen, damit er darüber eigenständig entscheiden kann.¹⁸⁸

¹⁸² Vgl. Zuber (2005), S. 16.

¹⁸³ Vgl. § 31 Abs. 3 WpHG.

¹⁸⁴ Vgl. Herrling/ Mayländer (1991), S. 122 ff.

¹⁸⁵ Für ausführliche Informationen zu den verschiedenartigen Kosten im Zusammenhang mit Anlageberatung siehe u. a. Faßbender (2010); Klitzschmüller (2011) und Quanz (2011).

¹⁸⁶ Vgl. BGH, Urteil vom 27. Oktober 2009 - XI ZR 338/08 - ZIP 2009, Nr. 50, S. 2380 und ausführlich darüber hinaus Roth (2007), S. 61 ff.

¹⁸⁷ Vgl. Engels/ Meissner/ Schölzel (1999), S. 163.

¹⁸⁸ Vgl. Müller (2008), S.14.

Abschließend muss der Anlageberater, sofern die Anlagestrategie eine Investition in Wertpapiere vorsieht, über die Anlageberatung ein schriftliches Protokoll anfertigen, welches vom Anlageberater zu unterzeichnen und dem Kunden auszuhändigen ist. Dieses sogenannte Beratungsprotokoll muss vollständige Angaben über folgende Punkte enthalten:¹⁸⁹

- den Anlass der Anlageberatung,
- die Dauer des Beratungsgesprächs,
- die der Beratung zugrundeliegenden Informationen über die persönliche Situation des Kunden,
- Informationen über die Finanzinstrumente und Wertpapierdienstleistungen, die Gegenstand der Anlageberatung sind,
- die vom Kunden im Zusammenhang mit der Anlageberatung geäußerten wesentlichen Anliegen und deren Gewichtung,
- die im Verlauf des Beratungsgesprächs erteilten Empfehlungen und die für diese Empfehlungen genannten wesentlichen Gründe.

Das Protokoll soll dem Schutz des Anlegers sowie der Verbesserung der Beratungsqualität dienen und ist seit dem 01.01.2010 durch den Anlageberater verpflichtend zu erstellen.¹⁹⁰

2.2.3.3 Umsetzung der Anlagestrategie und After Sales-Beratung

Nach der abschließenden Entscheidung über die Anlagestrategie durch den Kapitalanleger folgt die korrekte und transparente Umsetzung der Anlagelösung. Dazu ist es wichtig, dass alle Aufträge im Interesse des Kunden, d. h. zu den bestmöglichen Bedingungen¹⁹¹ sowie seinen Weisungen entsprechend, abgewickelt werden. Dieser Prozess sollte durch den Anlageberater kontrolliert und überwacht werden. Wichtig ist in diesem Zusammenhang neben der fehlerfreien Ausführung der zugrundeliegenden Aufträge auch die Geschwindigkeit der Umsetzung sowie die Aktualität und Qualität der dem privaten Kapitalanleger weitergeleiteten Informationen.¹⁹²

¹⁸⁹ Vgl. § 14 Abs. 6 WpDVerOV.

¹⁹⁰ Vgl. § 34 Abs. 2a WpHG.

¹⁹¹ Siehe die sogenannten „Best Execution-Grundsätze“ der MiFID. Vgl. dazu § 33a WpHG sowie Brockmeier et al. (2007), S. 37 ff. und Moser (2008), S. 235 ff.

¹⁹² Vgl. Schäfer (2005), S. 331 f.

Nach der erfolgreichen Umsetzung einer Anlagestrategie sollte diese einer regelmäßigen Kontrolle unterzogen werden. In dieser sogenannten After Sales-Beratung ist zu überprüfen, ob beispielsweise einschneidende Veränderungen der rechtlichen, steuerlichen, wirtschaftlichen oder sonstigen Rahmenbedingungen dazu geführt haben, dass Anpassungen der gewählten Kapitalanlagestrategie notwendig werden. Entsprechende Veränderungen können dazu führen, dass selbst auf Basis konservativer Vorgaben erteilte Vorschläge aufgegriffen und ggf. angepasst bzw. verändert werden müssen.¹⁹³ Als Beispiel seien hier die Euro-Anleihen des Emittenten Griechenland oder der Investmentbank Lehman Brothers genannt, welche vor den jeweils zugrundeliegenden Krisen bzw. Ereignissen über gute Ratingbeurteilungen im Investmentgrade-Bereich verfügten.¹⁹⁴

Darüber hinaus können sich im Zeitablauf auch Veränderungen in den Anlagezielen des Anlegers ergeben, die z. B. mit Neuerungen seiner beruflichen, familiären oder persönlichen Situation einhergehen. Daher sollte der Anlageberater periodisch mit seinem Kunden überprüfen, ob sich dessen Risikobereitschaft und -fähigkeit derartig verändert haben, dass Anpassungen in der Anlagestrategie erforderlich sind.¹⁹⁵ Etwa alle zwölf Monate sollte eine derartige Überprüfung im Rahmen eines Folge-Strategiegespräches erfolgen, sofern nicht besondere Ereignisse eine frühere Kontrolle erforderlich machen.¹⁹⁶ Ungeachtet dessen sollte ein regelmäßiges schriftliches Reporting¹⁹⁷ erfolgen, das dem Kunden anschaulich und adressatengerecht Informationen über die getätigten Vermögensanlagen sowie deren Entwicklung liefert.¹⁹⁸

2.3 Segmentierung im Privatkundengeschäft

Der Kundenkreis im Geschäft mit privaten Kapitalanlegern ist vergleichsweise inhomogen. So findet sich im Kundenportfolio vieler Banken neben dem Arbeiter, der beispielsweise monatlich in einen Investmentsparplan 50 EUR für seine Altersvorsorge investiert, auch der gut verdienende Geschäftsführer eines mittelständischen Unternehmens, der im Laufe seines Arbeitslebens einen sieben- bis achtstelligen Betrag angespart hat. Es ist offensichtlich, dass

¹⁹³ Vgl. Engels/ Meissner/ Schölzel (1999), S. 164.

¹⁹⁴ Griechenland verfügte bis zum Jahr 2004 und Lehman Brothers bis ins Jahr 2008 über ein S&P-Rating von A+, welches mit folgender Umschreibung belegt ist: „Sichere Anlage, sofern keine unvorhergesehenen Ereignisse die Gesamtwirtschaft oder die Branche beeinträchtigen.“ Vgl. Scherbaum (2015), S. 42.

¹⁹⁵ Vgl. Schäfer (2005), S. 332.

¹⁹⁶ Vgl. Engels/ Meissner/ Schölzel (1999), S. 164 f. und Rupf (1995), S. 295 f.

¹⁹⁷ Teilweise auch synonym mit den Begriffen „Depotbewertung“ oder „Performancebericht“ bezeichnet.

¹⁹⁸ Vgl. Jobelius (1995), S. 337 ff.

aufgrund der Divergenz der Persönlichkeitsmerkmale privater Kapitalanleger auch deren Bedürfnisse und Präferenzen sowie deren Ansprüche an eine Anlageberatung selten identisch sind. Ebenso inhomogen ist auch die Datenbasis der nachfolgenden Untersuchung zusammengesetzt, weshalb in der späteren Analyse die Gesamtheit der privaten Kapitalanleger durch eine synthetische Kundensegmentierung in zwei Klassen unterteilt wird.¹⁹⁹

Um dem unterschiedlichen Nachfrageverhalten gerecht zu werden, nehmen Banken und Finanzdienstleister häufig eine Segmentierung ihrer privaten Kunden vor.²⁰⁰ Darunter versteht man die Aufteilung oder Zerlegung eines Marktes in verschiedene Teilmärkte bzw. Marktsegmente.²⁰¹ Deren Konsumenten sollten hinsichtlich ihres Kaufverhaltens möglichst gleiche oder sehr ähnliche Merkmale und Verhaltenseigenschaften aufweisen.²⁰² Das Privatkundengeschäft der Banken lässt sich auf diese Weise in verschiedene Kundensegmente gliedern, welche in sich möglichst homogen und nach außen eine klare Heterogenität aufweisen müssen.²⁰³

2.3.1 Ziele der und Anforderungen an die Segmentierung von Privatkunden

Das langfristige Ziel der Privatkundensegmentierung liegt in der Herstellung und in der dauerhaften Erhaltung stabiler Kundenbeziehungen.²⁰⁴ Mit der Segmentierung soll eine Basis geschaffen werden, um Dienstleistungen und deren Konditionierung segmentspezifisch entwickeln, anbieten und vermarkten zu können. Darüber hinaus besteht eine Vielzahl weiterer Ziele, die in der Literatur häufig in Form von Zielkatalogen aufgeführt wird.²⁰⁵ Insgesamt weisen diese Kataloge zumeist gleiche oder ähnliche Ziele auf, weshalb an dieser Stelle nur der relativ ausführliche Zielkatalog von KLEINER in Abbildung 5 beispielhaft dargestellt wird.

KLEINER unterteilt den Prozess der Kundensegmentierung in drei verschiedene Phasen und definiert für die jeweiligen Phasen entsprechende Ziele. Darüber hinaus stellt er mit der zu gewährleistenden Umsetzbarkeit und Wirtschaftlichkeit des Segmentierungsansatzes zwei

¹⁹⁹ Siehe dazu auch die Unterabschnitte 4.2.1.6 und 4.2.1.7.

²⁰⁰ Vgl. Kaiser (2006), S. 20.

²⁰¹ Vgl. Kaiser (1978), S. 11 und Meffert/ Burmann/ Kirchgeorg (2008), S. 182.

²⁰² Vgl. Winkelmann (2010), S. 19.

²⁰³ Vgl. Meffert/ Burmann/ Kirchgeorg (2008), S. 189 ff. und Swoboda (2004), S. 134.

²⁰⁴ Vgl. Knauber/ Kuloglu/ Podrazil (1997), S. 301.

²⁰⁵ Vgl. dazu u. a. Freter (2008), S. 32 f.; Kleiner (2009), S. 81 und Swoboda (2004), S. 134.

übergreifende Ziele der Kundensegmentierung heraus. Für die einzelnen Phasen des Kundensegmentierungsprozesses entwickelt er insgesamt 12 Ziele. Die Ziele reichen von der Identifikation von Nachfragerbedürfnissen und Produktpräferenzen bis hin zur Ermöglichung der Prognose der Marktentwicklung für die einzelnen Kundensegmente.

Übergreifende Ziele der Kundensegmentierung		
<ul style="list-style-type: none"> • Gewährleistung der Wirtschaftlichkeit des Segmentierungsansatzes • Gewährleistung der Umsetzbarkeit des Segmentierungsansatzes 		
Ziele in den einzelnen Phasen des Prozesses der Kundensegmentierung		
Konzeptions-/ Planungsphase	Implementierungsphase	Steuerungs-/ Kontrollphase
<ul style="list-style-type: none"> • Identifikation von Nachfragerbedürfnissen bzw. Produktpräferenzen • Erkennen von Marktnischen • Bestimmung von Kundenpotenzialen in den einzelnen Segmenten • Unterstützung bei der Festlegung quantitativer und qualitativer Marketingziele • Unterstützung bei der Allokation des Marketingbudgets auf die einzelnen Segmente 	<ul style="list-style-type: none"> • Ermöglichung eines segment-spezifischen Einsatzes der Marketinginstrumente • Erzielung von Wettbewerbsvorteilen durch maßgeschneiderte Problemlösungen für ausgewählte Segmente • Richtige Positionierung von Neuprodukten • Optimale Betreuung der Kunden in den einzelnen Segmenten 	<ul style="list-style-type: none"> • Steuerung/ Kontrolle der Zielerreichung der quantitativen und qualitativen Marketingziele im Rahmen der Segmentierung • Steuerung/ Kontrolle des Marketingbudgets für die einzelnen Segmente im Rahmen der Segmentierung • Ermöglichung der Prognose der Marktentwicklung für die einzelnen Segmente

Abb. 5: Zielkatalog der Kundensegmentierung nach KLEINER²⁰⁶

Aus den Zielen der Segmentierung von privaten Kunden können eine Reihe von Anforderungen an ebensolche abgeleitet werden, die dazu dienen, eine erfolgreiche Konzeption, Implementierung und Steuerung des Kundensegmentierungsprozesses zu gewährleisten. Auch hierzu findet sich in der wissenschaftlichen Literatur eine Reihe von Anforderungskatalogen, welche inhaltlich vergleichsweise ähnlich erscheinen und daher nachfolgend zusammenfassend dargestellt werden:²⁰⁷

²⁰⁶ In Anlehnung an Kleiner (2009), S. 81.

²⁰⁷ Die Darstellung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit, sondern soll vielmehr einen Überblick über die in der Literatur identifizierten Anforderungen an bzw. Beurteilungskriterien für die Segmentierung von Privatkunden liefern. Vgl. dazu beispielsweise Becker (2009), S. 248 f.; Bernet (1996), S. 202 ff.; Freter (2008), S. 90 ff.; Kleiner (2009), S. 84; Meffert/ Burmann/ Kirchgeorg (2008), S. 190 f.; Swoboda (2004), S. 135 f. und Vossebein (2000), S. 41.

- **Aussagefähigkeit**
Damit eine gezielte Marktbearbeitung möglich ist, sollten die gewählten Segmentierungskriterien eindeutige Ansätze für den segmentspezifischen Einsatz der Marketinginstrumente bieten. Zudem sollten die Kundengruppen jeweils über unterschiedliche Kommunikations- und Distributionswege erreichbar sein.
- **Kaufverhaltensrelevanz**
Die Segmentierungskriterien müssen das Kaufverhalten der Privatkunden erklären können. Dabei ist wichtig, dass das Kaufverhalten innerhalb des Kundensegments möglichst homogen ist und zwischen den Segmenten möglichst einen hohen Grad an Heterogenität aufweist.
- **Operationalisierbarkeit**
Die Segmentierungskriterien sollten messbar sein und eine eindeutige Zuordnung zu den Segmenten ermöglichen.
- **Wirtschaftlichkeit**
Die im Rahmen der Kundensegmentierung anfallenden Kosten, wie beispielsweise Kosten der Informationsgewinnung und -verwaltung, müssen niedriger sein als der durch die Segmentierung entstehende Nutzen. Dieser sollte vor allem in höheren Erlösen bzw. einer allgemein besseren Marktposition Ausdruck finden.
- **Zeitliche Stabilität**
Die Aussagefähigkeit der Marktsegmentierung sollte über einen längeren Zeitraum Bestand haben, damit die Planung und Durchführung von Marketingstrategien dadurch nicht negativ beeinträchtigt werden.

2.3.2 Kriterien zur Abgrenzung von Marktsegmenten

Weil jedes Kreditinstitut die Kriterien zur Abgrenzung verschiedener Marktsegmente individuell festlegt, finden sich in der Praxis zahlreiche Ansätze zur Kundensegmentierung.²⁰⁸

²⁰⁸ Einen ausführlichen Überblick über in der Literatur identifizierte Segmentierungsansätze im Finanzdienstleistungssektor liefert beispielsweise Kleiner (2009), S. 67 ff.

Die Kriterien werden in Abhängigkeit vom sich verändernden Kauf- und Nachfrageverhalten privater Kunden im Zeitablauf zudem häufig modifiziert. Darüber hinaus können individuelle Veränderungen beim Kunden, wie beispielsweise wachsende Anlagevolumina, dazu führen, dass dieser einem anderen Segment zugeordnet wird.²⁰⁹ Die der Abgrenzung von Marktsegmenten zugrundeliegenden Merkmale bei Privatkunden sind in der einschlägigen Literatur dagegen sehr ähnlich dargestellt.²¹⁰ Sie werden zur möglichst trennscharfen Umgrenzung von Marktsegmenten häufig miteinander kombiniert und können den folgenden vier verschiedenen Gruppen zugeteilt werden:²¹¹

- Demographische und sozioökonomische Merkmale
- Geographische bzw. mikrogeographische Merkmale
- Psychographische Merkmale
- Merkmale des beobachtbaren Verhaltens

Nachfolgend werden diese vier Gruppen, beginnend mit den demographischen und sozioökonomischen Merkmalen, ausführlich dargestellt.

2.3.2.1 Demographische und sozioökonomische Merkmale

Die verschiedenen Kundengruppen können nach demographischen Merkmalen, wie beispielsweise dem Alter, dem Familienstand oder dem Geschlecht sowie nach sozioökonomischen Merkmalen, wie etwa dem Beruf, dem Einkommen, dem Vermögen oder der Schul- und Berufsausbildung, unterteilt werden. Der wesentliche Vorteil einer auf demographischen oder sozioökonomischen Kriterien basierenden Kundensegmentierung liegt in der vergleichsweise leichten und kostengünstigen Erfassung dieser Merkmale, da die meisten der Daten den Kreditinstituten ohnehin bereits vorliegen.²¹² Die Merkmale können besonders für

²⁰⁹ Vgl. Benölken/ Hertenstein (2002), S. 539.

²¹⁰ In einer Vorstufe der Kundensegmentierung werden traditionell die Kundengruppen Privat-, Firmen- und Institutionelle Kunden unterschieden. Vgl. Pechlaner (1993), S. 43.

²¹¹ Teilweise werden in der Literatur neben vier auch drei oder fünf verschiedene Gruppen gebildet. Vgl. hierzu u. a. Berekoven/ Eckert/ Ellenrieder (2009), S. 233 ff.; Kaiser (2006), S. 19 ff.; Kleiner (2009), S. 85 ff.; Kohlert (2009), S. 62 ff.; Meffert/ Burmann/ Kirchgeorg (2008), S. 191; Scheer (1989), S. 61; Stegmüller (1995), S. 143 ff.; Steinig (1998), S. 293 ff.; Swoboda (1997), S. 113 ff. und Tynan/ Drayton (1987), S. 306 ff.

²¹² Vgl. Swoboda (2004), S. 144.

eine erste Grobeinteilung des Marktes verwendet werden oder wenn sie in erkennbarem Zusammenhang mit den Nachfragegewohnheiten bestimmter Kundengruppen stehen.²¹³

Bei Banken gehört die Gruppenbildung nach quantitativ-ökonomischen Kriterien, insbesondere nach dem Einkommen, dem Vermögen und der Verschuldung, zu den am meisten verwendeten Verfahren der Kundensegmentierung. Es wird davon ausgegangen, dass Privatkunden mit ähnlicher finanzieller Ausstattung, bzw. vergleichbarem monetärem Hintergrund, auch gleichartige Bedürfnisse in Finanzangelegenheiten aufweisen.²¹⁴ In der Literatur werden demographische und soziökonomische Merkmale daher auch teilweise als „klassische“ Kriterien der Kundensegmentierung bezeichnet.²¹⁵ Nachfolgend ist in Tabelle 3 eine exemplarische Segmentierung des Privatkundenmarktes in Anlehnung an SWOBODA dargestellt. Die finanziellen Grenzwerte, auf Basis derer die Einteilung in Kundenklassen erfolgt, variieren sowohl in der Literatur als auch in der Praxis und sind daher nicht als trennscharf zu verstehen.²¹⁶

Standardkunden	Individualkunden	Vermögende Privatkunden	High net worth individuals	Ultra-high net worth individuals
Jahreseinkommen bis 50.000 EUR	Jahreseinkommen über 50.000 EUR	Jahreseinkommen über 100.000 EUR	Jahreseinkommen über 500.000 EUR	Vermögen ab ca. 30 Mio. EUR
			Private Banking im engeren Sinne	Private Wealth Management
Retail-Banking-Kunden		Private Banking-Kunden²¹⁷		

Tab. 3: Segmentierung von privaten Bankkunden in Deutschland²¹⁸

Die Kundengruppenbildung anhand von einzelnen demographischen Merkmalen, wie dem Alter oder dem Geschlecht, ermöglicht zwar die Konzeption von Produkten speziell für

²¹³ Vgl. Steinig (1998), S. 293 f.

²¹⁴ Vgl. Buess (2005), S. 72.

²¹⁵ Vgl. Freter (2008), S. 97 und S. 114 sowie Tynan/ Drayton (1987), S. 308.

²¹⁶ Vgl. Stapfer (2005), S. 5 f. oder für alternative Einteilungsansätze zur Kundenklassenbildung nach quantitativ-ökonomischen Kriterien auch Büschgen/ Büschgen (2002), S. 78 f.; Buess (2005), S. 73; Fischer (2007), S. 16 ff.; Hille (2008), S. 47 und Weatherill et al. (2005), S. 4. Neben den Schwellenwerten variieren auch die Bezeichnungen der jeweiligen Kundenklassen. Wie unterschiedlich die betraglichen Grenzen zur Kundenzuordnung sein können, zeigt beispielsweise POLAN. Er findet bei zehn Kreditinstituten ebenso zehn verschiedene Zuordnungen von Kunden zur vermögenden Privatkundschaft. Vgl. Polan (1995), S.45.

²¹⁷ Für den Begriff „Private Banking“ gibt es eine Vielzahl an Definitionen. KOYE liefert hierzu einen Überblick. Vgl. Koye (2005), S. 49 ff.

²¹⁸ In Anlehnung an Swoboda (2004), S. 140.

junge oder alte Menschen bzw. für Frauen oder Männer, aber sie garantiert nicht, dass diese Gruppen auch ein homogenes Nachfrageverhalten mit gemeinsamen Bedürfnissen und Einstellungen aufweisen. So zeigt sich beispielsweise für den Markt mit Finanzdienstleistungen, dass im Seniorenmarkt eine reine Betrachtung des Merkmals „Alter“, aufgrund unterschiedlicher Lebenserfahrungen und Sozialisation der Menschen, kaum Hilfestellungen für ein adressatengerechtes Marketing bildet.²¹⁹

Vielmehr ist es häufig die Kombination mehrerer demographischer und sozioökonomischer Merkmale, die zur Bildung homogener Kundensegmente nötig sind.²²⁰ In diesem Zusammenhang seien beispielhaft die „Alter+Einkommen-Typologie“ des DEUTSCHEN SPARKASSEN- UND GIROVERBANDES²²¹ sowie die sogenannten „Lebensphasenkonzepte“²²², z. B. nach MÜLLER-HAGEDORN²²³, genannt. Während die „Alter+Einkommen-Typologie“ den Privatkundenmarkt nach den Kriterien Alter und Einkommen in zehn Gruppen²²⁴ unterteilt, wird zur Definition der einzelnen Phasen bei Lebensphasenkonzepten eine Vielzahl von demographischen und sozioökonomischen Merkmalen genutzt. Dem Konzept liegt die Annahme zugrunde, dass der Mensch im Laufe seines Lebens verschiedene Phasen durchläuft, die ihrerseits durch unterschiedliche Merkmale charakterisiert werden können und mit denen der Bedarf an verschiedenartigen Finanzdienstleistungen einhergeht.²²⁵

2.3.2.2 Geographische bzw. mikrogeographische Merkmale

Die Segmentierung nach geographischen Merkmalen gilt als die älteste Form der Marktsegmentierung.²²⁶ Bis heute scheint sie aber in der Praxis der Banken einen hohen Stellenwert zu genießen. So haben etwa HAMMER, HOSIG, HERZOG & ASSOCIATES herausgefunden, dass im deutschsprachigen europäischen Raum die Mehrheit aller von ihnen untersuchten Banken mit Private Banking-Aktivitäten ihre Kunden primär nach geographischen Kriterien segmentieren.²²⁷

²¹⁹ Vgl. Jasny (1997), S. 196 ff.

²²⁰ Vgl. Müller-Hagedorn (2001), S. 466 und Steinig (1998), S. 294.

²²¹ Vgl. Schumeckers (1980), S. 56.

²²² In der Literatur synonym auch teilweise als Lebenszyklusmodelle bezeichnet. Vgl. Kreileder (1997), S. 30.

²²³ Vgl. Müller-Hagedorn (1984), S. 561 ff.

²²⁴ Die Anzahl der Kundengruppen und deren betragsmäßige Abgrenzung wurden in der Vergangenheit mehrfach angepasst. Vgl. Köhler (1993), S. 61 und Schumeckers (1983), S. 95 ff.

²²⁵ Vgl. Knauber/ Kuloglu/ Podrazil (1997), S. 301 ff. und Severidt (1997), S. 24.

²²⁶ Vgl. beispielsweise Bagozzi et al. (2000), S. 304, Haley (1968), S. 30 und Lunn (1978), S. 348.

²²⁷ Vgl. Hammer, Hosig, Herzog & Associates (2010), S. 32 ff.

Typischerweise wird zwischen makrogeographischen und mikrogeographischen Merkmalen zur Marktsegmentierung unterschieden.²²⁸ So wird im Rahmen der Kundengruppenbildung nach makrogeographischen Merkmalen, beispielsweise anhand von Ländern, Städten und Gemeinden, abgegrenzt, um erste Anhaltspunkte über Unterschiede im Verhalten der Kunden zu erhalten. Diesem Vorgehen liegt die Annahme zugrunde, dass sich hinter den genannten Kriterien weitere Gemeinsamkeiten, wie etwa die gleiche Kultur, Religion oder Sprache, eröffnen.²²⁹

Makrogeographische Kriterien werden häufig bei multinational tätigen Unternehmen herangezogen, wenn sich beispielsweise die Frage stellt, auf welchen Märkten das Unternehmen seine Dienstleistungen oder Güter anbieten möchte. Eine international tätige Bank könnte beispielsweise anhand der Daten zum Bruttoinlandsprodukt unterschiedlicher Länder entscheiden, in welchen Regionen der Vertrieb der eigenen Dienstleistungen und Produkte aussichtsreich erscheint.²³⁰ Ebenso werden durch makrogeographische Kriterien auch Bereiche begrenzt, in denen Unternehmen ihre Leistungen anbieten. Es ist offensichtlich, dass die meisten Unternehmen ihre Leistungen nicht weltweit, sondern häufig nur in bestimmten Ländern, Regionen oder Städten anbieten können oder wollen.²³¹

Eine regionale Abgrenzung der Kundengruppen hat zudem den positiven Effekt, dass sich beispielsweise die Kundenberater einer Bank auf die regionalen Besonderheiten eines Teilmarktes einstellen können. Dazu können sie sich über kulturelles, sportliches und soziales Engagement, wie beispielsweise den Mitgliedschaften in lokalen Golfclubs oder Service-Clubs²³², ein Netzwerk aufbauen. Ein weiterer Vorteil sind kurze Anreisewege für Berater und Kunden.²³³ Ein Beispiel für die regionale Aufteilung eines Marktgebiets liefert die Deutsche Bank mit ihrem Bereich Private Wealth Management. In diesem Bereich teilt die Bank

²²⁸ Teilweise werden die geographischen Merkmale in der Literatur nicht gesondert, sondern ebenfalls innerhalb der Gruppe der demographischen und sozioökonomischen Merkmale aufgeführt. Vgl. dazu beispielsweise Balderjahn/ Scholderer (2007), S. 276 und Berekoven/ Eckert/ Ellenrieder (2009), S. 234.

²²⁹ Vgl. Buess (2005), S. 73. BAGOZZI ET AL. nennen auch ähnliche klimatische Bedingungen als Gemeinsamkeit bei der Marktsegmentierung nach makrogeographischen Merkmalen. Vgl. Bagozzi et al. (2000), S. 304.

²³⁰ Vgl. Tynan/ Drayton (1987), S. 307.

²³¹ Vgl. Haley (1968), S. 30.

²³² Dazu zählen beispielsweise Rotary International, Kiwanis International oder der Lions-Club.

²³³ Vgl. Kaiser (2006), S.27.

den gesamten deutschen Markt besonders vermögender Privatkunden in 36 Regionen auf, die aus ebenso vielen Standorten der Bank heraus betreut werden.²³⁴

Mikrogeographische Merkmale dienen der noch differenzierteren räumlichen Segmentierung in einzelne Wohngebiete. Die Segmentierung fußt auf der sogenannten Nachbarschafts-Affinität, wonach sich Menschen mit ähnlichem Kaufverhalten, Lebensstil und sozialem Status häufig in bestimmten Ortsteilen, Stadtgebieten oder Straßenzügen konzentrieren.²³⁵ Beispielhaft können hierzu Arbeiter-, Studenten- oder Villenviertel genannt werden, welche z. B. in Form von Postleitzahlenbereichen oder Wahlbezirken aggregiert werden können.²³⁶

RIEDL hat speziell für Bankleistungen herausgefunden, dass die Einwohner unterschiedlicher Wohnorte signifikante Unterschiede im Nachfrageverhalten aufweisen.²³⁷ Mit Hilfe entsprechender Kenntnisse können auch Banken sowohl den Standort als auch die Ausstattung ihrer Filialen auf Basis mikrogeographischer Erkenntnisse festlegen.²³⁸ Von Vorteil sind bei den mikrogeographischen Kriterien zudem insbesondere die zeitliche Stabilität und die vergleichsweise hohe Relevanz in Bezug auf das Kaufverhalten der Menschen.²³⁹

Der wesentliche Nutzen beider geographischer Segmentierungsansätze liegt in der vergleichsweise kostengünstigen und leichten Verfügbarkeit der benötigten Daten. Daher erscheint die Segmentierung nach geographischen Merkmalen besonders bei Dienstleistungen und Produkten vorteilhaft, bei denen spezifische örtliche oder regionale Präferenzen im Nachfrageverhalten der Käufer vorhanden sind. Da sich die Kaufverhaltensmuster für Finanzprodukte überregional auf einem Markt häufig sehr ähnlich sind, sollten gerade bei der

²³⁴ Die Anzahl der Standorte ist dem Internetauftritt der Deutschen Bank unter der Adresse <https://www.deutsche-bank.de/vk/de/unsere-philosophie.htm> am 15.12.2016 entnommen worden. Häufig sind bei einer solchen regionalen Aufteilung nur selten in Anspruch genommene Dienstleistungsangebote, wie beispielsweise eine Kunstberatung, nicht an jedem Standort personell lokalisiert, sondern werden von zentraler Stelle abgedeckt. Vgl. auch Historische Gesellschaft der Deutschen Bank e. V. (2009), S. 120 ff. und Kaiser (2006), S.28.

²³⁵ Vgl. Buess (2005), S. 73; Martin (1992), S. 14 ff., Meyer (1989), S. 348 und Mietzner (2003), S. 22.

²³⁶ Die Bundesrepublik Deutschland ist in ca. 80.000 Wahlbezirke für die Bundestagswahl unterteilt. Jeder Wahlbezirk umfasst etwa 450 Haushalte, was wiederum eine Anzahl von rund 1.000 Personen bedeutet. Allerdings sind die Wahlbezirke im Inneren teilweise zu heterogen, weshalb diese weiter untergliedert werden müssen. Die daraus resultierenden noch kleineren Zellen können im Anschluss wieder zu größeren, homogenen Einheiten aggregiert werden. Siehe dazu ausführlich Breitschuh (1999), S. 58 ff.

²³⁷ Vgl. Riedl (1987), S. 119 ff.

²³⁸ Vgl. Martin (1992), S. 357.

²³⁹ BOECKER kritisiert diese zumeist in der Literatur aufzufindenden Positionen und widerlegt diese bzw. bezeichnet sie als nicht allgemeingültig. Siehe dazu Boecker (2010), S. 139 ff. und S. 252 ff.

Segmentierung auf Basis makrogeographischer Merkmale weitere Kriterien, z. B. aus dem demographischen oder sozioökonomischen Sektor, hinzugezogen werden.²⁴⁰

2.3.2.3 Psychographische Merkmale

In der Literatur existieren diverse Ansätze zur Definition psychographischer Merkmale im Rahmen der Kundensegmentierung. So findet etwa WELLS bereits 1975 insgesamt 32 unterschiedliche Definitionen in 24 Veröffentlichungen.²⁴¹ In Anlehnung an FRETER und MEFFERT werden im Folgenden psychographische Merkmale in die beiden Kategorien „Persönlichkeitsmerkmale“ und „Produktspezifische Merkmale“ gegliedert.²⁴²

Die Persönlichkeitsmerkmale werden im Wesentlichen durch sogenannte Lebensstilkonzepte erklärt.²⁴³ Es wird davon ausgegangen, dass der Lebensstil, als Kombination typischer Verhaltensmuster von Menschen, eine Schlüsselgröße im Zusammenhang mit der Erklärung des Konsumentenverhaltens darstellt.²⁴⁴ Auch hier gibt es in der Forschung bis dato keine inhaltlich übereinstimmende Definition, jedoch spielen in den Ansätzen häufig Einstellungen, Lebensweisen sowie das Wahrnehmungsverhalten von Menschen eine wichtige Rolle.²⁴⁵ Nach WIND/ GREEN kann der Lebensstil eines Menschen auf Basis von fünf verschiedenen Aspekten beschrieben werden:²⁴⁶

- Dienstleistungen und Produkte, die der Mensch konsumiert, sowie die Art und Weise, wie er Produkte gebraucht bzw. Dienstleistungen in Anspruch nimmt,
- Aktivitäten, Einstellungen und Interessen eines Menschen,
- das Wertesystem eines Menschen,
- die Eigenschaften und Wesenszüge eines Menschen,
- die Einstellung zu bzw. das Verhalten gegenüber verschiedenen Produkten und Produktklassen.

²⁴⁰ Vgl. Minhas/ Jacobs (1996), S. 4 f. sowie die dort zitierte Literatur.

²⁴¹ Vgl. Wells (1975), S. 196.

²⁴² Vgl. Freter (1983), S. 58 ff. und Meffert/ Burmann/ Kirchgeorg (2008), S. 197 ff.

²⁴³ Auch Lebensweltorientierte oder Lifestyle-Konzepte genannt. Vgl. beispielsweise Balderjahn/ Scholdecker (2007), S. 278 ff. und Steinig (1998), S. 296 ff.

²⁴⁴ Vgl. Wind/ Green (1974), S. 101.

²⁴⁵ Vgl. Grunert/ Brunso/ Bisp (1997), S. 337 ff und Wind/ Green (1974), S. 105.

²⁴⁶ Vgl. Wind/ Green (1974), S. 106.

Damit kommen die Lebensstilkonzepte dem Gedanken des Einzelkundenmanagements recht nahe. So sollte der Kundenberater einer Bank seinen Kunden dessen Bedarf entsprechend beraten, weshalb er sich zunächst mit der Lebenswelt seines Kunden, also dessen individuellen Bedürfnissen, Wünschen und Zielen, intensiv auseinandersetzen muss. Nur so ist der Berater in der Lage, bedarfsgerecht zu beraten und seinen Kunden individuell passgenaue Anlagelösungen anbieten zu können.²⁴⁷

Häufig werden bei Lebensstilkonzepten psychographische Merkmale mit demographischen und sozioökonomischen Merkmalen kombiniert.²⁴⁸ Ein typischer und viel beachteter Lebensstil-Ansatz für den deutschen Markt sind die in Abbildung 6 dargestellten Sinus-Milieus des gleichnamigen Sinus-Instituts.

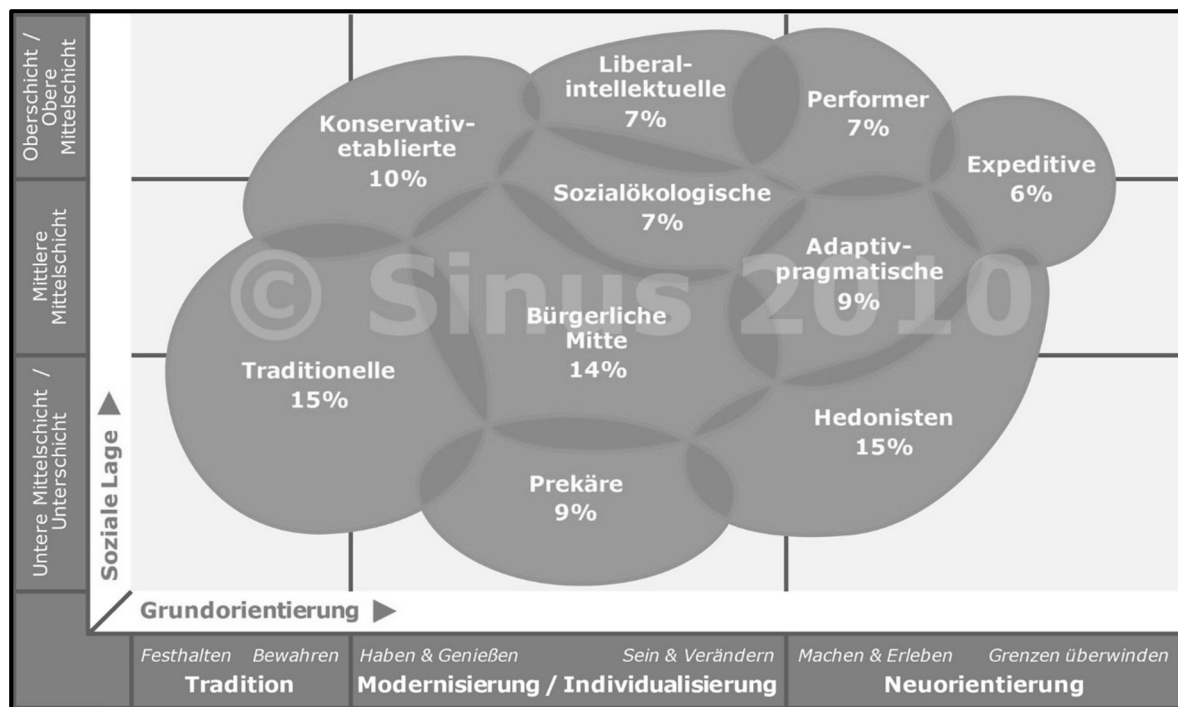


Abb. 6: Die Sinus-Milieus in Deutschland 2010 (Quelle: Sinus-Institut Heidelberg)²⁴⁹

Das Konzept wird bereits seit 1979 angeboten und regelmäßig durch den Anbieter entsprechend den gesellschaftlichen Entwicklungen und den veränderten Lebenswelten angepasst.

²⁴⁷ Vgl. Steinig (1998), S. 296.

²⁴⁸ Vgl. Brasch/ Köder/ Rapp (2007), S. 68 und Nowak/ Plöger (1997), S. 34.

²⁴⁹ Basis der Sinus-Milieus sind die soziokulturelle Trendforschung des Sinus-Instituts, Studien zu Lebenswelten der Menschen sowie Studien zu alltagsrelevanten Themen wie beispielsweise Umwelt, Familie, Medien oder Konsum. Datengrundlage sind 3.000 qualitative und über 300.000 quantitative Interviews seit dem Jahr 2008.

Das Institut unterscheidet die einzelnen Milieus bzw. Segmente nach sozialer Lage und Grundorientierung und definiert im Ergebnis aktuell zehn verschiedene Milieus, mit jeweils unterschiedlichen Gewichtungen in Bezug auf die Grundgesamtheit.²⁵⁰

Lebensstilkonzepte haben den Vorteil, ein differenziertes Abbild der Realität zu liefern und wesentliche Verhaltensunterschiede von Menschen zu erklären, womit sie dem Grundgedanken des Einzelkundenmanagements sehr nahe kommen. Mit ihrer Hilfe lassen sich zielgruppenspezifische Segmentierungskonzepte entwickeln, welche beispielsweise auch dazu genutzt werden können, die Anforderungen und Wünsche von Kunden einer Bank in homogene Gruppen zusammenzufassen.²⁵¹ Darüber hinaus können valide Prognosen über das zukünftige Kaufverhalten privater Anleger abgegeben werden.²⁵²

SWOBODA weist allerdings kritisch auf die häufig ungenügende Trennschärfe der ermittelten Segmente bei Lebenszyklus-Typologien hin. Darüber hinaus verhindern die vergleichsweise hohen Kosten für entsprechende Segmentierungen deren Einsatz vielfach aufgrund von Wirtschaftlichkeitsaspekten.²⁵³

Zu den produktspezifischen psychographischen Merkmalen zählen im Wesentlichen Einstellungen, Motive und Nutzenerwartungen von Menschen.²⁵⁴ Einstellungen sind innere Bereitschaften eines Menschen, schematisch auf ihm entgegengebrachte Reize zu reagieren. Sie lassen sich im Zusammenhang mit dem Kaufverhalten in eine gefühlsmäßige (affektive), eine das Denken betreffende (kognitive) und eine die eigenen intendierten Handlungen betreffende (konative) Komponente gliedern.²⁵⁵ Darüber hinaus können Einstellungen allgemein und produktunabhängig oder produktabhängig sein.²⁵⁶ Hinsichtlich ihrer Relevanz zur Erklärung des Käuferverhaltens und zur Marktsegmentierung existiert in der Literatur keine einheitliche Meinung. Einerseits wird den Einstellungen als psychographisches Merkmal

²⁵⁰ Vgl. Berekoven/ Eckert/ Ellenrieder (2009), S. 236 und Jasny (2002), S. 50 ff.

²⁵¹ Vgl. Steinig (1998), S. 298.

²⁵² Vgl. Jasny (2002), S. 56.

²⁵³ Vgl. Swoboda (2004), S. 153.

²⁵⁴ Vgl. Keller (2006), S. 22 sowie die dort zitierte Literatur. KELLER stellt zudem fest, dass die Nutzenerwartungen von Menschen in der Literatur unterschiedlich definiert werden. Teilweise werden sie nicht eigenständig aufgeführt, sondern dem Ansatz der Einstellungen zugeordnet. Siehe hierzu Keller (2006), S. 25.

²⁵⁵ Vgl. Meffert/ Burmann/ Kirchgeorg (2008), S. 122.

²⁵⁶ Vgl. Wells (1975), S. 197 ff.

eine hohe Bedeutung zur Erklärung des Käuferverhaltens zugeschrieben²⁵⁷, während andererseits der Ansatz, aufgrund von in der Praxis festgestellten Unterschieden zwischen den Einstellungen und dem tatsächlichen Verhalten von Menschen, kritisiert wird.²⁵⁸ Möglicherweise deshalb werden neben den Einstellungen immer häufiger auch motivationale Aspekte berücksichtigt, zumal die Übergänge zwischen Einstellungen und Motiven als psychographische Merkmale ohnehin vergleichsweise fließend verlaufen.²⁵⁹

Bei einem Motiv handelt es sich um das menschliche Bedürfnis, ein bestimmtes Ziel unter Einsatz eines dazu geeigneten Verhaltens zu erreichen.²⁶⁰ Motive dienen in der Regel der Aufrechterhaltung eines bestimmten Zustandes bzw. der Beseitigung eines empfundenen Mangels. Sie wirken als psychologische Kräfte und können das menschliche Verhalten sowohl aktivieren als auch es in eine ganz bestimmte Richtung lenken.²⁶¹ Typischerweise werden Motive in primäre, d. h. ungelernte, und in sekundäre, also angelernte, Motive unterschieden.²⁶² Das menschliche Kaufverhalten wird häufig durch die sogenannten Motivbündel, eine Kombination von primären und sekundären Motiven, geleitet. In der Regel reichen diese Motivbündel jedoch im Umkehrschluss nicht aus, um daraus auf konkretes Kaufverhalten von Menschen zu schließen, bzw. auf deren Basis eine Kundensegmentierung vorzunehmen.²⁶³

²⁵⁷ Vgl. beispielsweise Kleiner (2009), S. 91 und Winkelmann (2010), S. 17 f.

²⁵⁸ Vgl. Keller (2006), S. 25 sowie die dort zitierte Literatur.

²⁵⁹ Vgl. Kleiner (2009), S. 91. KLEINER nennt an gleicher Stelle als Beispiele für die Nutzung in der Praxis die Kundentypologisierung der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) sowie Verlagstypologien, wie etwa die Brigitte-Frauentypologie.

²⁶⁰ Vgl. Kroeber-Riel/ Weinberg/ Gröppel-Klein (2009), S. 169 f.

²⁶¹ Vgl. Kaiser (1978), S. 77.

²⁶² Primäre Motive werden auch als „biogene“, „generelle“ oder „persönlichkeitsunabhängige“ Motive bezeichnet und umfassen angeborene Instinkte wie Hunger, Durst und die Vermeidung von Schmerz. Sekundäre Motive werden dem gegenüber auch „soziogene“, „spezielle“ oder „persönlichkeitsabhängige“ Motive genannt, wozu derivative Eigenschaften, wie etwa der Machttrieb, zählen. Darüber hinaus finden sich in der Literatur auch Differenzierungen nach intrinsischen und extrinsischen sowie unbewussten und bewussten Motiven. Vgl. beispielsweise Freter (2008), S. 71, Kaiser (1978), S. 79 ff.; Keller (2006), S. 22 und Winkelmann (2010), S. 17. FRETER differenziert darüber hinaus zwischen stillbaren und unstillbaren Motiven. Während die stillbaren Motive den zuvor beschriebenen entsprechen, nennt er als Beispiele für unstillbare Motive Selbstverwirklichung und Selbstdarstellung. Siehe dazu: Freter (2008), S. 141 f.

²⁶³ Vgl. Beemelmann (2005), S. 41 und Freter (2008), S. 144. FRETER zeigt zudem anhand des Motivs „Durst“, dass aufgrund des alleinigen Vorhandenseins des Motivs nur oberflächlich auf das Kaufverhalten der Konsumenten geschlossen werden kann. Es ist offensichtlich, dass die Produktgruppe „Getränke“ nachgefragt wird, aber welche dazu gehörigen Produkte bzw. Produktarten das konkret sind, kann auf dieser Ebene nicht beantwortet werden. Siehe dazu Freter (2008), S. 144.

Unter der Segmentierung anhand von Nutzenerwartungen versteht man einen Ansatz, bei dem der vom Nachfrager empfundene Nutzen als primäres Segmentierungskriterium herangezogen wird.²⁶⁴ Der Nutzen kann dabei entweder kompositionell, also anhand der merkmalspezifischen Einzelurteile, oder dekompositionell, folglich anhand der Gesamtnutzenbetrachtung, gemessen werden.²⁶⁵ Insgesamt ist die Messbarkeit der Präferenzstrukturen jedoch schwierig²⁶⁶, was möglicherweise dazu führt, dass Segmentierungsstrategien auf Basis der Nutzenerwartungen nur eine geringe Relevanz bei der Implementierung von Segmentierungskonzepten gefunden haben.²⁶⁷

2.3.2.4 Merkmale des beobachtbaren Verhaltens

Anders als bei den bereits vorgestellten Merkmalen handelt es sich bei den Kriterien des beobachtbaren Verhaltens nicht um Bestimmungsfaktoren des Kaufverhaltens, sondern um das tatsächliche Verhalten von Menschen in Informations- und Kaufentscheidungsprozessen.²⁶⁸ CRAMER zählt dazu bei privaten Kunden einer Bank insbesondere die Dienstleistungspräferenzen, Institutstreue, Kontaktgewohnheiten, Mediennutzung und Nachfragefrequenz.²⁶⁹ FRETER gliedert hingegen die das tatsächliche Kaufverhalten beschreibenden Kriterien anhand verschiedener absatzpolitischer Instrumente:²⁷⁰

- Einkaufsstättenwahl – z. B. Betriebsformenwahl und Geschäftstreue
- Mediennutzung – z. B. Art, Intensität und Zahl genutzter Medien
- Preisverhalten – z. B. Affinität für Sonderangebote
- Produktwahl – z. B. Produktartwahl, Markenwahl und Markentreue

Zur gezielten Segmentbildung nutzen Banken zudem häufig ertragsorientierte Kriterien, wie etwa den kundenindividuellen Deckungsbeitrag oder den Kundenwert²⁷¹. Mit Hilfe der sogenannten ABC-Analyse können beispielsweise auf dieser Basis Kundengruppen gebildet

²⁶⁴ Vgl. Haley (1968), S. 31 und Minhas/ Jacobs (1996), S. 5. Die Segmentierung anhand von Nutzenerwartungen wird auch als „Benefit Segmentation“ bezeichnet. Siehe dazu u. a. Balderjahn/ Scholderer (2007), S. 282 ff. und Haley (1968), S. 31 ff. und Minhas/ Jacobs (1996), S. 5 f.

²⁶⁵ Meffert/ Burmann/ Kirchgeorg (2008), S. 205.

²⁶⁶ Vgl. Beemelmann (2005), S. 42.

²⁶⁷ Vgl. Keller (2006), S. 26.

²⁶⁸ Vgl. Kleiner (2009), S. 93.

²⁶⁹ Vgl. Cramer (1998), S. 109 f.

²⁷⁰ Vgl. Freter (2008), S. 93.

²⁷¹ Der Kundenwert drückt den Nettobarwert aller Einzahlungsüberschüsse aus, die ein Kunde der Bank im Verlauf einer lebenslangen Kundenbeziehung erbringt. Vgl. Knöbel (1997), S. 233 ff.

werden.²⁷² Während die Kunden mit den höchsten Deckungsbeiträgen bzw. den höchsten Kundenwerten („A-Kunden“) besonders intensiv und individuell betreut werden, nimmt der Standardisierungsgrad in der Betreuung über die „B-Kunden“ hin zu den „C-Kunden“ deutlich zu. Grundgedanke dieser Segmentierungsansätze ist die 80:20 Regel, wonach häufig – besonders im Bankensektor – 80 Prozent des Gewinns mit nur 20 Prozent der Kunden erzielt werden.²⁷³

Die Merkmale des beobachtbaren Verhaltens haben den großen Vorteil, dass die benötigten Daten entweder vorliegen oder zumeist mit geringem finanziellem und zeitlichem Aufwand ermittelt werden können. Darüber hinaus wird das wichtige Kriterium der Operationalisierbarkeit der verschiedenen Merkmale weitgehend erfüllt.²⁷⁴ Kritisiert wird beispielsweise, dass die Merkmale des beobachtbaren Kaufverhaltens vergangenheitsorientiert sind und zudem nur das Ergebnis, aber nicht die Ursache des Kaufverhaltens darstellen. Daher sollten sie zu Segmentierungszwecken vorzugsweise in Kombination mit demographischen, sozioökonomischen oder psychographischen Merkmalen eingesetzt werden.²⁷⁵

2.4 Anbieter von Anlageberatung für Privatkunden

In Deutschland bieten besonders Kreditinstitute²⁷⁶ Anlageberatungsdienstleistungen an. Um jedoch über die Beratung von Geldanlagen in Investmentfonds hinausgehend überhaupt Vermögensanlageberatung anbieten zu dürfen, ist für Banken und Finanzdienstleister eine Erlaubnis nach § 32 KWG durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht erforderlich.²⁷⁷ Über diese Erlaubnis verfügen in Deutschland hauptsächlich Kreditinstitute.²⁷⁸ Allerdings zählen zu den Kreditinstituten auch eine Reihe von Spezialbanken, die sich häufig auf

²⁷² Vgl. Schmoll (2006), S. 66. Teilweise erfolgt auch eine Aufteilung in A-/B-/C-/D-Kunden. Vgl. dazu Grussert (2009), S. 34.

²⁷³ Vgl. Stuhldreier (2002), S. 58 ff. sowie die dort ausführlich zitierte Literatur. Eine vergleichbare Kundensegmentierung auf Basis von Deckungsbeiträgen führte die BHF-Bank bereits im Jahr 1980 durch. Dabei wurde festgestellt, dass 10 Prozent der Kunden des Bankhauses deren Geschäft im Wesentlichen trugen. In der Folge beschloss die Bank das gesamte Mengengeschäft aufzugeben und sich ausschließlich dem Topsegment in der Kundschaft zu widmen. Siehe hierzu Gömmel (1983), S. 194 ff.

²⁷⁴ Vgl. Steinig (1998), S. 295 f.

²⁷⁵ Vgl. Beemelmann (2005), S. 42 f.; Stuhldreier (2002), S. 65 ff. und Swoboda (2004), S. 156.

²⁷⁶ Das Kreditwesengesetz (KWG) definiert Kreditinstitute als Unternehmen, die Bankgeschäfte betreiben und listet an gleicher Stelle auf, was unter Bankgeschäften zu verstehen ist. Vgl. § 1 KWG. In der vorliegenden Arbeit werden die Begriffe Banken und Kreditinstitute aus Gründen der leichteren Lesbarkeit vereinfachend synonym verwendet.

²⁷⁷ Die Erlaubnis ist an eine Vielzahl von Voraussetzungen geknüpft. Siehe dazu Deutsche Bundesbank (2011).

²⁷⁸ Vgl. Hartmann (2008), S. 217.

einzelne Geschäftsbereiche spezialisiert haben und in der Regel keine Anlageberatung für Privatkunden anbieten.²⁷⁹ Neben den Banken gibt es darüber hinaus noch zahlreiche andere Anbietergruppen, die Leistungen im Zusammenhang mit der Vermögensanlage anbieten.²⁸⁰ Im Folgenden werden daher neben Kreditinstituten beispielhaft auch Allfinanzvertriebe und freie Anlageberater in Bezug auf ihr Angebot von Anlageberatungsdienstleistungen vorgestellt.²⁸¹

2.4.1 Kreditinstitute

Kreditinstitute können in Anlehnung an die Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank und in Hinblick auf deren Relevanz in Bezug auf die Anlageberatung in die folgenden drei Gruppierungen eingeteilt werden:²⁸²

- Kreditbanken (insb. Großbanken, Regional-/ sonstige Kreditbanken und Zweigstellen ausländischer Banken)
- Institute des Sparkassensektors (insb. Landesbanken und Sparkassen)
- Institute des Genossenschaftssektors (insb. Kreditgenossenschaften und Sparda-Banken)

In den letzten etwa dreißig Jahren ist die Gesamtzahl der Banken in Deutschland deutlich zurückgegangen. Während es etwa im Jahr 1990 noch rund 4.700 verschiedene Kreditinstitute gab, so waren es im Oktober 2010 nur noch 1.918 Geldhäuser und im Jahr 2016 noch etwa 1.888 Institute.²⁸³ Obwohl erwartet wird, dass die Fusionstendenz im Bankensystem auch weiterhin anhält, ist die Bankendichte in Deutschland im internationalen Vergleich immer noch relativ hoch.²⁸⁴

²⁷⁹ Eine Ausnahme bilden an dieser Stelle die Kapitalanlagegesellschaften. Obwohl deren Fondsprodukte in der Regel durch Dritte vertrieben werden, bieten sie teilweise auch eigenständig Beratungsdienstleistungen an.

²⁸⁰ Vgl. Bitz/ Stark (2008), S. 20.

²⁸¹ Zudem bieten weitere Personen bzw. Organisationen in Deutschland Beratungsleistungen im Zusammenhang mit der Vermögensanlage an. Dazu zählen beispielsweise Steuerberater und Versicherungen. Häufig beschränken sie sich jedoch aus regulatorischen Gründen auf die Vermittlung von kapitalbildenden Versicherungen und Investmentfonds. Siehe dazu beispielsweise Konrad/ Brockes/ Köpf (1995), S. 75; Richter (2003), S. 7 ff. und Rudolph (2008), S. 131 ff.

²⁸² Vgl. Deutsche Bundesbank (2011a), S. 535 f.

²⁸³ Vgl. Deutsche Bundesbank (2017), S. 2 ff.

²⁸⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank (2010), S. 85 f. und Hellenkamp (2006), S. 24 f.

Im Bereich der Kreditbanken sind die Großbanken aufgrund ihres breiten Filialnetzes flächendeckend in Deutschland vertreten und bieten in ihrer Eigenschaft als Universalbanken²⁸⁵ auch Anlageberatungsleistungen für private Kapitalanleger an. Dabei formulieren die Banken in der Regel keine Mindestanlagesummen oder Mindestvermögensgrößen, unterscheiden aber den Grad der Individualisierung und Spezialisierung ihrer Anlageberatungsdienstleitungen in der Regel in Abhängigkeit von der Höhe des Vermögens ihrer Kunden. Gegenwärtig werden in Deutschland vier verschiedene Großbanken gezählt.²⁸⁶

Neben den Großbanken gibt es zum Ende des Auswertungszeitraums dieser Untersuchung in Deutschland 167 regional tätige bzw. sonstige Kreditinstitute und 106 Zweigstellen ausländischer Banken.²⁸⁷ Zur erstgenannten Gruppe gehören mit den Privatbanken vornehmlich die ältesten Institute des Kreditgewerbes.²⁸⁸ Charakteristisch ist für sie der Verzicht auf das Mengengeschäft und die Konzentration auf vermögende Privatkunden sowie mittlere und große Unternehmen. Häufig sind Privatbanken auch auf gewisse räumliche Gebiete spezialisiert und bieten Anlageberatungsdienstleistungen erst ab bestimmten Mindestvermögensgrößen an.²⁸⁹

Daneben ist in den vergangenen Jahrzehnten auch eine Reihe von Direktbanken in Deutschland entstanden, die in dieser Statistik zu den sonstigen Kreditinstituten zählen. Häufig bieten diese Institute keine Anlageberatungsleistungen an, sondern offerieren im Bereich der Vermögensanlagen hauptsächlich die kostenoptimierte Abwicklung von Wertpapiertransaktionen und Fondsdienstleistungen. Allerdings gibt es verschiedentlich auch Beratungsangebote, z. B. in Form einer Honorarberatung.²⁹⁰ Jedoch stellt die fehlende Akzeptanz des deutschen Privatkunden ein Beratungshonorar zu zahlen nach wie vor das größte Hindernis für die flächendeckende Einführung der unmittelbar bezahlten Kundenberatung dar.²⁹¹

²⁸⁵ Universalbanken bieten ein umfangreiches Spektrum der allgemein nachgefragten Bankdienstleistungen an. Siehe dazu weiterführend Bitz/ Stark (2008), S. 23 ff.

²⁸⁶ Zu den Großbanken zählen die Commerzbank, die Deutsche Bank, die HypoVereinsbank bzw. UniCredit Bank sowie die Postbank. Siehe dazu Deutsche Bundesbank (2010), S. 87.

²⁸⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank (2010), S. 86.

²⁸⁸ Ausführliche Informationen zur Geschichte der Großbanken und Privatbanken in Deutschland siehe beispielsweise Wandel (1998), S. 1 ff.

²⁸⁹ Vgl. Betge (1996), S. 75.

²⁹⁰ Vgl. Boldyreff (2010), S. 30 ff.; Mandel/ Jäger-Roschko (2010), S. 30 ff. und Terliesner (2010), S. 21 ff. Siehe darüber hinaus für ausführliche Informationen zu Direktbanken beispielsweise Locarek-Junge/ Walter (2000) sowie Swoboda (2000).

²⁹¹ Vgl. Friess/ Huber (2011), S. 327 und Severidt (2001), S. 53 ff.

Zudem sind in den letzten Jahren zunehmend ausländische Banken in den deutschen Markt der Anlageberatung von Privatkunden eingetreten.²⁹² Auch hier konzentrieren sich die Anbieter vornehmlich auf die vermögendere Kundschaft. So haben etwa mehrere Schweizer Banken im Bereich des Private Bankings Deutschland zu ihrem Kernmarkt erklärt und nehmen in der Gruppe der im Inland tätigen Auslandsbanken eine führende Position ein.²⁹³

Der Sparkassensektor²⁹⁴ verfügt zum Ende des analysierten Zeitraums deutschlandweit über 429 eigenständige Sparkassen mit insgesamt 15.626 Geschäftsstellen.²⁹⁵ Bis zum 31.12.2016 verminderte sich die Anzahl der Institute weiter auf 403 Sparkassen und neun Landesbanken.²⁹⁶ Die Geschäftstätigkeit der Sparkassen ist in aller Regel auf ihr Geschäftsgebiet, häufig Landkreise oder Städte, beschränkt.²⁹⁷ Neben den Sparkassen bieten auch deren Landesbanken Beratungsdienstleistungen im Anlagegeschäft an. Während diese allerdings überwiegend die gehobenen Privatkunden im Private Banking bzw. Private Wealth Management betreuen²⁹⁸, bieten die Sparkassen in der Regel vermögensunabhängig Beratungsleistungen im Zusammenhang mit Vermögensanlagen an.²⁹⁹ Dabei nutzen sie zur Segmentierung ihrer Kunden primär traditionelle Kriterien wie das Einkommen oder das Vermögen und unterscheiden sodann zumeist zwischen Mengenkunden, gehobenen Privatkunden und vermögenden Individualkunden.³⁰⁰

Der Sektor der Kreditgenossenschaften³⁰¹ ist vergleichbar mit dem der Sparkassen und besteht überwiegend aus Volksbanken, Raiffeisenbanken und Sparda-Banken. Zum Verbund gehören per 31.12.2010 insgesamt 1.138 verschiedene Kreditgenossenschaften mit zusammen 12.336 Zweigstellen.³⁰² Zum Ende des Jahres 2016 waren es noch 961 verschiedene

²⁹² Vgl. Lehmann (2008), S. 23 f. sowie Verband der Auslandsbanken in Deutschland e. V. (2011), S. 1.

²⁹³ Vgl. Goedeckemeyer (2011), S. 20 ff., Rudolf (2008), S. 39 und S. 59 sowie Schirmacher (2007), S. 70 ff.

²⁹⁴ Ausführliche Informationen zur Geschäftspolitik und Geschichte der Sparkassenorganisation in Deutschland u. a. in Betge (1996), S. 79 ff.; Büschgen/ Börner (2003), S. 70 ff. und Wandel (1998), S. 3 ff.

²⁹⁵ Vgl. Deutscher Sparkassen- und Giroverband (2010).

²⁹⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank (2017), S. 5.

²⁹⁷ Vgl. Bitz/ Stark (2008), S. 28 und Güde (1995), S. 26ff.

²⁹⁸ Vgl. beispielhaft HSH Nordbank AG (2011), S. 33 und Landesbank Baden-Württemberg (2011), S. 25.

²⁹⁹ Vgl. Büschgen/ Börner (2003), S. 70 f.; Meiers/ Schilling/ Baedorf (2008), S. 39 f. und Swoboda (1996), S. 69.

³⁰⁰ Vgl. Nirschl et al. (2004), S. 12.

³⁰¹ Ausführliche Informationen zur Geschäftspolitik und Geschichte der Kreditgenossenschaften in Deutschland u. a. in Betge (1996), S. 76 ff.; Büschgen/ Börner (2003), S. 75 ff. und Wandel (1998), S. 4 ff.

³⁰² Vgl. Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (2011).

Institute.³⁰³ Genossenschaftsbanken bieten ebenfalls unabhängig von der Höhe des Vermögens eines privaten Anlegers Beratungsleistungen im Vermögensanlagegeschäft an. Sofern eine Kreditgenossenschaft einzelne Geschäftszweige, wie etwa das Private Banking, nicht unmittelbar selbst anbieten kann oder möchte, arbeitet sie in der Regel in diesen Bereichen eng mit den Zentralbanken bzw. Spezialinstituten des Genossenschaftssektors zusammen.³⁰⁴

Vornehmlich erfolgt die Kundenberatung bei Kreditinstituten durch eigene fest angestellte Mitarbeiter. Daneben arbeiten für einige Kreditinstitute auch vertraglich gebundene Vermittler, welche für deren Rechnung und unter deren Haftungsmantel tätig werden. Zum Ende des Untersuchungszeitraums im Jahr 2010 zählte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht rund 39.700 entsprechend vertraglich gebundene Vermittler, die für insgesamt ca. 190 haftende Unternehmen tätig waren.³⁰⁵ Die haftenden Institute müssen sicherstellen und überwachen, dass die Vermittler fachlich geeignet und zuverlässig sind sowie die bei der Erbringung von Anlageberatungsleistungen erforderlichen gesetzlichen Vorgaben erfüllen.³⁰⁶

2.4.2 Allfinanzvertriebe

Unter Allfinanzvertrieben³⁰⁷ sind mehr oder weniger unabhängig arbeitende und rechtlich eigenständige Vermittlungsgesellschaften für Bank- bzw. Versicherungsprodukte und korrespondierende Dienstleistungen zu verstehen. Sie sind insoweit unabhängig, dass sie in der Regel nicht ausschließlich für ein Unternehmen exklusiv den Vertrieb übernehmen, sondern zumeist aus einem größeren Fundus kooperierender Unternehmen kundenindividuell Leistungen und Produkte auswählen und vermitteln.³⁰⁸ Häufig fokussieren sich die Vertriebsge-

³⁰³ Vgl. Deutsche Bundesbank (2017), S. 5.

³⁰⁴ Die Zusammenarbeit erfolgt dann beispielsweise mit der Union Investment Gruppe, welche als Fondsgesellschaft der Kreditgenossenschaften fungiert, oder der DZ-Bank, welche als genossenschaftliches Zentralinstitut tätig ist. Vgl. Büschgen/ Börner (2003), S. 76 ff.

³⁰⁵ Die vertraglich gebundenen Vermittler sind in der Mehrzahl für Kreditinstitute tätig, arbeiten aber teilweise auch für Finanzdienstleistungsinstitute. Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011), S. 172.

³⁰⁶ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011), S. 172.

³⁰⁷ Allfinanzvertriebe werden synonym auch als Strukturvertriebe bezeichnet. Vgl. Swoboda (2004), S. 59 ff.

³⁰⁸ Vgl. Hartmann (2008), S. 222. Je nach Kundensegment sind einige Kreditbanken heute in einem gewissen Maße ebenfalls unabhängig tätig und bieten ihren Kunden beispielsweise neben den hauseigenen Investmentfonds auch einen breiten Fundus an Investmentlösungen konkurrierender Anbieter an. Vgl. beispielhaft Commerzbank (2009), S. 65.

sellschaften dabei entweder auf einzelne Zielgruppen, wie etwa Akademiker, Ärzte und vermögende Privatkunden oder sie richten sich ohne konkrete Zielgruppenformulierung auf den breiten Privatkundenmarkt aus.³⁰⁹

Im Jahr 2007 verfügten allein die zehn größten Allfinanzvertriebe über zusammen 54.575 haupt- und nebenberufliche Berater und erzielten Provisionserlöse von insgesamt über 3,1 Milliarden Euro.³¹⁰ Allfinanzvertriebe sind in Deutschland häufig Finanzdienstleistungsinstitute im Sinne des Kreditwesengesetzes.³¹¹ Zum Ende des in dieser Untersuchung analysierten Zeitraums beaufsichtigte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht insgesamt 717 solcher Finanzdienstleistungsinstitute während es zum Jahresende 2016 mit 708 nur unwesentlich weniger waren.³¹²

2.4.3 Freie Anlageberater

Neben den in Allfinanzvertrieben organisierten Finanzberatern gibt es noch eine in der Vergangenheit deutlich rückläufige Anzahl freier Anlageberater, die hauptsächlich gegenüber privaten Kunden Anlageberatungsdienstleistungen erbringen.³¹³ Deren Anzahl verringerte sich bis zum Jahr 2010 im Vergleich zu den Vordekaden auf dann etwa 80.000 freie Anlageberater.³¹⁴ Von der zuvor beschriebenen Erlaubnispflicht nach dem Kreditwesengesetz sind diese Berater nur befreit, wenn sie ausschließlich Beratungsleistungen und Anlagevermittlungen in Bezug auf Investmentfonds erbringen.³¹⁵ In diesem Fall sind die Anlageberater auch von der grundsätzlichen Dokumentationspflicht der Anlageberatung in Form eines Beratungsprotokolls befreit.³¹⁶ Oftmals handelt es sich bei den freien Anlageberatern um ehemalige Anlageberater von Banken oder Finanzdienstleistungsinstituten, die sich alleine oder in einer Gruppe selbständig gemacht haben.³¹⁷

³⁰⁹ Vgl. Swoboda (2004), S. 59 ff.

³¹⁰ Vgl. o. V. (2008), S. 128.

³¹¹ Vgl. § 1 Abs. 1a KWG.

³¹² Dazu sind nicht nur Allfinanzvertriebe zu zählen. Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011), S. 172 sowie Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2017), S. 121.

³¹³ Die Begriffe Anlageberater, Finanzberater und Vermögensberater werden in diesem Zusammenhang häufig synonym verwendet.

³¹⁴ Vgl. o. V. (2010a).

³¹⁵ Vgl. Hartmann (2008), S. 221 f.

³¹⁶ Nur Banken und Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen ein Beratungsprotokoll anfertigen. Vgl. § 34 Abs. 2a WpHG.

³¹⁷ Vgl. Konrad/ Brockes/ Köpf (1995), S. 69.

2.5 Veränderungen der Rahmenbedingungen

Die Rahmenbedingungen auf dem Markt für Finanzdienstleistungen unterlagen seit den 1990er Jahren einem deutlichen Wandel. Besonders einschneidend erscheinen dabei die Veränderungen im Bereich der Anlageberatungsdienstleistungen. Bedeutsame Entwicklungen in der Informations- und Kommunikationstechnologie, eine Vielzahl neuer gesetzlicher Anforderungen sowie signifikante Veränderungen im Kundenverhalten und Marktumfeld haben die Anbieter von Beratungsdienstleistungen im zugleich verschärften Wettbewerb vor eine Vielzahl neuer Herausforderungen gestellt.³¹⁸ Nachfolgend sollen daher einige wesentliche Veränderungen der Rahmenbedingungen in der Anlageberatung von privaten Kapitalanlegern dargestellt werden. Dabei wird der Fokus vor allem auf die veränderten Rahmenbedingungen im Untersuchungszeitraum dieser Arbeit gerichtet.

2.5.1 Veränderungen im Marktumfeld

Die Rahmenbedingungen für Anlageberatungsdienstleistungen werden in erheblichem Maße durch die Entwicklungen an den nationalen und internationalen Kapitalmärkten beeinflusst. Während es an diesen Märkten, insbesondere an den Aktienmärkten, seit jeher intensive Schwankungen und mitunter auch lang andauernde Börsenzyklen positiver wie negativer Verlaufsart gibt, erscheint die Entwicklung seit der Jahrtausendwende doch außergewöhnliche Besonderheiten aufzuweisen.³¹⁹ So hat es etwa mit der Dotcom-Blase³²⁰ in den Jahren 2000 bis 2003 und mit der Subprime- und Finanzkrise³²¹ von 2007 bis 2009 zwei bedeutsame weltweit ausstrahlende Wirtschaftskrisen gegeben, in deren Verlauf die internationalen Kapitalmärkte teils drastische Kursverluste zu verzeichnen hatten. So ist der Deutsche Aktienindex (DAX) beispielsweise von den zuvor erreichten Höchstständen in der erst-

³¹⁸ Vgl. beispielsweise Bernet (1995), S. 25 ff.; Paul (2002), S. 22 ff.; Spath/ Bauer/ Engstler (2008), S. 13 ff.; Stahl (2005), S. 15 ff. und Zuber (2003), S. 26 ff.

³¹⁹ Vgl. Steinig (2002), S. 8 f.

³²⁰ Die als Dotcom- oder auch als New Economy- bzw. Tech-Blase bezeichnete Krise bezieht sich auf eine ab März 2000 geplatze Spekulationsblase, die insbesondere Unternehmen der Sektoren Telekommunikation und Technologie betraf. Für ausführliche Informationen dazu siehe beispielsweise Ackert/ Deaves (2010), S. 245 ff.; Bosch (2006) oder Haubrok/ Müller (2010).

³²¹ Die Subprime- und Finanzkrise begann im Jahr 2007 mit dem Ausbruch der US-Immobilienkrise. In deren Verlauf kam es, besonders bei Unternehmen der Finanzbranche, zu drastischen Verlusten und zu einer Reihe von Insolvenzen. Einige große Banken und Finanzdienstleister konnten während der Krise nur durch massive staatliche Finanzspritzen am Leben gehalten werden. Für ausführliche Informationen dazu siehe beispielsweise Bloss et al. (2009), Elschen/ Lieven (2009), Stiglitz (2010) oder Zobler/ Bölscher (2009).

genannten Krise um 73,1 Prozent und dann in den Jahren ab 2007 um 56,0 Prozent eingebrochen.³²² Mit einzelnen Aktien haben die Investoren teilweise noch größere Verluste erlitten. So notierten etwa die Anteilsscheine der Deutschen Telekom AG, die im November 1996 noch als „Volksaktien“ an die Börse gebracht wurden, nach deren Höchststand bei knapp 105 Euro im März 2000 nach der Dotcom-Krise zu keinem Zeitpunkt mehr über 20 Euro. Zum Jahresende 2017, über 21 Jahre nach der Börseneinführung des einstigen Staatskonzerns, liegt der Aktienkurs mit 14,78 Euro zumindest wieder über dem Emissionskurs der Aktien von seinerzeit 14,57 Euro.³²³

Zwar stiegen die Aktienmärkte in den Jahren 2003 bis 2007 wieder auf die Höchststände der Zeit vor der Krise, doch gelangten dadurch vermutlich die wenigsten privaten Kapitalanleger ebenfalls in die Gewinnzone zurück. Zu viele Anlagefehler wurden dafür von breiten Massen der Investoren begangen. So wiesen die Aktienportfolios der privaten Kapitalanleger hinsichtlich der Branchen- und Länderallokation häufig nur einen unzureichenden Diversifikationsgrad auf. Erschwerend kam für viele private Anleger hinzu, dass diese vor allem in den letzten Wochen und Monaten vor dem Platzen der Blase im Jahr 2000 erstmalig in die Aktienmärkte investierten und somit ihre Einstandspreise nahe den Höchstkursen der überhitzten Börsenphase lagen.³²⁴ Viele private Investoren haben dann im Jahr 2008 erneut mit den von Banken verkauften Produkten und Strategien kräftige Vermögensrückgänge bis hin zu vollständigen Vermögensverlusten in Kauf nehmen müssen.³²⁵ Daher entwickelte sich nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Herbst 2008 auch zügig eine ausgeprägte Vertrauenskrise gegenüber den Banken.³²⁶

Neben den Aktienmärkten haben auch andere Assetklassen im vergangenen Jahrzehnt vergleichsweise schlechte Entwicklungen bzw. Ergebnisse erzielt. So sind etwa die Zinsen in Deutschland seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise bis zum Ende des Untersuchungs-

³²² Eigene Berechnungen nach Daten von Thomson Reuters.

³²³ Der Erstausgabepreis am 18.11.1996 betrug 28,50 DM, was umgerechnet etwa 14,57 Euro entspricht. Jeweils im Juni der Jahre 1999 und 2000 folgten noch zwei weitere Tranchen zu Preisen von 39,50 Euro und 63,50 Euro. Dividendenausschüttungen werden im Kurs nicht berücksichtigt. Quelle: Thomson Reuters.

³²⁴ Diese Erkenntnisse entstammen übereinstimmend den Experteninterviews.

³²⁵ Vgl. Claus (2010), S. 5 ff. und Linder (2010), S. 217 ff.

³²⁶ Zur Bedeutung von Vertrauen in einer Geschäftsbeziehung siehe z. B. Wesemeier (2002), S. 74 ff.

zeitraums dieser Arbeit kontinuierlich und deutlich gefallen. Sie boten privaten Kapitalanlegern damit nur noch eine im Vergleich zu den Vorjahren deutlich verminderte Rendite.³²⁷ Unter Berücksichtigung der Besteuerung von Zinseinkünften mit der Abgeltungssteuer verstärkte sich dieser Effekt anlegerindividuell gegebenenfalls noch.³²⁸

Gleichzeitig sind für Anleger im Bereich der verzinslichen Anlagen sogar die Risiken – teils in deutlichem Ausmaß – angestiegen. An dieser Stelle sei beispielhaft auf die Entwicklungen der Ratings von Banken, Ländern und Unternehmen in den vergangenen Jahren verwiesen. Während weltweit Banken, insbesondere in Folge der Subprime-Krise, deutlich an Bonität verloren haben, traf dieses Schicksal auch zunehmend die Länder, die ihre Finanzbranche und ihre restliche Wirtschaft in der Krise mit viel Kapital gestützt hatten. So stiegen etwa die Risiken bei Anleihen der als PIIGS-Staaten³²⁹ bezeichneten Länder deutlich an und die Märkte spekulierten zeitweise sogar über mögliche Ausfälle in diesen Wertpapieren.³³⁰ Aber selbst ehemals als ausfallsicher beurteilte Länder offenbarten zunehmend steigende Risiken für Kapitalgeber. So verloren beispielsweise im Jahr 2011 die USA ihr bis dahin über 70 Jahre lang gültiges erstklassiges „AAA-Rating“ bei der Ratingagentur Standard & Poors.³³¹

Erhebliche Schwierigkeiten gab es auch in der Anlageklasse Immobilien. So haben etwa bereits in den neunziger Jahren – angelockt von hohen Renditeversprechen und Steuervorteilen – viele deutsche Privatanleger über geschlossene Beteiligungen in ostdeutsche Immobilienprojekte investiert.³³² In der Folge waren diese Beteiligungen vielfach nur noch einen Bruchteil der Einstandsbeträge wert und teilweise mussten sogar Totalverluste des eingesetzten Kapitals verzeichnet werden.³³³ Aber auch mit den häufig noch konservativeren offenen Immobilienfonds, die in Deutschland zum Jahresultimo 2010 ein Anlagevolumen von

³²⁷ Die Kurse verzinslicher Wertpapiere sind zeitgleich gestiegen, was allerdings einem auf die Laufzeit der jeweiligen Wertpapiere beschränkten positiven Effekt entspricht. Im Zeitraum der nachfolgenden Untersuchungen konnte kein negativer Realzins am deutschen Kapitalmarkt beobachtet werden, das reale Zinsniveau war allerdings bereits deutlich rückläufig. Quelle: Thomson Reuters/ Statistisches Bundesamt.

³²⁸ Es gab im Untersuchungszeitraum Änderungen in der Besteuerung von Kapitalanlagen, auf die in dieser Arbeit nicht weiterführend eingegangen werden soll. Für ausführliche Informationen zu den wichtigsten Änderungen in dieser Zeit siehe unter anderem Dönges (2008), S. 39 ff.; Hartwich (2006), S.135 ff.; Knirsch/ Schanz (2008), S. 97 ff. und Lindmayer (2011), S. 259 ff.

³²⁹ Die Abkürzung PIIGS steht für die europäischen Schuldenländer Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien, deren Staatspapiere besonders in den Jahren 2010 und 2011 im Zuge der Griechenlandkrise ebenfalls unter Druck gerieten. Das Akronym ähnelt dem englischen Wort „pigs“ (deutsch: Schweine) und hat daher despektierlichen Charakter. Vgl. beispielsweise Martens (2011).

³³⁰ Vgl. o. V. (21.09.2011).

³³¹ Vgl. Greive/ Kaiser (2011) und Reinert (2011).

³³² Weiterführend zu geschlossenen Immobilienfonds siehe beispielsweise Rüschen (2009), S. 121 ff.

³³³ Vgl. o. V. (24.03.2001) und Pelikan (2007), S. 17 ff.

gut 85 Milliarden Euro aufwiesen, hatten Investoren in den letzten Jahren des Untersuchungszeitraums dieser Arbeit nicht immer eine ertragreiche Anlage.³³⁴ So kam es in Folge der Subprime-Krise bei einigen Fonds zu erheblichen Liquiditätsproblemen, welche darin mündeten, dass die Anteilsrücknahme für eine Reihe dieser Fonds teils für viele Monate ausgesetzt werden musste. Einige Fonds waren so stark angeschlagen, dass sie sogar gänzlich liquidiert werden mussten. In der Regel bedeutete das für die beteiligten Anleger gleichsam einen signifikanten Vermögensverlust. Obwohl es offene Immobilienfonds in Deutschland bereits seit 1959 gibt, gab es in der etwa 50-jährigen Geschichte dieser Anlageform zuvor keine vergleichbaren Schwierigkeiten.³³⁵

Auch alternative Kapitalanlagen haben im Untersuchungszeitraum dieser Arbeit die an sie häufig gestellte Erwartung einer niedrigen positiven oder negativen Korrelation in Relation zu den etablierten Assetklassen nicht immer erfüllen können. So zeigt die Abbildung 7 beispielsweise in der linken Hälfte die 5-Jahres-Korrelationen zwischen dem S&P-GSCI ER Rohstoffindex³³⁶ und verschiedenen Aktienindices. Es fällt auf, dass sich die Korrelationen mit Werten zwischen 0,42 und 0,49 nicht gerade auf niedrigem Niveau befanden.

Einzig die Edelmetalle (engl. Precious Metals) boten mit Werten um den Nullwert eine gute Möglichkeit zur Diversifikation, während die Industriemetalle (engl. Industrial Metals) sogar vielfach bei Werten oberhalb von 0,50 notierten und damit nur mäßige Möglichkeiten zur Risikoreduktion boten.³³⁷ Das zeigte sich auch in der tatsächlichen Kursentwicklung der Industriemetalle in der Folge der Subprime-Krise in den Jahren 2008 und 2009. So verloren beispielsweise Aluminium und Kupfer innerhalb weniger Monate in der Spitze bis zu 62,1 und 68,4 Prozent an Wert.³³⁸

³³⁴ Vgl. BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2011), S. 6. Weiterführend zur Abgrenzung geschlossener Immobilienfonds zu offenen Immobilienfonds siehe auch Pelikan (2007), S. 15.

³³⁵ Vgl. Brunner (2009), S. 12 f., Gerth/ Schwerdtfeger (2008) und Rottwilm (2010).

³³⁶ Der Rohstoffindex S&P GSCI ER setzt sich aus 24 liquide handelbaren Rohstoffen aus den Bereichen Energie, Industrie- und Edelmetalle sowie Land- und Viehwirtschaft zusammen. Für detaillierte und weiterführende Informationen siehe Goldman Sachs (2009), S. 30 f.

³³⁷ Vgl. auch Ertinger (2011). Auch für andere Bereiche der Alternativen Kapitalanlagen, wie etwa Private Equity, kann, zumindest sofern dieser Anlagebereich durch börsennotierte Private Equity Gesellschaften abgebildet wird, insbesondere in negativen Marktphasen eine vergleichsweise hohe Korrelation zu den Aktienmärkten beobachtet werden. Siehe dazu auch Bauer/ Bilo/ Zimmermann (2001), S. 12 f. und Bernhardt (2010), S. 118.

³³⁸ Aluminium verzeichnete diesen maximalen Kursverlust in den Monaten Juli 2008 bis Februar 2009 und Kupfer in den Monaten Mai 2008 bis Dezember 2008. Quelle: vwd.

		Aktien						Rohstoffe							
		DAX®	EURO STOXX 50®	Nasdaq 100	S&P 500	Nikkei 225	DAXglobal® BRIC	S&P GSCI ER	S&P GSCI Energy ER	S&P GSCI Agriculture ER	S&P GSCI Industrial Metals ER	S&P GSCI Precious Metals ER	S&P GSCI Livestock ER	Brent-Rohöl	Gold
Aktien	DAX®	1,00	0,90	0,81	0,83	0,65	0,62	0,31	0,31	0,07	0,42	-0,15	0,24	0,26	-0,26
	EURO STOXX 50®	0,96	1,00	0,77	0,86	0,53	0,53	0,35	0,35	0,13	0,45	-0,14	0,18	0,30	-0,25
	Nasdaq 100	0,83	0,81	1,00	0,93	0,64	0,62	0,38	0,35	0,21	0,53	-0,07	0,13	0,28	-0,17
	S&P 500	0,88	0,88	0,92	1,00	0,60	0,65	0,49	0,46	0,23	0,59	-0,02	0,10	0,40	-0,15
	Nikkei 225	0,73	0,72	0,69	0,72	1,00	0,64	0,23	0,20	0,16	0,32	-0,02	0,31	0,16	-0,11
	DAXglobal® BRIC	0,80	0,76	0,72	0,76	0,74	1,00	0,51	0,49	0,23	0,58	0,00	0,15	0,42	-0,12
Rohstoffe	S&P GSCI ER	0,47	0,47	0,40	0,46	0,42	0,49	1,00	0,97	0,56	0,69	0,54	-0,05	0,93	0,40
	S&P GSCI Energy ER	0,43	0,44	0,37	0,43	0,38	0,46	0,98	1,00	0,36	0,61	0,46	-0,05	0,96	0,32
	S&P GSCI Agriculture ER	0,34	0,33	0,27	0,30	0,30	0,31	0,59	0,46	1,00	0,45	0,45	-0,13	0,35	0,41
	S&P GSCI Industrial Metals ER	0,52	0,53	0,47	0,50	0,49	0,53	0,63	0,55	0,47	1,00	0,34	-0,05	0,57	0,24
	S&P GSCI Precious Metals ER	0,04	0,02	0,00	0,02	0,01	0,13	0,42	0,37	0,34	0,27	1,00	-0,10	0,47	0,96
	S&P GSCI Livestock ER	0,28	0,26	0,24	0,28	0,26	0,25	0,27	0,24	0,15	0,22	0,05	1,00	-0,03	-0,18
	Brent-Rohöl	0,43	0,43	0,38	0,43	0,38	0,45	0,95	0,96	0,47	0,55	0,38	0,28	1,00	0,35
	Gold	0,00	-0,02	-0,04	-0,03	-0,03	0,09	0,37	0,32	0,30	0,22	0,99	0,03	0,34	1,00

Abb. 7: Korrelationsmatrix (Quelle: Bloomberg, Goldman Sachs)³³⁹

Die geschilderten Entwicklungen haben dazu beigetragen, dass die im internationalen Vergleich ohnehin schon als risikoavers zu bezeichnenden deutschen Anleger zusätzliche Scheu vor Kapitalmarktrisiken bekommen haben.³⁴⁰ Dieser Trend kann auch an der Entwicklung der Anzahl von Wertpapierdepots in Deutschland abgelesen werden. Während deren Anzahl in den neunziger Jahren noch deutlich gewachsen ist, vermelden Banken seit dem Jahr 2001 stetig weniger Wertpapierdepots. So ist die Anzahl der Kundendepots etwa im Zeitraum 31.12.2001 bis 30.06.2011 um 26,7 Prozent zurückgegangen.³⁴¹

Viele private Anleger in Deutschland bevorzugten daher in zunehmendem Maße liquide Anlagen, die zudem einen hohen Grad an Sicherheit versprochen. Dazu zählten lange Zeit auch Geldmarktfonds, bis diese im Jahr 2008, u. a. wegen der teilweisen Investition in Asset

³³⁹ Im linken unteren Dreieck sind die 5-Jahres-Korrelationen, im rechten oberen Dreieck die 1-Jahres-Korrelationen dargestellt; jeweils auf Basis wöchentlicher Renditen mit Stand: 26.08.2011. Vgl. Goldman Sachs (2011), S. 44.

³⁴⁰ Vgl. o. V. (2005) S. 22. Siehe dazu auch Unterabschnitt 2.1.3.

³⁴¹ Eigene Berechnungen auf Basis der vierteljährlich erscheinenden Depotstatistik der Deutschen Bundesbank. Siehe dazu Deutsche Bundesbank (2005), S. 8 und Deutsche Bundesbank (2011b), S. 47.

Backed Securities-Strukturen³⁴² in vielen Portfolios deutscher Geldmarktfonds, selbst unter Abgabedruck gerieten. So lagen auf Basis der Neun-Monats-Wertentwicklung im September 2009 etwa 40 Prozent der in Deutschland registrierten Geldmarktfonds in einem Gesamtvolumen von 175 Milliarden Euro im Minus. Dabei verzeichneten einige dieser bis dahin als sehr sicher geltenden Fonds sogar Verluste zwischen 10 und 17 Prozent.³⁴³

Immer mehr Anleger beschränkten sich in der Folge auf Spareinlagen oder Tagesgeldanlagen bei Banken. So sind die täglich fälligen Einlagen von Nichtbanken bei den in Deutschland ansässigen Monetary Financial Institutions³⁴⁴ von 441,4 Milliarden Euro per 31.12.2000 auf 1.090,0 Milliarden Euro zum 31.12.2010 gestiegen. Im gleichen Zeitraum ist der Anteil dieser täglich fälligen Einlagen von Nichtbanken an deren gesamten Einlagen von 23,6 Prozent zum Jahresende 2000 auf 38,4 Prozent zum Jahresultimo 2010 angestiegen.³⁴⁵ Die privaten Anleger hielten also absolut und relativ zunehmend mehr Kapital im Bereich der täglich fälligen Einlagen, wie z. B. auf Tagesgeldkonten bei Kreditinstituten.

Das Marktumfeld für Anlageberatungsdienstleistungen wurde während des Untersuchungszeitraums zudem durch eine regelrechte „Produktflut“ gezeichnet. Neben einer Vielzahl neuer an den in- und ausländischen Aktien- und Rentenmärkten gehandelter klassischer Wertpapiere sind in besonders hohem Maße neue Anlageprodukte geschaffen worden bzw. deutlich hinsichtlich ihrer Anzahl und ihres Volumens ausgeweitet worden. Exemplarisch wird dazu in Abbildung 8 die Entwicklung des deutschen Zertifikatemarktes von Juni 2007 bis November 2010 dargestellt. Die Anzahl der Zertifikate ist in diesem Zeitraum, trotz der Insolvenz von Lehman Brothers im Jahr 2008, mit der auch etwa 50.000 deutsche Zertifikateinvestoren plötzlich und unerwartet Kapital verloren hatten, um knapp 180 Prozent angestiegen.³⁴⁶

³⁴² Engl. Bezeichnung für „forderungsbesicherte Wertpapiere“. Asset Backed Securities (ABS) dienen dem Zweck, bisher nicht liquide Vermögensgegenstände, wie beispielsweise Kreditforderungen, in verzinsliche und handelbare Wertpapiere umzuwandeln. Siehe dazu weiterführend beispielsweise Krassin/ Tran/ Lieven (2009), S. 70 ff.

³⁴³ Vgl. Hagelüken/ Hesse (23.10.2008).

³⁴⁴ Die im Bankwesen übliche englische Bezeichnung MFI (Monetary Financial Institution) steht für ein monetäres Finanzinstitut. Dazu zählen Banken (einschließlich Bausparkassen), Geldmarktfonds, die Europäische Zentralbank und die Zentralnotenbanken des Eurosystems.

³⁴⁵ Eigene Berechnungen auf Basis der Monatsberichte der Deutschen Bundesbank. Siehe dazu Deutsche Bundesbank (2002), S. 22 und Deutsche Bundesbank (2011c), S. 22.

³⁴⁶ Vgl. Wilhelm/ Zydra (28.12.2010).

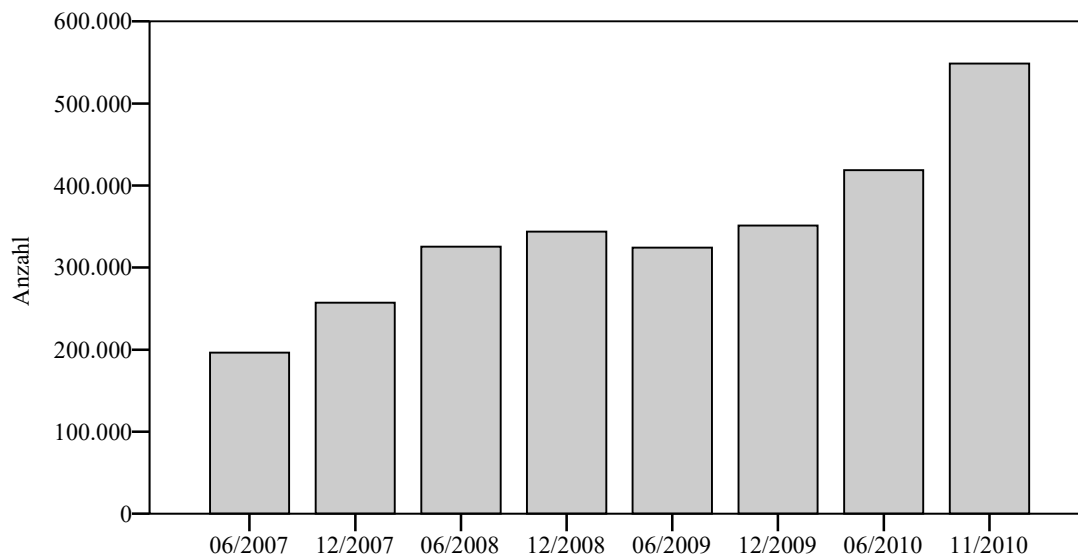


Abb. 8: Anzahl der Zertifikat-Produkte in Deutschland im Zeitraum Juni 2007 bis November 2010 (Quelle: Deutscher Derivate Verband)³⁴⁷

Aber auch andere Kapitalanlageprodukte, wie beispielsweise Investmentfonds, wurden hinsichtlich ihrer Anzahl und der verschiedenen Ausprägungen teilweise zügig vermehrt. Während in Deutschland die ersten Publikumsfonds zu Beginn der fünfziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts aufgelegt wurden, waren im Jahr 1990 insgesamt 321 Investmentfonds registriert.³⁴⁸ Im Jahr 2010 waren es bereits 6.653 verschiedene zum Vertrieb in Deutschland zugelassene Investmentfonds, die privaten Anlegern somit zum Handel zur Verfügung standen.³⁴⁹ Unter anderem erfordert diese massive Produktinflation heute einen höheren Kenntnis- und Qualifikationsgrad von Anlageberatern als zu früheren Zeiten, denn neben der reinen Anzahl der Fondsprodukte hat auch die Heterogenität der Investmentfonds, z. B. hinsichtlich der verschiedenen Anlagestile, deutlich zugenommen.³⁵⁰

Einem merklichen Wandel unterlag auch die Art der von Banken angebotenen Anlageberatungsdienstleistung. Lange Zeit wurden Anlageberatungsdienstleistungen bei vielen Banken hinsichtlich der einzelnen Anlagebereiche in verschiedenen, miteinander nicht verbundenen Abteilungen erbracht.³⁵¹ So erfolgte beispielsweise die Beratung zu Sparanlagen an anderer Stelle und durch einen anderen Berater als die Beratung zu Wertpapieranlagen. Seit Mitte

³⁴⁷ In Anlehnung an die Süddeutsche Zeitung vom 29.12.2010, S. 17.

³⁴⁸ Vgl. Bundesverband Investment und Asset Management (2011), S. 72 und Mühlbradt (1993), S. 326 ff.

³⁴⁹ Vgl. Bundesverband Investment und Asset Management (2011), S. 72.

³⁵⁰ Vgl. Arora (2010), S. 18 ff.

³⁵¹ Vgl. Krauss (1968), S. 38 ff. und Steinig (2002), S. 6.

der achtziger Jahre erfolgte dann eine schrittweise Entwicklung von der reinen Produktbezogenheit der Beratung hin zur ganzheitlichen Beratung, wie diese heutzutage von Banken überwiegend immer noch angeboten wird. Inhaltlich blieb das Anlageberatungsgespräch bis dahin häufig auf die reine Wertpapieranlage begrenzt.³⁵²

In zunehmendem Maße übernahmen in der Folge die Kundenberater der Banken die alleinige Verantwortung für alle geschäftlichen Beziehungen eines Kunden zu dessen Kreditinstitut. Neben erweiterten Produktkenntnissen mussten sich die Berater der Banken besonders mit der in diesem Zuge ebenfalls ausgeweiteten Kundenorientierung zurecht finden bzw. diese neu erlernen.³⁵³ Dazu zählte auch die verstärkt zu beobachtende Emotionalisierung der Anlageberatung durch die Bank bzw. den Berater, da die Banken realisierten, dass die Anlageentscheidungen ihrer privaten Kunden primär auf Basis von Gefühlen, anstelle von rationalen Aspekten getroffen wurden.³⁵⁴ Auch die Bedeutung von Zusatzdienstleistungen, sogenannter „Value Added Services“, ist besonders im Segment der vermögenden Privatkunden ein wichtiger Erfolgsfaktor geworden, da die angebotenen Dienstleistungen und Produkte im Kontext der Anlageberatung zunehmend homogener und substituierbarer geworden sind.³⁵⁵

Des Weiteren sind in den letzten Jahren zahlreiche ausländische Banken in den deutschen Markt für Anlageberatungsdienstleistungen eingetreten. Mit der überwiegenden Fokussierung auf vermögende Privatkunden haben diese zunehmend an Bedeutung gewonnen.³⁵⁶ Das liegt zum Teil auch daran, dass immer weniger deutsche Vermögen im Ausland bei Banken angelegt werden bzw. teilweise sogar zuvor im Ausland verwaltete Vermögen zurück nach Deutschland transferiert werden.³⁵⁷ Aber auch eine Reihe anderer Aspekte führen dazu, dass ausländische Banken ihre Geschäftstätigkeiten in Deutschland in den vergangenen Jahren

³⁵² Vgl. Geiger (1993), S. 512 und Steiner (1993), S. 561 ff.

³⁵³ Vgl. Steinig (2002), S. 6 ff. Bei der Untersuchung der Beratungsqualität in Anlageberatungsgesprächen bei einzelnen deutschen Banken kommt KALLHARDT im Jahr 1997 zu dem Ergebnis, dass „wirkliche Kundenorientierung“ kaum vorhanden ist. Vgl. Kallhardt (1997), S. 81. SPREMANN konstatiert 2004, dass an der Kundenorientierung alle wichtigen Entscheidungen und Strategien eines Finanzunternehmens ausgerichtet werden sollten. Vgl. Spremann (2004), S. 2 f. HELLENKAMP kommt in seiner Untersuchung 2006 zu dem Schluss, dass die Kundenorientierung ein Hauptmerkmal zur Abgrenzung im Wettbewerb darstellt. Siehe dazu Hellenkamp (2006), S. 206 ff.

³⁵⁴ Vgl. Epple (1998), S. 996 ff.; Fischer (1998), S. 611 ff.; Lukas (2008), S. 73 ff.; Müller (2008), S. 140 f. und Prosch/ Vogel (2008), S. 83 ff.

³⁵⁵ Vgl. Giesecke (2009), S. 22 ff. und Hellenkamp (2006), S. 206.

³⁵⁶ Vgl. beispielsweise Knoop (2006), S. 241 ff.; Rudolf (2008), S. 59; Schmitt (2008), S. 27 f. und Schott (1991), S. 811.

³⁵⁷ Vgl. Nigsch (2010), S. 39 ff. sowie die dort zitierte Literatur.

ausgebaut haben und somit eine weitere Verschärfung des Wettbewerbs um den deutschen Privatkunden begünstigt haben.³⁵⁸

2.5.2 Entwicklungen in der Informationstechnologie

Die Entwicklungen und Fortschritte in der Informationstechnologie haben besonders in den zurückliegenden zwei Jahrzehnten das Bankgeschäft signifikant geprägt und nachhaltig verändert. Neben dem stetig gestiegenen Automatisierungsgrad in der Abwicklung von Bankgeschäften ist hier vor allem die fortwährend gewachsene Bedeutung digitaler Informations- und Vertriebskanäle, wie etwa des Internets, zu nennen.³⁵⁹ Einige Banken boten zwar bereits zu Beginn der 1990er-Jahre Dienstleistungen über die Plattform Datex-J bzw. BTX an, aber das Angebot von Bankdienstleistungen über digitale Vertriebskanäle stieß erst mit der darauf folgenden flächendeckenden Einführung des Internets auf rege Nachfrage.³⁶⁰

In Abbildung 9 ist dargestellt, wie der Anteil der Online Banking-Nutzer in Deutschland seit dem Jahr 1998 von 8 Prozent aller Bankkunden auf 44 Prozent der Kunden im Jahr 2011, ein Jahr nach dem Ende des in dieser Arbeit analysierten Zeitraums, angestiegen ist. Im Jahr 2017 lag der Anteil geringfügig höher bei 45 Prozent aller Kunden.³⁶¹

Vor allem jüngere Menschen nehmen dabei in Deutschland Bankdienstleistungen über das Internet in Anspruch. So sind es bei den 30- bis 39-Jährigen im Jahr 2011 bereits 74 Prozent. In der Altersgruppe der über 60-Jährigen nutzen 21 Prozent der Menschen Online Banking. In Bezug auf die Bankengruppen lässt sich feststellen, dass die Kunden privater Banken diesen Vertriebsweg im Jahr 2011 zu etwa 60 Prozent nutzen, während bei den Sparkassen, Volks- und Raiffeisenbanken im gleichen Jahr nur etwa jeder vierte Kunde von Online Banking Gebrauch macht.³⁶²

³⁵⁸ Vgl. zur Attraktivität des deutschen Finanzplatzes beispielsweise Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale (2011).

³⁵⁹ Vgl. Heinen (2005), S. 220 f.

³⁶⁰ Beispielsweise hat die damalige Direktbanktochter der Deutschen Bank, die „Bank 24“, erstmals ab dem 17. September 1995 diverse Bankdienstleistungen über das Internet angeboten. Vgl. Brunner (2004), S. 137 f. und Konrad/ Brockes/ Köpf (1995), S. 133 f. und S. 167 ff. Bis Mitte der 1990er-Jahre entwickelte sich das Online Banking nur vergleichsweise zögerlich. Vgl. dazu Bernet (1995), S. 28.

³⁶¹ Vgl. Bundesverband deutscher Banken (2017).

³⁶² Vgl. Bundesverband deutscher Banken (27.04.2011).

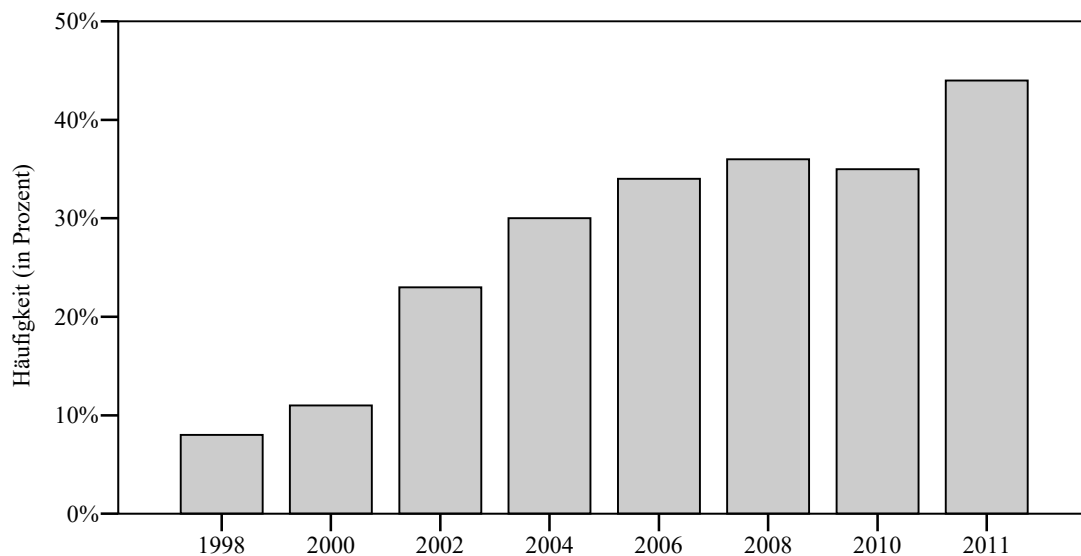


Abb. 9: Anteil der Online Banking-Nutzer in Deutschland in den Jahren 1998 bis 2011 (Quelle: Bundesverband deutscher Banken)³⁶³

Ähnlich wie der Grad der Inanspruchnahme des Online Bankings ist ebenfalls die Akzeptanz der Nutzer, auch komplexere Geschäfte über das Medium abzuwickeln, seit den Anfängen deutlich angestiegen.³⁶⁴ So existieren mittlerweile kaum noch Bankprodukte, welche Kunden nicht auch bei einem der zahlreichen Anbieter im Internet erwerben können. Die damit einhergehende gestiegene Transparenz und Vielfalt der Anbieter und der angebotenen Dienstleistungen und Produkte haben zu einer Intensivierung des Wettbewerbs geführt.³⁶⁵ Auch deshalb nimmt die traditionell hohe Kundenloyalität im Bankgeschäft in zunehmendem Maße ab und die Wechselbereitschaft der Bankkunden steigt an.³⁶⁶ So sind beispielsweise tagesaktuelle Zinsvergleiche verschiedener Banken im Internet kostenlos abrufbar und können dem Kunden entweder als „Verhandlungsmittel“ gegenüber seiner Bank dienen oder aber zum teilweisen bzw. vollständigen Wechsel der Bankverbindung veranlassen.³⁶⁷ Daher

³⁶³ Vgl. Bundesverband deutscher Banken (27.04.2011).

³⁶⁴ Vgl. Carl/ Letzing (2002), S. 25.

³⁶⁵ Vgl. Stahl (2005), S. 22.

³⁶⁶ Vgl. Heinen (2005), S. 221; Jasny (2002), S. 45 f.; Köcher (1998), S. 258 ff. und Szallies (1998), S. 283 ff.

³⁶⁷ Über die Eingabe des Suchbegriffs „Zinsvergleich“ über die Internet-Suchmaschine www.google.de kann der Internethalter über ein Dutzend verschiedener Zinsvergleichswebseiten finden (abgefragt am 10.11.2010).

kann vermutet werden, dass die Einsparungen der Banken durch Fortschritte in der Informationstechnologie auch mit einem deutlichen Verfall der Margen aufgrund des zunehmend transparenteren Wettbewerbs einhergegangen sind.³⁶⁸

Die Banken haben den Multikanalvertrieb in den vergangenen Jahren regelmäßig den technologischen Innovationen angepasst und in erheblichem Maße weiter ausgebaut.³⁶⁹ Durch die Nutzung dieser Vertriebsstrategie können die unterschiedlichen Kundenbedürfnisse befriedigt und die Vorteile der persönlichen und unpersönlichen Vertriebskanäle miteinander kombiniert werden.³⁷⁰ So werden Bankdienstleistungen zusätzlich zur Bankfiliale und zum Telefon etwa nicht mehr nur noch über das „stationäre Internet“³⁷¹ angeboten. Auch das mobile Internet, beispielsweise über ein internetfähiges Mobiltelefon oder einen Tablet-PC, wird zunehmend und inzwischen standardmäßig mit entsprechenden Applikationen durch Banken unterstützt. Dieser Markt ist zuletzt, wie in vielen Ländern weltweit, auch in Deutschland signifikant angewachsen.³⁷² Bei der geschäftspolitischen Entscheidung, welche Technologien konkret zum Einsatz kommen sollen, können grundsätzlich die drei unterschiedlichen Zielsetzungen Kostenorientierung, Prozessorientierung sowie Qualitätsorientierung herangezogen werden.³⁷³

Auch die mit dem Erfolg der Informationstechnologie stark verbundenen Direktbanken sind in Deutschland im vergangenen Jahrzehnt deutlich gewachsen.³⁷⁴ Konnten diese etwa im Jahr 2000 erst rund vier Millionen Kunden verzeichnen, so hatten im Jahr 2010 in Deutschland bereits über 14 Millionen Menschen eine Kontoverbindung zu einer Direktbank.³⁷⁵ Dabei sind Direktbanken in Deutschland auch Mitte der 1990er-Jahre kein völlig neues Phänomen gewesen. Bereits in den sechziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts wurde mit der

³⁶⁸ Vgl. Baxmann (2008), S. 27.

³⁶⁹ Vgl. Büschgen/ Büschgen (2002), S. 234 ff.; Ludwig et al. (2005), S. 109 ff.; Mehring (2005), S. 464 ff. und Nirschl/ Wild/ Wimmer (2005), S. 227 ff.

³⁷⁰ Vgl. Zuber (2002), S. 50 f.

³⁷¹ Darunter ist das klassische Home Banking, insbesondere innerhalb der Wohn- oder Büroräume des Kunden zu verstehen.

³⁷² Vgl. TNS Infratest (12.05.2011). In den USA ist der Anteil der Mobile Banking-Nutzer von 2010 auf 2011 beispielsweise von 11 auf 22 Prozent aller Mobilfunknutzer gestiegen, in China sogar von 10 auf 25 Prozent.

³⁷³ Vgl. Wild (2005), S. 63.

³⁷⁴ Die technologische Entwicklung erfuhr in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre einen „Quantensprung“ und etablierte eine Reihe neuer Möglichkeiten in der Kundenansprache und der Geschäftsabwicklung. Vgl. Walter (2000), S. 9.

³⁷⁵ Vgl. Johann (2011), S. 124. Der Autor stellt zudem fest, dass häufig ein gut verzinstes Tagesgeldkonto als „Türöffner“ für die Kundenbeziehung dient.

Bank für Sparanlagen und Vermögensbildung AG³⁷⁶ in Frankfurt am Main die erste Direktbank in Deutschland gegründet. Die Kommunikation erfolgte bis zum Jahrtausendwechsel vornehmlich auf dem Brief- und Telefonweg, aber bereits ab Mitte der neunziger Jahre nahm die Anzahl der Online-Kunden deutlich zu.³⁷⁷

In den letzten Jahren hat sich das Internet von einer eher statischen Ausrichtung zu einem sozioökonomischen Marktplatz weiterentwickelt, auf dem sich die Nutzer intensiver und auch emotionaler an der Gestaltung der Inhalte beteiligen.³⁷⁸ KELLER ist der Meinung, dass die neuen sogenannten „Web 2.0-Dienstleistungen“ für den Beratungsprozess, insbesondere von Private Banking-Kunden, aufgrund der Wichtigkeit einer intensiven Interaktion zwischen Kunde und Berater von großer Bedeutung sind.³⁷⁹ Dazu zählen beispielsweise online erteiltes Kundenfeedback, die kundengerechte Zustellung von Produkt- und Marktinformationen, z. B. in Form von Podcasts³⁸⁰ sowie die Nutzung der sozialen Netzwerke im Internet, beispielsweise für die Kundenakquise.³⁸¹

Darüber hinaus wurden durch die Entwicklungen in der Informationstechnologie auch die internen Abläufe innerhalb der Banken stetig weiterentwickelt. Manche ehemals personalintensiven Bereiche, wie etwa die Abwicklung des Zahlungsverkehrs oder die Wertpapierabwicklung, lassen sich heute mit einem Bruchteil des einstigen Personalbedarfs führen.³⁸² Aber auch sonst gibt es kaum einen Geschäftsbereich bei Banken, der nicht durch die technologischen Innovationen, insbesondere in den Bereichen Datenerfassung und Datenverarbeitung, maßgeblich beeinflusst wurde.³⁸³

Und auch in der Anlageberatung nehmen die Entwicklungen zunehmend Einfluss. So sind in den letzten Jahren immer mehr Softwarelösungen auf den Markt gekommen bzw. weiter-

³⁷⁶ Aus der Bank für Sparanlagen und Vermögensbildung AG ist die heutige Direktbank ING-DiBa AG hervorgegangen.

³⁷⁷ Vgl. Swoboda (2000a), S. 81 f.; Swoboda (2000b), S. 171 sowie Abb. 9 in dieser Arbeit.

³⁷⁸ Diese Entwicklungen werden häufig mit den Schlagworten „Web 2.0“, „Social Net“ und „Social Computing“ umschrieben. Vgl. dazu und weiterführend Breyer-Mayländer/ Löffel (2010), S.328 ff.; Constantinides/ Romero Lorenzo/ Gómez Boria (2009), S.2 ff. und Wirtz (2011), S. 63 ff.

³⁷⁹ Vgl. Keller (2008), S. 52 f.

³⁸⁰ Der Begriff Podcast bezeichnet Audio- oder Videodateien, die im Internet beispielsweise automatisch über einen sogenannten Podcast-Feed bezogen werden können.

³⁸¹ Vgl. Fröhlich/ Wasner/ Immenschuh (2008), S. 154 ff.; Göhring (2008), S. 161 ff.; Keller (2008), S. 52 f. sowie Müller (2008), S. 141 f.

³⁸² Vgl. Spath/ Bauer/ Engstler (2008), S. 14 f.

³⁸³ Vgl. Gulich (2008), S. 94 ff. und Rudolf-Sipötz (2008), S. 394 ff.

entwickelt worden, die dem Anlageberater beispielsweise im Kontext der optimierten Allokation eines Wertpapierportfolios, bei der Gesprächsdokumentation oder im Rahmen der Präsentation von Anlagelösungen eine sinnvolle Unterstützung bieten.³⁸⁴

2.5.3 Veränderungen im Kundenverhalten

Das Verhalten von Privatkunden von Banken hat sich, besonders aufgrund der in den beiden vorangegangenen Unterabschnitten aufgeführten Entwicklungen, im Zeitablauf wesentlich verändert. So haben etwa ein höheres ökonomisches Bildungsniveau, die leichtere Vergleichbarkeit von Bankleistungen und -produkten sowie die höhere Mobilität von vielen privaten Kunden dazu geführt, dass die Loyalität gegenüber Kreditinstituten deutlich zurückgegangen ist.³⁸⁵ Während früher die meisten privaten Kunden dauerhaft die Leistungen eines Instituts in Anspruch genommen haben, hat sich dieser Trend in den letzten Jahren umgekehrt. So verfügten etwa im Jahr 2010 bereits 55,7 Prozent der Privatkunden von Banken in Deutschland über zwei oder mehr Bankverbindungen. Dabei war die Tendenz gerade im Bereich von drei oder mehr Kundenverbindungen zu verschiedenen Banken ansteigend. Deren Anteil erhöhte sich so in den Jahren 2008 bis 2010 in Deutschland von 21,5 Prozent auf 27,3 Prozent und bestätigt damit die insgesamt zu verzeichnende verstärkte Wechselbereitschaft privater Bankkunden.³⁸⁶

Im Rahmen dieser Entwicklung haben sich auch die Kundenbedürfnisse verschoben. Während des Booms an den Aktienmärkten zum Jahrtausendwechsel zeigten viele private Anleger eine erhöhte Bereitschaft, Risiken bei der Kapitalanlage einzugehen.³⁸⁷ Der darauf folgende mehrjährige Kurseinbruch sowie der erneute Marktcrash im Rahmen der Finanz- bzw. Subprime-Krise führten zu einem massiven Vertrauensverlust der privaten Investoren gegenüber der Beratungsqualität der Banken.³⁸⁸ So vertreten im Jahr 2010 auf Basis einer Umfrage von TNS INFRATEST etwa 74 Prozent der Bankkunden in Deutschland die Auffassung, dass ihr Vertrauen in die Anlageberatung der Banken während der Finanzkrise gesunken ist.³⁸⁹

³⁸⁴ Vgl. Maetze/ Nitschke/ Setzer (2010), S. 27 ff. sowie Weingarh (2002), S. 208 ff.

³⁸⁵ Vgl. Kuttler (2005), S. 1 ff. und Paul (2002), S. 33. WIEMANN macht auf die Tendenz dieser Entwicklung bereits zu Beginn der 1990er-Jahre aufmerksam. Siehe dazu Wiemann (1993), S. 161.

³⁸⁶ Vgl. Baxmann (2008), S. 4 f. und Investors Marketing (2010), S. 5.

³⁸⁷ Vgl. Häger/ Raffelsberger (2005), S. 30.

³⁸⁸ Siehe auch Unterabschnitt 2.5.1.

³⁸⁹ Vgl. ING-DiBa (2010), S. 6.

Daraus resultierte bei vielen Kunden der Wunsch, im Rahmen der vorhandenen Möglichkeiten sowohl Kosten als auch Risiken bei der Vermögensanlage zu minimieren bzw. vollständig zu meiden. Die Auswirkungen waren und sind anhand der bereits beschriebenen Entwicklungen am Markt für Geldmarkt- und Tagesgeldanlagen leicht zu erkennen. Insgesamt sind daher nicht nur die Anforderungen der Kunden an das Preis-/ Leistungsverhältnis der Banken in Deutschland, sondern auch deren Aversion gegen langfristige Anlagen und Risikopapiere deutlich angestiegen.³⁹⁰

Aber auch Adressausfallrisiken sind im Untersuchungszeitraum dieser Arbeit in den Dispositionen der Anleger immer wichtiger geworden und spielen in ihren Risikodiversifikationsüberlegungen eine entscheidende Rolle.³⁹¹ Der Anlageberater steht damit vor der großen Herausforderung, dem Kunden einerseits die Anlagerisiken verständlich und vollständig aufzuzeigen, andererseits diesen dadurch aber nicht zu verschrecken oder zu verunsichern.³⁹²

Darüber hinaus scheinen viele Kunden ihre Vermögensanlagen selbst steuern zu wollen. Das DEUTSCHE AKTIENINSTITUT hat so etwa 2005 herausgefunden, dass sich 70 Prozent der Privatanleger bei Geldanlagen auf ihren eigenen Sachverstand verlassen wollen, während sich nur 59 Prozent an einen spezialisierten Anlage- und Finanzberater wenden möchten.³⁹³ Zu Beginn der 1990er-Jahre war dieses Verhalten noch nicht zu beobachten. Damals wurden Vermögensanlagen nur in seltenen Fällen durch den Kunden selbständig und ohne vorherige Anlageberatung getätigt.³⁹⁴

Zusätzlich begünstigt die demographische Entwicklung in Deutschland³⁹⁵ die Veränderung des Verhaltens privater Anleger. Zum einen erfordern die Änderungen im Bereich der Sozialsysteme zunehmend eigenverantwortliche Vorsorge von Seiten der privaten Bankkunden. Zum anderen werden die Menschen durchschnittlich immer älter und stellen somit in ihrer Gesamtheit andere Anforderungen an Vermögensanlagen.³⁹⁶ Zudem verfügen bedingt durch

³⁹⁰ Vgl. Walter (2011), S. 12 ff.

³⁹¹ Vgl. Buess (2005), S. 323. Die Insolvenz der Bank Lehman Brothers dürfte diesen Aspekt weiter verstärkt haben. Vgl. beispielsweise o. V. (28.09.2011).

³⁹² Vgl. Verwilghen (1997), S. 303.

³⁹³ Nennungen der beiden höchsten von fünf Antwortstufen in Prozent aller Nennungen. Mehrfachnennungen möglich. Vgl. dazu Leven (2005), S. 45.

³⁹⁴ Vgl. Brunner (1993), S. 3.

³⁹⁵ Zur voraussichtlichen demographischen Entwicklung in Deutschland siehe beispielsweise Rürup (2004), S. 290 ff.

³⁹⁶ Vgl. Katzenstein (2004), S. 937 f.; Oehler (2005), S. 152 f. und Weber (2004), S. 300 ff.

Erbschaften zunehmend vergleichsweise junge Kunden über ungewöhnlich hohe Vermögensvolumina.³⁹⁷ So ist beispielsweise das durchschnittliche Volumen der Erbschaften zwischen dem Jahr 2000 und 2010 von 200.000 Euro auf über 300.000 Euro gestiegen.³⁹⁸

2.5.4 Gesetzliche Anforderungen und Regulation

Die gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Anlageberatung haben sich vor allem seit dem Beginn der 1990er-Jahre laufend verändert.³⁹⁹ Bis dahin zeigte sich vornehmlich ein Trend zur Deregulierung und Internationalisierung des deutschen Finanzmarktes⁴⁰⁰, der in der Folgezeit deutlich abgeschwächt bzw. umgekehrt wurde. Den Anfang machte das wegweisende „Bond-Urteil“ des Bundesgerichtshofes aus dem Jahre 1993, mit welchem der Gesetzgeber den Grundsatz der anleger- und anlagegerechten Beratung entwickelt hat.⁴⁰¹ Obwohl zu dieser Zeit die Finanzmarktentwicklung auch aktiv gefördert wurde, und so beispielsweise neuartige Fondstypen in Deutschland zum Vertrieb zugelassen wurden, nahm die Regulierung der Finanzmärkte mit der Umsetzung der EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (Investment Service Directive – ISD) durch das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz⁴⁰² in nationales Recht ihren Lauf.⁴⁰³

So trat etwa am 01.08.1994 bzw. am 01.01.1995 das deutsche Wertpapierhandelsgesetz in Kraft. Der Gesetzgeber hat sich bei der Umsetzung maßgeblich durch das „Bond-Urteil“ beeinflussen lassen und im Gesetz eine Reihe von Verhaltensregeln für Wertpapierdienstleistungsunternehmen bei der Anlageberatung von Privatpersonen festgelegt. So sollten sich die Anlageberater der Banken fortan an den Anlagekenntnissen, den Anlagemotiven, der Anlagestrategie und der Einkommens- und Vermögenssituation des Kunden bei der Beratung und Auswahl geeigneter Anlagelösungen orientieren.⁴⁰⁴ Zudem wurde erstmals die

³⁹⁷ Vgl. Lorz (2004), S. 819 f. und Paul (2002), S. 33.

³⁹⁸ Vgl. Schwenn (16.06.2011).

³⁹⁹ Bis in die 1990er-Jahre hinein wurden die rechtlichen Rahmenbedingungen für die Anlageberatung von Privatkunden vornehmlich durch die Rechtsprechung festgesetzt. Einen ausführlichen Überblick dazu bietet beispielsweise Vortmann (1999), S. 156 ff.

⁴⁰⁰ Vgl. Gisin (2000), S. 32 ff.

⁴⁰¹ Vgl. Brandt (2002), S. 91 ff.; Hofmann (2007), S. 88 ff.; Kuhleemann (2009), S. 41; Lang (1995), S. 29 ff. sowie Rost (2001), S. 45 ff.

⁴⁰² Vgl. BGBl. I (1994), S. 1749.

⁴⁰³ Vgl. Paul (2002), S. 29 f.

⁴⁰⁴ Vgl. Gloystein (1998), S. 335 und Stafflage (1996), S. 28.

Pflicht für Wertpapierdienstleistungsunternehmen zur umfänglichen Aufklärung des privaten Kunden, insbesondere hinsichtlich der mit der Anlage verbundenen Chancen und Risiken, gesetzlich normiert.⁴⁰⁵

Diese grundsätzlichen Rahmenbedingungen des Anlegerschutzes sind in den darauf folgenden Jahren mehrfach modifiziert und ergänzt worden und den Veränderungen an den Finanzmärkten, insbesondere in punkto Komplexität und Umfang der angebotenen Dienstleistungen und Finanzinstrumente, angepasst worden.⁴⁰⁶ Die bedeutsamsten und weitest reichenden Änderungen brachte die EU-Finanzmarktrichtlinie (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID), welche durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG)⁴⁰⁷ in deutsches Recht übertragen wurde. Die Änderungen erfolgten zu einem wesentlichen Teil im Wertpapierhandelsgesetz und traten zum 01.11.2007 in Kraft.

Das Ziel des Gesetzgebers war erneut eine Stärkung des Anlegerschutzes sowie die Förderung fairer und transparenter Finanzmärkte.⁴⁰⁸ Eine wesentliche Neuerung bedeutete beispielsweise die Einstufung der Anlageberatung als erlaubnispflichtige und aufsichtsrechtlich kontrollierte Wertpapierdienstleistung. Zuvor war die Beratung von privaten Anlegern als Wertpapiernebenleistung definiert und bedurfte keiner expliziter behördlicher Erlaubnis.⁴⁰⁹ Darüber hinaus hatte der Berater fortan in der Anlageberatung z. B. einige zusätzliche Informationen über seinen Kunden einzuholen und in seinen Empfehlungen zu berücksichtigen, wie etwa Informationen über dessen Beruf und Bildungsstand. Auch die Informations- und Warnpflichten der Banken gegenüber privaten Anlegern sind im Zuge der MiFID erneut erhöht worden.⁴¹⁰

Zum 01.01.2010 ist das Gesetz zur Neuregelung der Rechtsverhältnisse bei Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen und zur verbesserten Durchsetzbarkeit von Ansprüchen von

⁴⁰⁵ Vgl. Lehnhoff (1998), S. 131.

⁴⁰⁶ Vgl. Kohlert (2009), S. 126. Modifizierungen erfolgten beispielsweise durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz vom 24.03.1998 (BGBl. I (1998), S. 529), das Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht vom 22.04.2002 (BGBl. I (2002), S. 1310), das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz vom 21.06.2002 (BGBl. I (2002), S. 2010) und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004 (BGBl. I (2004), S. 2630).

⁴⁰⁷ Vgl. BGBl. I (2007), S. 1330.

⁴⁰⁸ Vgl. Kohlert (2009), S. 126 und Theißen (2008), S. 196. Zur Transparenz gehört beispielsweise auch eine weit reichende Kostentransparenz. Siehe dazu auch Eichhorn (2008), S. 181 ff. sowie Mutschke (2011), S. 1891.

⁴⁰⁹ Vgl. Seiler (2008), S. 74.

⁴¹⁰ Vgl. Hille (2008), S. 28 sowie ausführlich zum Thema beispielsweise Brockmeier et al. (2007), S. 13 ff. und Theißen (2008), S. 196.

Anlegern aus Falschberatung (SchVGEG) in Kraft getreten.⁴¹¹ Erneut stand die Stärkung von Anlegerschutz und Anlegerrechten im Vordergrund der Absichten des Gesetzgebers. So verpflichtet das Gesetz in Deutschland tätige Banken seit dem Jahresbeginn 2010 zur ausführlichen Dokumentation von Beratungsgesprächen mit privaten Kunden in Form eines schriftlichen Beratungsprotokolls, welches dem Kunden i. d. R. vor Abschluss des Geschäfts auszuhändigen ist.⁴¹²

Am 08.04.2011 ist das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz – AnSFuG) zu einem Teil in Kraft getreten.⁴¹³ Auch dieses Gesetz soll der Förderung des Anlegerschutzes in Deutschland dienen. So müssen beispielsweise Wertpapierdienstleistungsunternehmen ab dem 01.07.2011 ihren privaten Kunden im Rahmen der Anlageberatung ein Produktinformationsblatt für jedes angebotene Finanzprodukt zur Verfügung stellen. Auf maximal drei DIN A4-Seiten müssen alle wesentlichen Informationen über Risiken, Ertragschancen und Kosten zu dem jeweiligen Finanzinstrument in komprimierter und leicht verständlicher Form dargestellt werden.

Darüber hinaus wurden neue Anforderungen an die Qualifikation und die erforderliche Zuverlässigkeit der Mitarbeiter in der Anlageberatung eingeführt. So sind etwa spätestens ab 01.11.2012 alle „Mitarbeiter in der Anlageberatung“, also Mitarbeiter sämtlicher Hierarchieebenen der Bank sowie „Vertriebsbeauftragte“ und „Compliance-Beauftragte“ vor Aufnahme ihrer Tätigkeit der BaFin durch das Finanzdienstleistungsinstitut anzuzeigen. Die BaFin ist darüber hinaus in Zukunft berechtigt, bei Nichteinhaltung der gesetzlichen Anforderungen durch einzelne Mitarbeiter, dem Finanzdienstleistungsinstitut den Einsatz dieser Mitarbeiter in der anzuzeigenden Funktion zu untersagen.⁴¹⁴

Die aufgeführten immer komplexeren regulatorischen Bestimmungen, welche an dieser Stelle nur vergleichsweise oberflächlich und lediglich im leicht erweiterten zeitlichen Kontext dieser Untersuchung beschrieben werden konnten, führen bei den Banken zu deutlich

⁴¹¹ Vgl. BGBl. I (2009), S. 2512.

⁴¹² Als Privatkunde im Sinne des Gesetzes gilt jede natürliche und juristische Person, mit Ausnahme bestimmter, in § 31a WpHG aufgezählter Ausnahmen. In § 14 Abs. 6 der Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung (WpDVerOV) ist aufgeführt, welche Angaben das Beratungsprotokoll mindestens enthalten muss.

⁴¹³ Vgl. BGBl. I (2011), S. 538.

⁴¹⁴ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011a), S. 13 ff.

steigenden Kosten im Bereich der Anlageberatung von Privatkunden. Im Falle der Nichteinhaltung der Gesetze und Verordnungen drohen zudem hohe Geldbußen sowie ggf. auch ein Reputationsverlust der jeweiligen Finanzdienstleistungsinstitute.⁴¹⁵ Auf der anderen Seite fördern sie aber auch eine Professionalisierung der Beratungsprozesse, durch die vor allem die Beratungsqualität auf ein gewisses Mindestmaß standardisiert werden könnte.⁴¹⁶

Insgesamt betrachtet, scheint der angestiegene Grad an Regulierung die Branche aber eher zu belasten. So hat etwa das FAZ-INSTITUT im Juli 2011 auf Basis einer Forsa-Umfrage herausgefunden, dass die Umsetzung des zum Jahresbeginn 2010 eingeführten Beratungsprotokolls in den Banken noch immer nicht abgeschlossen ist. So sah hier etwa jede zweite Bank im Jahr 2011 noch umfangreichen Handlungsbedarf für das eigene Haus. Der Wert lag damit sogar deutlich über dem Umfragewert aus dem Jahr 2010 und könnte darauf hindeuten, dass die Schwierigkeiten bei der Umsetzung der regulatorischen Maßnahmen erkannt wurden.⁴¹⁷

Vereinzelt haben kleinere Banken aufgrund dieser Problematik in der Folge Konsequenzen gezogen. So konnte verschiedentlich eine stärkere Fokussierung auf das Geschäftsfeld der Vermögensverwaltungen beobachtet werden. Das Bankhaus Metzler hat aufgrund der schärferen Regulierung die klassische Wertpapierberatung für Privatkunden sogar gänzlich eingestellt und bietet für diese Kundenklientel ausschließlich eine Vermögensverwaltung an.⁴¹⁸

⁴¹⁵ Vgl. Hille (2008), S. 28 f.

⁴¹⁶ Vgl. Brockmeier et al. (2007), S. 118 ff.

⁴¹⁷ Vgl. FAZ-Institut/ Steria-Mummert-Consulting (2010) und FAZ-Institut/ Steria-Mummert-Consulting (2011).

⁴¹⁸ Vgl. Köhler/ Landgraf (2012), S. 32.

3 Behavioral Finance

3.1 Einordnung und Überblick

Mit der Behavioral Finance⁴¹⁹ – also der verhaltensorientierten Finanzierungslehre – hat sich in den vergangenen Jahrzehnten eine weitgehend neue Forschungsrichtung im Bereich der Kapitalmarktforschung etabliert. Der Begriff wurde in den 1980er-Jahren geprägt und beschreibt die Erweiterung der neoklassischen Kapitalmarkttheorie⁴²⁰ um psychologische bzw. verhaltenswissenschaftliche Erkenntnisse, um auf diese Weise das Verhalten der Kapitalanleger bzw. diverse Ausprägungen an den Kapitalmärkten besser erklären zu können.⁴²¹ In der Literatur existieren zahlreiche größtenteils ähnliche Definitionen des Begriffs. Beispielhaft wird daher an dieser Stelle die Definition von OEHLER aufgeführt:

„Unter dem Behavioral Finance Paradigma lassen sich diejenigen Forschungsansätze subsumieren, die sich mit dem Entscheidungsverhalten von (Markt-) Akteuren modellhaft oder empirisch auseinandersetzen und Informationsaufnahme, Informationsverarbeitung sowie Erwartungsbildung und Entscheidungskriterien analysieren; der entscheidende Schwerpunkt liegt auf der Berücksichtigung tatsächlichen Verhaltens von Marktteilnehmern zum besseren Verständnis des Geschehens an Finanzmärkten.“⁴²²

Die in der finanzwirtschaftlichen Forschung bis heute vorherrschende moderne Kapitalmarkttheorie hat ihren Ursprung in der von MARKOWITZ aufgestellten Portfoliotheorie.⁴²³ Während dessen Erkenntnisse in Bezug auf die Risikominderung eines Portfolios durch Diversifikation auch heute noch allgemein anerkannt sind, werden andere der modernen Kapitalmarkttheorie zuzuordnende Annahmen zunehmend kontrovers diskutiert. Dazu zählt beispielsweise die ursprünglich von MUTH entwickelte Theorie der rationalen Erwartungen. MUTH geht davon aus, dass die Erwartungsbildung aller Marktakteure streng rational er-

⁴¹⁹ Der Begriff entspricht der international üblichen und auch im deutschen Sprachraum weit verbreiteten Bezeichnung. Vgl. Schiereck (2013), S. 239. Im britischen Englisch auch „Behavioural Finance“.

⁴²⁰ Unter anderem synonym auch als klassische Kapitalmarkttheorie und als Standard Finance bezeichnet.

⁴²¹ Vgl. Bittner/ Kiell (2005), S. 4 und Weber (1999), S. 6.

JURCZYK stellt fest, dass sich der Begriff Behavioral Finance, als Oberbegriff für diverse verhaltenswissenschaftlich begründete Ansätze, erstmals bei Gilad/ Kaish (1986): Handbook of behavioral economics, S. 235 findet. Siehe dazu: Jurczyk (2006), S. 81.

⁴²² Vgl. Oehler (2002), S. 848.

⁴²³ Vgl. Markowitz (1952), S. 77 ff.

folgt und sich deren Annahmen nicht wesentlich von den tatsächlich eintretenden Marktentwicklungen unterscheiden.⁴²⁴ Er unterstellt damit, dass die Marktteilnehmer keine systematischen Fehler begehen und nur bereit sind, höhere Risiken in Kauf zu nehmen, wenn die zu erwartende Rendite im gleichen Umfang wie das potenzielle Risiko ansteigt.⁴²⁵ Sollte es doch einmal zu einer Fehlbewertung am Kapitalmarkt kommen, so würde diese durch Realisation eines risikolosen Gewinns in Form eines Arbitragegeschäfts unmittelbar durch Marktteilnehmer eliminiert werden.⁴²⁶

Ähnliche Anforderungen in Bezug auf die Rationalität der Akteure werden auch in der auf VON NEUMANN/ MORGENSTERN zurückgehenden und bereits in den 1940er-Jahren entwickelten Erwartungsnutzentheorie unterstellt.⁴²⁷ Nach deren Erkenntnissen gilt bei Entscheidungen immer diejenige Alternative als überlegen, welche den höchsten Erwartungswert des Nutzens verspricht. Ein rationaler Entscheider handelt folglich immer entsprechend der von den beiden Wissenschaftlern formulierten und in der Folge zahlreich modifizierten Axiome, um den individuell zu erwartenden Nutzen zu maximieren.⁴²⁸

Ein weiteres Beispiel ist die These der Informationseffizienz der Kapitalmärkte, die Ende der 1960er-Jahre von einer Reihe US-amerikanischer Wissenschaftler aufgestellt wurde.⁴²⁹ Insbesondere FAMA hat entscheidende Beiträge zur Entstehung und Verbreitung dieser Hypothese geliefert.⁴³⁰ Die Vertreter der Effizienzmarkthypothese gehen im Kern davon aus, dass die realen Kapitalmärkte größtenteils dem Idealbild von effizienten Märkten entsprechen. Das setzt voraus, dass alle Marktteilnehmer sämtliche relevanten Informationen unverzerrt und vollständig aufnehmen und diese ohne zeitliche Verzögerung sowie identisch interpretiert sofort in Anlageentscheidungen verarbeiten. Jeder Kapitalanleger verfügt demnach über einen kostenfreien und unbeschränkten Zugang zu allen Informationen und verar-

⁴²⁴ Vgl. Muth (1961), S. 316.

⁴²⁵ In der Literatur wird ein Marktteilnehmer mit den geschilderten idealtypischen Eigenschaften auch häufig auch mit dem Begriff „Homo Oeconomicus“ beschrieben. Dementsprechend streben Menschen bei wirtschaftlichen Entscheidungen ausschließlich nach dem Prinzip der individuellen Nutzenmaximierung. Siehe dazu beispielsweise Bruns/ Meyer-Bullerdiek (2008), S. 80; Klement/ Weisser/ Wacker (2008), S. 6; Rapp (1997), S. 79 und Weber (1999), S. 8.

⁴²⁶ Vgl. Lamberti (2009) und Roßbach (2001), S. 4.

⁴²⁷ Vgl. von Neumann/ Morgenstern (1974).

⁴²⁸ Vgl. Irlle (2010), S. 116 f. und Unser (1999), S. 15 ff. sowie zur Vertiefung die in diesen Quellen angegebene Literatur.

⁴²⁹ Vgl. Rapp (1997), S. 78.

⁴³⁰ Vgl. Fama (1970), S. 383 ff. sowie Fama (1976).

beitet diese ohne durch Emotionen oder psychologisch motivierte Verhaltensweisen beeinflusst zu werden. So kann an effizienten Kapitalmärkten kein Marktteilnehmer einen Zusatznutzen erzielen, da alle wesentlichen Informationen bereits in den Marktpreisen enthalten sind.⁴³¹

Die Verwendung historischer Kurse zur Prognose zukünftiger Marktentwicklungen ist nach dieser Hypothese nutzlos, da sämtliche verfügbaren Informationen bereits in den aktuellen Marktpreisen enthalten sind. Lediglich neue bzw. zukünftige Informationen können Einfluss auf Marktentwicklungen der Zukunft nehmen. Zwischenzeitliche minimale Schwankungen um den Gleichgewichtspreis sind zufälliger Natur und unterliegen keiner Systematik.⁴³² Demzufolge wäre die von vielen Banken in der Praxis rege genutzte technische Analyse bzw. Chartanalyse von Marktpreisen kein geeignetes Instrument zur Abschätzung zukünftiger Marktentwicklungen.⁴³³ In Tabelle 4 sind in Anlehnung an OEHLER wesentliche Unterschiede zwischen der klassischen Kapitalmarkttheorie und der Behavioral Finance dargestellt.

Die Vertreter der Behavioral Finance möchten die moderne Kapitalmarkttheorie überwiegend nicht ersetzen, sondern diese vielmehr um ihre Erkenntnisse erweitern.⁴³⁴ Das gilt insbesondere für die Bereiche, in denen die Annahmen der klassischen Kapitalmarkttheorie mit der Realität im Widerspruch stehen. Hier greift die Behavioral Finance-Forschung auf Erkenntnisse der Psychologie und der Verhaltensforschung zurück, um so das nicht theoriekonforme Anlegerverhalten bzw. entsprechende Entwicklungen an den Kapitalmärkten erklären zu können.⁴³⁵ Dem zuvor beschriebenen rationalen Entscheider der klassischen Sichtweise, wird ein „menschlicher“ Entscheider entgegengesetzt, wodurch sich die Forschungsrichtung klar vom idealisierten Menschenbild des „Homo Oeconomicus“ distanziert.⁴³⁶

⁴³¹ Vgl. Baker/ Nofsinger (2010), S. 4; Lamberti (2009), und Rapp (1997), S. 78 f.

⁴³² Vgl. Bittner/ Kiell (2005), S. 3.

⁴³³ Vgl. Pring/ Straush (1993), S. IX ff. Weiterführend zum Thema technische Kursanalyse bzw. Chartanalyse siehe darüber hinaus beispielsweise Murphy (2000); Norden (2006); Schulz (1997), S. 161 ff. und Steiner/ Bruns (2002), S. 272 ff.

⁴³⁴ Vgl. Jurczyk (2006), S. 82.

⁴³⁵ MYERS fasst verschiedene reale Investorentypen in insgesamt sechs verschiedene Anlegerkategorien zusammen. Er unterscheidet dabei zwischen dem vorsichtigen, emotionalen, technischen, geschäftigen, nachlässigen und informierten Anleger. Siehe dazu Myers (1999), S. 169 ff.

⁴³⁶ Vgl. Bloomfield (2010), S. 23. Richard Thaler, einer der Mitbegründer der verhaltensorientierten Finanzierungslehre, beschreibt die Behavioral Finance dementsprechend auch als „open minded finance“ Vgl. Weber (1999), S. 6.

Moderne Kapitalmarkttheorie	Kriterien	Behavioral Finance
<ul style="list-style-type: none"> • Ausschließlich Investoren vom Typ „Homo Oeconomicus“, die sich zu jeder Zeit streng rational verhalten 	Rationalität	<ul style="list-style-type: none"> • Menschen mit heterogenen, unvollständigen Informationsaufnahme- und Informationsverarbeitungskapazitäten, die sich individuell und kollektiv irrational verhalten
<ul style="list-style-type: none"> • Vollkommene Informationen (vollständig, korrekt, kostenlos und ohne zeitliche Verzögerung) 	Informationsverhalten	<ul style="list-style-type: none"> • Unvollkommene Informationen (ggf. unvollständig, fehlerbehaftet, kostenpflichtig oder mit zeitlicher Verzögerung)
<ul style="list-style-type: none"> • Gesamtmarkt ist im Ergebnis rational; Irrationalitäten Einzelner werden sofort eliminiert 	Marktebene	<ul style="list-style-type: none"> • Irrationalitäten sowohl auf individueller wie auch – ggf. verstärkt – auf Gesamtmärktebasis
<ul style="list-style-type: none"> • Risikolose bzw. risikoarme Arbitrage als sofortiger Ausgleich von Irrationalitäten 	Arbitragemöglichkeiten	<ul style="list-style-type: none"> • Arbitragemöglichkeiten eingeschränkt, da Irrationalitäten längere Zeit anhalten können

Tab. 4: Wesentliche Unterschiede zwischen moderner Kapitalmarkttheorie und Behavioral Finance⁴³⁷

Die Behavioral Finance-Forschung ist häufig ein deskriptiver Forschungsansatz und beruht auf der Erkenntnis, dass Menschen aufgrund diverser psychischer, mentaler und neuronaler Beschränkungen nur in begrenztem Maße zu rationalem Handeln in der Lage sind.⁴³⁸ Diese Annahme wird durch eine frühe und wesentliche Komponente der verhaltenwissenschaftlich orientierten Finanzierungstheorie, der Theorie der „Bounded Rationality“, gestützt.⁴³⁹ Bereits Mitte der 1950er-Jahre hat SIMON mit dieser Theorie der eingeschränkten bzw. begrenzten Rationalität festgestellt, dass der Rationalitätsanspruch an das Verhalten des „Homo Oeconomicus“ nicht dem der realen Entscheider an den Kapitalmärkten gerecht wird.⁴⁴⁰

Auch in darauffolgenden empirischen und experimentellen Beobachtungen konnte eine vollumfängliche Rationalität, die zum Beispiel mit der Bernoulli-Axiomatik in Einklang steht, bei menschlichen Entscheidungssituationen nicht festgestellt werden.⁴⁴¹ Damit handeln die

⁴³⁷ In Anlehnung an Oehler (2002), S. 849.

⁴³⁸ Vgl. Blechschmidt (2007), S. 15 und Jurczyk (2006), S. 81 ff.

⁴³⁹ Vgl. Blechschmidt (2007), S. 13; Oehler (2002), S. 849 und Rossbach (2001), S. 11.

⁴⁴⁰ Vgl. Simon (1955), S. 99 ff.

⁴⁴¹ Weitere Modelle eingeschränkter Rationalität hat beispielsweise LÜDEMANN zusammen getragen. Vgl. Lüdemann (1997), S. 20 f.

menschlichen Entscheider weniger den Axiomen der Erwartungsnutzentheorie entsprechend, sondern werden vielmehr von einem anderen Kriterien folgenden, satisfizierenden und logisch-konsistenten Verhalten gelenkt. Dabei unterliegen sie sowohl im Bereich der kognitiven Kapazitäten, als auch im motivationalen und emotionalen Bereich diversen Beschränkungen.⁴⁴²

Diese Beschränkungen können im kognitiven Bereich vor allem in der naturgemäß beschränkten geistigen Verarbeitungsfähigkeit von Menschen in komplexen Entscheidungssituationen liegen. Im motivationalen Bereich könnte dem Menschen ein individuell zufriedenstellender, aber objektiv eingeschränkter Informationsstand, zum Beispiel aufgrund mangelnder Motivation weitere Informationsquellen zu suchen bzw. auszuwerten, zur Entscheidungsfindung genügen. Und im emotionalen Bereich werden Menschen beispielsweise regelmäßig durch gefühlsmäßige Einflüsse wie Angst, Freude, Gier, Macht, etc. beeinflusst.⁴⁴³

Im Laufe der achtziger Jahre des vergangenen Jahrhunderts erlangte das Forschungsgebiet der Behavioral Finance durch eine Reihe weiterer entscheidender Veröffentlichungen ein zunehmend breiteres Interesse.⁴⁴⁴ Eine entscheidende Basis legten dabei die Psychologen KAHNEMAN und TVERSKY mit der von ihnen 1979 entwickelten Prospect Theory.⁴⁴⁵ Mit dieser im Deutschen auch „Neue Erwartungstheorie“ genannten Theorie widersprechen die beiden Wissenschaftler im Kern der Erwartungsnutzentheorie. Sie stellen in verschiedenen Situationen Verletzungen der Axiome der Erwartungsnutzentheorie fest und zeigen, dass menschliches Fehlverhalten nicht zufällig auftritt, sondern verschiedene kognitive Prozesse des menschlichen Gehirns dem Idealbild des „Homo Oeconomicus“ regelmäßig widersprechen. KAHNEMAN und TVERSKY führen die Verletzungen der Axiome auf die Nutzung von Faustregeln und Heuristiken der menschlichen Entscheider zurück.⁴⁴⁶

⁴⁴² Vgl. Oehler (2002), S. 849 f. sowie die dort aufgeführte Literatur.

⁴⁴³ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 44 sowie Roßbach (2001), S. 11.

TVEDE hat zusammengestellt, in welcher Form diese menschlichen Beschränkungen in den vergangenen Jahrhunderten zu beobachtbaren irrationalen Marktentwicklungen geführt haben. Siehe dazu Tvede (2002), S. 25 ff.

⁴⁴⁴ Vgl. Jaunich (2008), S. 25 ff. und Ohlsen (1998), S. 10 f. IRLE spricht sogar von der Geburtsstunde der Behavioral Finance. Vgl. Irle (2010), S. 118.

⁴⁴⁵ Vgl. Harr (2010), S. 12 und Shiller (1998), S. 3.

⁴⁴⁶ Vgl. Kahneman/ Tversky (1979), S. 263 ff. sowie Kahneman/ Tversky (1992), S. 297 ff.

So scheinen Menschen häufig nicht die nötige Disziplin und Selbstkontrolle aufzuweisen, denn ihre Gefühle behindern ihre Fähigkeit, rational zu entscheiden. Folglich werden beispielsweise Gewinne anders wahrgenommen und gewichtet, als Verluste.⁴⁴⁷ In der Konsequenz ergeben sich dadurch neben falschen bzw. suboptimalen individuellen Entscheidungen, aggregiert unter Umständen auch Verzerrungen der Marktkurse.⁴⁴⁸ Daher wird in der Behavioral Finance-Forschung zumeist in eine Individualebene und eine Gesamtmarktebene unterschieden. Während auf der Individualebene untersucht wird, wie beispielsweise die Prozesse der Wahrnehmung, Verarbeitung oder Bewertung von Informationen das Entscheidungsverhalten eines Menschen beeinflussen, wird auf der Gesamtmarktebene erforscht, wie sich die zusammengeführten Entscheidungen aller Marktteilnehmer auf den Gesamtmarkt auswirken.⁴⁴⁹ In mehreren empirischen Studien wurde in diesem Zusammenhang festgestellt, dass auf realen Wertpapiermärkten zumindest keine strenge Informationseffizienz vorliegt.⁴⁵⁰

In den nachfolgenden Ausführungen werden wichtige Ausprägungen und Elemente der Behavioral Finance in komprimierter Form dargestellt. In Abschnitt 3.2 geht es dabei zunächst um Heuristiken, also Faustregeln bzw. standardisierte Vorgehensweisen, die eine schnelle Informationsverarbeitung beim Entscheider ermöglichen sollen. Im Anschluss daran wird das Kontrollbedürfnis von Menschen in Bezug auf die zu treffenden Entscheidungen näher beschrieben. In Abschnitt 3.4 wird eine Reihe von Effekten aufgeführt, die eine signifikante Abhängigkeit des Menschen von diversen Bezugspunkten und Rahmenbedingungen im Zusammenhang mit Entscheidungen zeigen sollen. Daran anschließend geht es um das Herdenverhalten von Menschen im Kontext finanzieller Entscheidungen. In Abschnitt 3.6 werden verschiedene Kapitalmarktanomalien beschrieben. Diese entstehen immer dann, wenn sich Preise an den Kapitalmärkten signifikant von den fundamental begründ- und erklärbar-Preisen entfernen. Mit einer kurzen kritischen Betrachtung des Forschungsgebietes der verhaltensorientierten Finanzierungslehre soll der Themenkomplex schließlich abgeschlossen werden.

⁴⁴⁷ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 27 ff.

⁴⁴⁸ In der Erwartungsnutzentheorie wird hingegen unterstellt, dass individuelle Abweichungen im Aggregat ausgeglichen werden. Siehe dazu Bittner/ Kiell (2005), S. 14.

⁴⁴⁹ Vgl. Karlen (2004), S. 20.

⁴⁵⁰ Vgl. beispielhaft Lamberti (2009) und Steiner/ Bruns (2002), S. 44 f. Zur Informationseffizienz am deutschen Aktienmarkt siehe auch Möller (1985), S. 500 ff.

3.2 Heuristisch begründete Verzerrungen

Menschen können bei ökonomischen Entscheidungen in der Regel nicht vollständig rational im Sinne des „Homo Oeconomicus“ entscheiden.⁴⁵¹ Das liegt in besonderem Maße an den vielen relevanten Einflussfaktoren im Zusammenhang mit Entscheidungen sowie deren häufig wechselseitigen Abhängigkeiten und Wirkungen. So treffen an den Kapitalmärkten permanent neue Nachrichten und Informationen ein, die allein schon aufgrund ihrer quantitativen Komplexität wohl kaum von einem realen Kapitalmarktteilnehmer vollständig erfasst werden können.⁴⁵² Darauf deuten bereits die Erkenntnisse von MILLER hin, der vor über 60 Jahren festgestellt hat, dass das menschliche Gehirn nur etwa sieben Informationseinheiten gleichzeitig präsent halten kann.⁴⁵³ Damit erscheint es für viele Situationen unmöglich, dass Menschen alle zur Entscheidungsfindung relevanten Informationen vollständig erfassen und verarbeiten können.⁴⁵⁴ Erschwerend kommt hinzu, dass Entscheidungen häufig unter Zeit- und Leistungsdruck, im Kontext eines unzureichenden Fach- und Methodenwissens oder unter Verzicht der Zuhilfenahme förderlicher technischer Hilfsmittel getroffen werden.⁴⁵⁵

Heuristiken⁴⁵⁶ können in komplexen Entscheidungssituationen helfen, den Aufwand des Auffindens einer geeigneten Lösung zu reduzieren. Allerdings erfolgt die Nutzung unter der Inkaufnahme, dass aufgrund des geringeren Aufwands nur eine befriedigende, aber keine optimale Lösung angestrebt werden kann.⁴⁵⁷ Unter Umständen kann die mit Hilfe von Heuristiken ermittelte Lösung sogar vollständig unbrauchbar sein.⁴⁵⁸ GOLDBERG/ VON NITZSCH definieren Heuristiken als „Regeln oder Strategien der Informationsverarbeitung, die mit geringem Aufwand zu einem schnellen, aber nicht garantiert optimalen Ergebnis kommen, kurz: Faustregeln.“⁴⁵⁹

KAHNEMAN/ TVERSKY haben 1974 erstmals nachgewiesen, dass Menschen aufgrund ihrer beschränkten Informationsverarbeitungskapazitäten regelmäßig Heuristiken nutzen,

⁴⁵¹ Vgl. Abschnitt 3.1.

⁴⁵² Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 49. SCHWARTZ führt in seiner Arbeit insgesamt elf verschiedene Gründe an, warum sich Menschen regelmäßig der Hilfe verschiedener Heuristiken bedienen. Siehe dazu Schwartz (2010), S. 58 f.

⁴⁵³ Vgl. Miller (1956), S. 81 ff.

⁴⁵⁴ Vgl. Jurczyk (2006), S. 87.

⁴⁵⁵ Vgl. Blechschmidt (2007), S. 16; Maas/ Weibler (1990), S. 82 und Weber (2011), S. 27.

⁴⁵⁶ Der Begriff hat seinen Ursprung im altgriechischen Wort „heuriskein“, was in etwa bedeutet „zum Finden geeignet“. Vgl. Fischer (1981), S. 173.

⁴⁵⁷ Vgl. Ackert/ Deaves (2010), S. 86 ff.

⁴⁵⁸ Vgl. Grünig/ Kühn (2009), S. 53 f. sowie die dort zitierte Literatur, insb. Feigenbaum/ Feldman (1963).

⁴⁵⁹ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 49.

um die Komplexität von Prognosen bzw. in der Beurteilung von Wahrscheinlichkeiten verringern zu können.⁴⁶⁰ Heuristiken können von Menschen dabei bewusst wie unbewusst angewendet werden, wenngleich sich vermutlich kein eindeutiger Trennstrich zwischen beiden Varianten ziehen lässt. Dass bewusst verwendete Heuristiken mit dem Risiko einhergehen, mitunter zu nicht optimalen oder gar zu falschen Erkenntnissen zu führen, ist dem Anwender in der Regel bekannt. Er nimmt das Risiko dann, zum Beispiel aufgrund von Zeit- oder Kostenrestriktionen, kalkulierend in Kauf. Anders verhält es sich bei unbewusst genutzten Heuristiken. Sie nutzt der Mensch in der Regel ungewollt oder intuitiv, sodass sich dadurch eine nicht willentlich verzerrte Informationswahrnehmung und -verarbeitung ergibt. Diese unbewusst angewendeten Heuristiken können Kapitalanleger nur eindämmen, wenn sie sich ihrer Existenz bewusst sind und sich aktiv mit der Thematik beschäftigen.⁴⁶¹

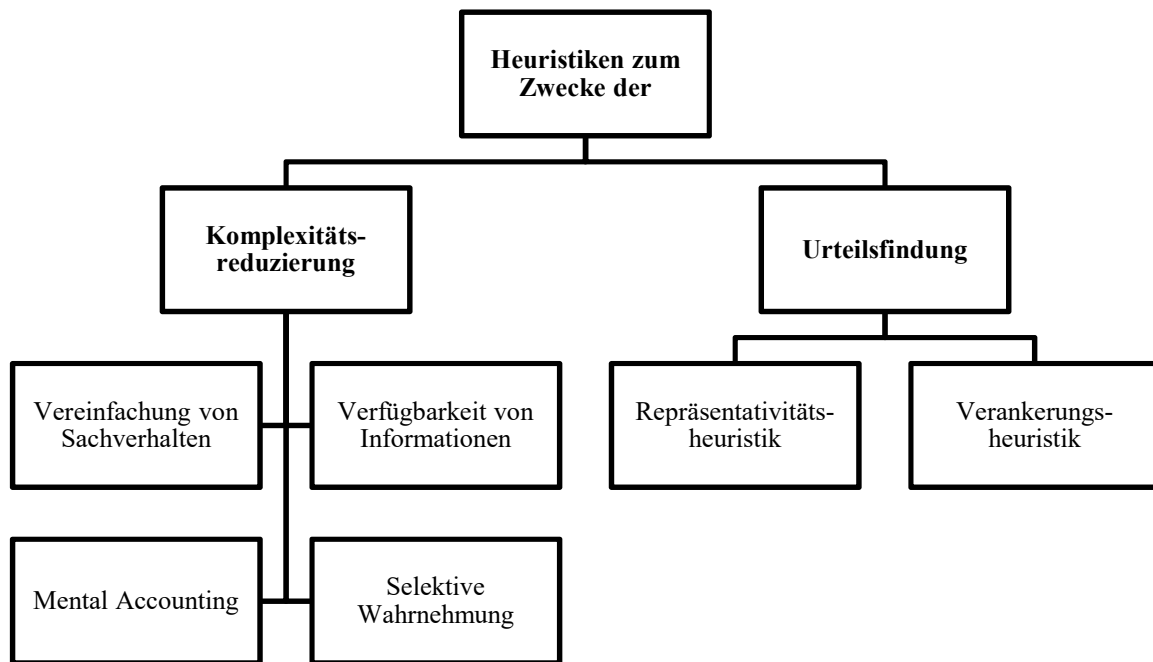


Abb. 10: Darstellung der verschiedenen in dieser Arbeit vorgestellten Heuristiken

In Abbildung 10 sind die auf den kommenden Seiten beschriebenen, in der Regel unbewusst genutzten, Heuristiken aufgeführt.⁴⁶² Sie lassen sich thematisch in Heuristiken zur Komplexitätsreduzierung und in Heuristiken zur Urteilsfindung unterteilen.

⁴⁶⁰ Vgl. Tversky/ Kahneman (1974), S. 1124 ff.

⁴⁶¹ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 50 f.

⁴⁶² Darüber hinaus existieren noch weitere weniger bedeutsame Heuristiken. Teilweise werden auch in dieser Arbeit anders eingegliederte Behavioral Finance-Effekte, wie beispielsweise die Verlustaversion, den Heuristiken zugeordnet. Siehe dazu Schwartz (2010), S. 63 ff.

3.2.1 Heuristiken zur Komplexitätsreduzierung

3.2.1.1 Vereinfachung von Sachverhalten

Die Verringerung der Komplexität von Sachverhalten ist ein von Menschen häufig genutztes Mittel, um zu bewältigende Entscheidungssituationen zu vereinfachen. Zu diesem Zweck können beispielsweise ungerade Geldbeträge auf- oder abgerundet werden. Eine andere Möglichkeit besteht darin, unwichtig oder nebensächlich erscheinende Informationen nicht oder nur in vereinfachter oder verständlicherer Form in die Entscheidungsfindung einzubeziehen. In beiden Fällen kann die Entscheidungssituation auf der einen Seite zwar vereinfacht und ihre kognitive Bewältigung erleichtert werden, auf der anderen Seite kann ein nachlässiges Vorgehen aber auch zu unvernünftigen und rational nicht begründbaren Entscheidungen führen.⁴⁶³

3.2.1.2 Mental Accounting

Die Bezeichnung Mental Accounting wurde in den frühen 1980er-Jahren von THALER geprägt und bedeutet ins Deutsche übersetzt in etwa „Geistige Konten führen“.⁴⁶⁴ Dahinter verbirgt sich eine Strategie zur Komplexitätsreduktion. Menschen weisen demnach in Beurteilungs- oder Entscheidungssituationen tendenziell das Verhalten auf, komplexe Projekte in mehrere Teile zu separieren und dafür jeweils ein eigenes mentales Konto zu führen. Während auf diese Weise zwar geistige Ressourcen geschont und Sachverhalte vereinfacht werden können, wird meistens unterschlagen, dass sich die verschiedenen Teile eines Projekts auch wechselseitig beeinträchtigen können.⁴⁶⁵

Im Zusammenhang mit Kapitalanlagen konterkariert das Mental Accounting daher beispielsweise die Erkenntnisse der Portfoliotheorie. Wenn Korrelationen zwischen verschiedenen Wertpapieren im Anlageprozess aufgrund der Bildung separierter geistiger Konten keine Berücksichtigung finden, kann das eine grundlegend falsche Risikobewertung der gesamten Kapitalanlage zur Folge haben. So können drei verschiedene Aktien zum Beispiel einzeln betrachtet jeweils eine hohe Volatilität aufweisen. Werden sie jedoch in einem Port-

⁴⁶³ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 52 f.

⁴⁶⁴ Siehe dazu beispielsweise Thaler (1980), S. 39 ff. und Thaler (1985), S. 199 ff.

⁴⁶⁵ Vgl. Shefrin/ Statman (1985), S. 780.

folio in ihrer Gesamtheit bewertet und verfügen sie über niedrige Korrelationswerte, so können sie gemeinsam vergleichsweise schwankungsarm und somit mit einem relativ niedrigen Risiko versehen sein. Das Bilden mentaler Konten im Kontext der Kapitalanlage kann daher die Zusammenstellung und Bewahrung effizienter Portfolios gefährden.⁴⁶⁶

3.2.1.3 Verfügbarkeit von Informationen

Durch die Verfügbarkeitsheuristik⁴⁶⁷ wird die Komplexität von Sachverhalten reduziert, indem Informationen, die beim Menschen nur schwer oder überhaupt nicht abrufbar sind, vernachlässigt werden. Dieser auch als Availability-Effekt genannte Prozess läuft meist unterbewusst ab, da sich Menschen an bestimmte Erfahrungen und Informationen besser und schneller erinnern, als an andere. Dazu zählen beispielsweise eigene oder aus dem persönlichen Umfeld stammende Denkstrukturen, Erfahrungen, Handlungen und Vorlieben, aber auch erst kürzlich eingetroffene Informationen sowie aktuelle Ereignisse sind häufig leichter verfügbar.⁴⁶⁸

KAHNEMAN/ TVERSKY haben als erste untersucht, welche Auswirkungen diese kognitive Verfügbarkeit bei Menschen auf das Einschätzen von Wahrscheinlichkeiten hat.⁴⁶⁹ Sie haben empirisch nachgewiesen, dass Menschen die Wahrscheinlichkeit des Eintretens eines bestimmten Ereignisses umso höher einschätzen, je verfügbarer ihnen Beispiele vergleichbarer Ereignisse sind.⁴⁷⁰ Im Zusammenhang mit den Finanzmärkten würden so beispielsweise Marktteilnehmer, die in ihrem Leben noch keinen Börsencrash persönlich miterlebt haben, die Wahrscheinlichkeit des Eintretens eines solchen geringer einschätzen, als Menschen, die entsprechende Kurseinbrüche schon selbst miterlebt haben.⁴⁷¹ KAHNEMAN/ TVERSKY folgern aus ihren Erkenntnissen, dass die kognitive Verfügbarkeit von Erinnerungen zu Wahrnehmungsverzerrungen und systematischen Fehlern in der Meinungs- und Entscheidungsbildung führen kann.⁴⁷²

⁴⁶⁶ Vgl. Altenburger (2011), S. 46 f. und Jurczyk (2006), S. 90.

⁴⁶⁷ Teilweise wird die Verfügbarkeitsheuristik auch den Heuristiken zur Urteilsfindung zugeordnet. Vgl. Raab/ Unger/ Unger (2010), S. 121.

⁴⁶⁸ Vgl. Kiehling (2001), S. 52.

⁴⁶⁹ Vgl. Blechschmidt (2007), S. 20.

⁴⁷⁰ Vgl. Tversky/ Kahneman (1973), S. 207 ff. sowie Tversky/ Kahneman (1974), S. 1127 f. In beiden Quellen sind eine Reihe empirischer Ergebnisse zur Verfügbarkeitsheuristik aufgeführt. Vgl. weiterführend auch Raab/ Unger/ Unger (2010), S. 122 ff.

⁴⁷¹ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 57.

⁴⁷² Vgl. Tversky/ Kahneman (1974), S. 1127 f.

Das geistige Vorhandensein von Erinnerungen wird von fünf verschiedenen Faktoren wesentlich beeinflusst. Zum einen bestimmt die subjektive Häufigkeit, mit der ein bestimmtes Ereignis vom Menschen gespeichert wird, entscheidend die Fähigkeit, sich an dieses zu erinnern. Daneben können sich Menschen an aktuellere Ereignisse wesentlich leichter erinnern, als an länger zurückliegende. Drittens fördern auch besonders auffällige Ereignisse aufgrund des hohen Kontrastwertes zu deren Umwelt die kognitive Präsenz in der Folgezeit. Darüber hinaus kann die Anschaulichkeit bestimmter Begebenheiten oder Informationen, beispielsweise aufgrund emotionaler Färbung oder simpler Darstellung, dazu führen, dass Menschen sich daran gut erinnern können. Abschließend spielt auch der Faktor der affektiven Kongruenz eine Rolle. Damit wird umschrieben, dass mit einer gewissen Stimmung verbundene Erinnerungen des Menschen beim Vorhandensein einer vergleichbaren Stimmung leichter verfügbar sind. In Bezug auf die Kapitalmärkte können diese Faktoren in vielerlei Hinsicht dazu führen, dass Menschen später nur mittelmäßige oder sogar falsche Entscheidungen treffen.⁴⁷³

3.2.1.4 Selektive Wahrnehmung

Aus der Vielzahl von Informationen, die ständig auf den Menschen einwirken, werden u. a. aufgrund der beschränkten Aufnahmefähigkeit des menschlichen Gehirns, verschiedene Informationen bewusst oder unbewusst ausgewählt, während andere kaum oder keine Berücksichtigung finden. Dabei tendieren Menschen dazu, ähnliche Informationen zu gruppieren und aktiv zu verdichten, während in der Minderheit befindliche gegensätzliche Informationen häufig vernachlässigt oder sogar negiert werden.⁴⁷⁴ Aber auch diejenigen Inhalte, die mit bereits vorhandenen Erfahrungen, Überzeugungen oder Vorstellungen in Einklang stehen, werden grundsätzlich durch den Menschen präferiert, während gegenteilige Inhalte regelmäßig ignoriert, untergewichtet oder verdrängt werden. Die menschliche Wahrnehmung zeigt demnach die Tendenz, kognitive Dissonanzen verringern oder komplett vermeiden zu wollen.⁴⁷⁵

Richtig angewendet ist die selektive Wahrnehmung von Informationen eine sinnvolle Strategie, um der limitierten Informationsverarbeitungskapazität des Menschen Rechnung zu

⁴⁷³ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 57 ff. und Shefrin (2007), S. 13 f. sowie die dort zitierte Literatur.

⁴⁷⁴ Vgl. Maas/ Weibler (1990), S. 77.

⁴⁷⁵ Vgl. Guo (2002), S. 69 und Karlen (2004), S. 21.

tragen. Denn wenn der Mensch laufend Entscheidungen auf der Suche nach neuen Informationen hinterfragen würde oder diese aufgrund einer praktisch nicht zu bewältigenden Masse an Informationen gar nicht erst treffen kann, wäre er letztlich überhaupt nicht entscheidungsfähig.⁴⁷⁶ Allerdings resultiert aus den realen Selektionsprozessen häufig ein zu subjektiv gefärbtes Abbild der Wirklichkeit. So werden an den Kapitalmärkten sogar vergleichsweise wertneutrale Ereignisse in einer Hausse tendenziell positiver und in einer Baisse tendenziell negativer interpretiert.⁴⁷⁷ Zudem hängt häufig von der Einstellung eines Menschen zu einer Kapitalanlage, z. B. zu einer bestimmten Aktie, ab, wie neue Nachrichten zu dem Wert wahrgenommen werden. Dabei gewichten menschliche Entscheider Informationen, welche sie in ihrer Meinung bestätigen, signifikant stärker, als gegensätzliche Nachrichten.⁴⁷⁸

3.2.2 Heuristiken zur Urteilsfindung

3.2.2.1 Repräsentativitätsheuristik

Auch der Forschungsbereich der Repräsentativitätsheuristik liefert eine Reihe von Hinweisen, dass oftmals rationale Beweggründe beim Prozess der menschlichen Urteilsbildung vernachlässigt werden.⁴⁷⁹ So drückt Repräsentativität allgemein formuliert die Beziehung eines Objektes zu einer Objektklasse aus. Objekte können in diesem Zusammenhang beispielsweise Gegenstände, Personen, Stichproben oder Zustände sein, während Objektklassen die dazugehörigen Gruppen oder Gesamtsituationen, etwa Personengruppen oder eine Grundgesamtheit, darstellen. Ein Objekt ist immer dann repräsentativ für dessen Objektklasse, wenn eine große Ähnlichkeit einzelner oder mehrerer Ausprägungen dessens mit den typischen Merkmalen der Klasse beobachtet werden kann.⁴⁸⁰

KAHNEMAN/ TVERSKY haben die Repräsentativitätsheuristik 1972 vorgestellt und in einer Reihe von Studien untersucht.⁴⁸¹ Dabei kommen sie häufig zu der Feststellung, dass Menschen dazu neigen, Wahrscheinlichkeiten signifikant falsch einschätzen. So haben die beiden

⁴⁷⁶ Vgl. Flemisch (2006), S. 213.

⁴⁷⁷ Vgl. Frey/ Stahlberg (1990), S. 116. Die Autoren liefern in ihrem Beitrag zudem eine Vielzahl weiterer empirischer Belege zur Begründung der „Selektiven Wahrnehmung“. Siehe dazu Frey/ Stahlberg (1990), S. 102 ff.

⁴⁷⁸ Vgl. Klement/ Weisser/ Wacker (2008), S. 13 und von Nitzsch/ Stotz (2007), S. 874 f.

⁴⁷⁹ Vgl. Maas/ Weibler (1990), S. 82.

⁴⁸⁰ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 71.

⁴⁸¹ Ein breiter Überblick über ihre Forschungsergebnisse sowie die Erkenntnisse weiterer Wissenschaftler zum Thema findet sich in Kahneman/ Slovic/ Tversky (1982), S. 23 ff.

Wissenschaftler beispielsweise in einer Untersuchung – vereinfacht dargestellt – die Frage formuliert, ob bei Familien mit sechs Kindern eine Geburtenfolge (M=Mädchen, J=Junge) von M J M J J M oder J M J J J J wahrscheinlicher ist. Obwohl beide Folgen eine identische Wahrscheinlichkeit des Eintretens aufweisen, haben sich in der Untersuchung über 80 Prozent der Teilnehmer für eine höhere Wahrscheinlichkeit der ersten Geburtenfolge ausgesprochen. Die Gründe für diese Fehleinschätzung können beispielsweise darin liegen, dass die Teilnehmer die genaue Geburtenfolge vernachlässigen und anstelle dessen fälschlicherweise nur die Häufigkeiten von Familien mit sechs Kindern in paritätischer Aufteilung, mit der einer Aufteilung von fünf Jungen und nur einem Mädchen, ins Verhältnis setzen.⁴⁸²

Repräsentativität kann auch mit den Begriffen Denkmuster oder Schema umschrieben werden. Dabei neigen Menschen dazu, Objekten, zu denen eigene nutzbare Ansichten oder Erfahrungen existieren und die somit in ein bestehendes Schema passen, eine hohe Repräsentativität einzuräumen. Umgekehrt ist die Repräsentativität regelmäßig niedrig, wenn der Mensch keine passenden Schemata, z. B. auf Basis von Beobachtungen in der Vergangenheit oder durch angeeignetes Wissen, aufweisen kann.⁴⁸³

Ein weiteres Beispiel für die falsche Schätzung von Wahrscheinlichkeiten ist die sogenannte Conjunction Fallacy, die etwa mit „Verknüpfungstäuschung“ ins Deutsche übersetzt werden kann. Während die Wahrscheinlichkeitsrechnung festlegt, dass die gemeinsame Wahrscheinlichkeit des Eintretens von zwei Ereignissen niemals größer sein kann, als die Wahrscheinlichkeit des Eintritts jedes einzelnen dieser Ereignisse, missachten viele Menschen diese Regel.⁴⁸⁴ So haben TVERSKY/ KAHNEMAN beispielsweise – verkürzt dargestellt – in einem Experiment einen 34-jährigen Mann namens Bill folgendermaßen beschrieben: Intelligent, phantasielos, zwanghaft, relativ unansehnlich und in der Schule besonders gut in Mathematik, aber schlecht in Sozialkunde und Geisteswissenschaften. Die Probanden sollten auf Basis dieser Charakterisierung schätzen, welche von einer Reihe von vorformulierten Behauptungen über Bill am wahrscheinlichsten seien. Im Ergebnis hielt es eine große Mehrheit der Teilnehmer für wahrscheinlicher, dass Bill sowohl Buchhalter ist als auch selber

⁴⁸² Vgl. Kahneman/ Tversky (1972), S. 432.

⁴⁸³ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 72.

⁴⁸⁴ Vgl. Montier (2002), S. 9 ff.

Jazzmusik macht, als dass er einfach nur Jazzmusik macht und einen beliebigen Beruf ausübt.⁴⁸⁵

Eine weitere häufig anzutreffende Repräsentativitätsheuristik wird als Monte-Carlo-Effekt oder Spielerirrtum bezeichnet.⁴⁸⁶ So wurde in verschiedenen Experimenten im Zusammenhang mit Lotterieziehungen herausgefunden, dass Menschen auch bei zufälligen, stochastisch unabhängigen Ereignissen, an sequenzielle Zusammenhänge glauben. Für das Glücksspiel Roulette gehen Menschen beispielsweise vielfach davon aus, dass nach einer längeren Serie der Farbe „Rot“ die Wahrscheinlichkeit für eine „schwarze“ Zahl ansteigt. Die Menschen kalkulieren hierbei offensichtlich fälschlicherweise mit bedingten Wahrscheinlichkeiten und sehen so die Wahrscheinlichkeit einer Reihe von Ereignissen offenbar regelmäßig in einem Gesamtzusammenhang. Diese Denkweise könnte auch auf den Kapitalmärkten Anwendung finden. So etwa, wenn Investoren allein aufgrund von deutlichen Kursverlusten eine Gegenbewegung mit Kursgewinnen erwarten.⁴⁸⁷

Auch die Neigungen menschlicher Entscheider, empirische und kausale Zusammenhänge mit zu großen Wahrscheinlichkeiten zu versehen bzw. Zusammenhänge anzunehmen, obwohl gar keine existieren, sind Repräsentativitätsheuristiken. So erklären Menschen bestimmte Ergebnisse, Handlungen oder Situationen, deren Ursache scheinbar sowohl auf das eigene Handeln bzw. das Handeln einer anderen Person, als auch auf eine bestimmte Situation, wie beispielsweise Glück, zurückgeführt werden kann, eher durch das menschliche Handeln. Zur Befriedigung des Bedürfnisses nach Kontrolle deuten Entscheider daher bewusst oder unbewusst das eingetretene Ereignis als durch die menschlichen Eigenschaften und Fähigkeiten herbeigeführt.⁴⁸⁸

Ein Beispiel für einen mangelnden kausalen Zusammenhang liefert auch das ehemalige deutsche Börsensegment „Neuer Markt“.⁴⁸⁹ Scheinbar nur weil ein Unternehmen in diesem Segment gelistet wurde, konnten bei den Börsengängen vielfach sehr hohe Zeichnungsgewinne

⁴⁸⁵ Vgl. Tversky/ Kahneman (1983), S. 297 ff.

⁴⁸⁶ Häufig wird synonym auch der engl. Begriff „Gambler’s fallacy“ verwendet. Vgl. beispielsweise Shefrin (2007), S. 18 und Unser (1999), S. 163 sowie weiterführend auch Barron/ Leider (2008).

⁴⁸⁷ Vgl. Kiehling (2001), S. 106 ff. sowie die dort ausführlich aufgeführte Literatur.

⁴⁸⁸ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 81 f.

⁴⁸⁹ Der „Neue Markt“ war ein 1997 von der Deutschen Börse nach dem Vorbild der amerikanischen Technologiebörse NASDAQ eingeführtes Börsensegment. Der Aktienindex sollte die Wertentwicklung der Unternehmen aus den damaligen „Zukunftsbranchen“ Biotechnologie, Multimedia und Telekommunikation widerspiegeln. Nach drastischen Kursverlusten und zahlreichen Insolvenzen wurde das Börsensegment im Juni 2003 geschlossen. Vgl. dazu und weiterführend Kalckreuth/ Silbermann (2010), S. 1 ff.

durch die Investoren erzielt werden. Einige Zeit später kam es dann jedoch häufig zu deutlichen Kursverlusten, die dazu führten, dass die Kurse fundamental begründbare Höhen erreichten. Dieser Kursrückgang kann so interpretiert werden, dass es sich zuvor offensichtlich nur um eine Scheinkorrelation und nicht um einen echten kausalen Zusammenhang gehandelt hat.⁴⁹⁰

3.2.2.2 Verankerungsheuristik

Die Verankerungsheuristik⁴⁹¹ ist eine weitere Urteilsheuristik und beschreibt die menschliche Neigung, sich bei Entscheidungen unter Unsicherheit an bestimmten Richtwerten, den sogenannten Ankerwerten, zu orientieren. Dabei dienen die Ankerwerte in der Regel als Basis, um in einem nachfolgenden Prozess unter Berücksichtigung weiterer Informationen und zusätzlicher Analysen fortlaufend angepasst bzw. verändert zu werden.⁴⁹² Die Werte können entweder in einem direkten sachlogischem Bezug zum geforderten Entscheidungswert liegen oder auch nur willkürlich bzw. zufällig im Zusammenhang mit dem Schätzwert in Erscheinung treten.⁴⁹³

Die Verankerungsheuristik findet im Grunde bei fast jeder menschlichen Schätzung Anwendung.⁴⁹⁴ Grundsätzlich kann die Nutzung von Ankerwerten bei genauer und objektiver Anwendung einen wertvollen Anhaltspunkt im Prozess der Urteilsfindung bieten. Empirische Studien belegen jedoch zumeist das Gegenteil.⁴⁹⁵ Der Anpassungsprozess des Ankerwertes fällt regelmäßig zu knapp aus und unterliegt nicht selten weiteren systematischen Verzerrungen.⁴⁹⁶ Das gilt sowohl im Falle einer deutlichen sachlogischen Beziehung zum Schätzproblem, als auch wenn die numerischen Vorgaben eindeutig in keinem erkennbaren Zusammenhang mit dem Entscheidungsproblem stehen. Eine solche Orientierung an offensichtlich aussagelosen numerischen Ankerwerten wird auch als „Basiseffekt der Veranke-

⁴⁹⁰ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 78 f. und Taffler (2010), S. 265 f.

⁴⁹¹ Synonym findet man in der Literatur häufig auch die englische Bezeichnung „anchoring“.

⁴⁹² Vgl. Kiehling (2001), S. 49 und Slovic/ Kunreuther/ White (2000), S. 16.

⁴⁹³ Vgl. Kaas/ Jordan (2003), S. 7 f.

⁴⁹⁴ Vgl. Lenzen (2006), S. 424.

⁴⁹⁵ Vgl. beispielsweise Chapman/ Johnson (1999), S. 115 ff.; McGlone/ Reed (1998), S. 723 ff.; Mussweiler/ Strack (1999), S. 136 ff. und Tversky/ Kahneman (1974), S. 1128 ff.

⁴⁹⁶ Vgl. Slovic/ Fischhoff/ Lichtenstein (2000), S. 163.

runge“ bezeichnet. So reagieren Menschen scheinbar bei Schätzungen automatisch und unterbewusst selbst auf extreme und unplausible Zahlenwerte, ohne deren Bezug zum eigentlichen Entscheidungsproblem zu hinterfragen.⁴⁹⁷

JACOWITZ/ KAHNEMAN bildeten für ihre Studie beispielsweise zwei Gruppen und stellten den Probanden folgende Fragen:

- Gruppe 1: Ist der größte Mammutbaum mehr oder weniger als 1.200 Fuß⁴⁹⁸ hoch? Wie hoch schätzen Sie ist der Baum genau?
- Gruppe 2: Ist der größte Mammutbaum mehr oder weniger als 180 Fuß hoch? Wie hoch schätzen Sie ist der Baum genau?

Während die Teilnehmer der ersten Gruppe durchschnittlich eine Höhe von 844 Fuß schätzten, lag der Mittelwert der Schätzungen in der zweiten Gruppe bei lediglich 282 Fuß. Der zufällig gewählte Ankerwert hat offensichtlich einen wichtigen Einfluss auf die Schätzwerte der Probanden genommen. JACOWITZ/ KAHNEMAN folgern aus den Ergebnissen, dass Menschen – bewusst wie unbewusst – auch Zufallszahlen als Anker- und Referenzwerte nutzen, um auf deren Basis eigene Schätzungen zu entwickeln. Allerdings erhält dabei der jeweilige Ankerwert ein zu hohes Gewicht.⁴⁹⁹

Auf ähnliche Ergebnisse kommen auch BECKER/ STEPHAN in einem Finanzmarktzusammenhang. Sie haben in ihrem Experiment – verkürzt dargestellt – die Teilnehmer in zwei Gruppen unterteilt und mit den angeblichen Zufallszahlen 1.748 und 2.555 auf einem Bildschirm konfrontiert. In der Folge sollten die Teilnehmer dann unter anderem Prognosen für den Deutschen Aktienindex DAX abgeben. Auch hier konnte nachgewiesen werden, dass die Ankerwerte signifikanten Einfluss auf die späteren Schätzwerte der Probanden genommen haben.⁵⁰⁰

Der Verankerungseffekt scheint zudem stark von der für die Entscheidung zur Verfügung stehenden Zeit abzuhängen. Je schneller eine Entscheidung getroffen werden muss, desto

⁴⁹⁷ Vgl. Jordan (2001), S. 29 ff. und Kaas/ Jordan (2003), S. 7 sowie die dort jeweils ausführlich aufgeführte Literatur.

⁴⁹⁸ Der Fuß ist ein Längenmaß. Ein englischer Fuß beträgt 0,3048 Meter.

⁴⁹⁹ Vgl. Jacowitz/ Kahneman (1995), S. 1161 ff.

⁵⁰⁰ Vgl. Becker/ Stephan (1994), S. 51 f.

stärker wirkt sich der Effekt tendenziell auf diese aus.⁵⁰¹ Dabei unterliegen auch Experten der Verankerungsheuristik, wie etwa NORTHCRAFT/ NEALE am Beispiel von professionellen Immobilienmaklern und STEPHAN/ KIELL am Beispiel von Devisenhändlern einer international tätigen Bank gezeigt haben.⁵⁰² Auch in diesen Studien reagieren die Teilnehmer zu konservativ in Bezug auf nötige Anpassungen der jeweils vorgegebenen Ankerwerte. Ein ähnliches Verhalten kann auch bei Wertpapieranalysten beobachtet werden: Sie korrigieren ihre Schätzwerte in Bezug auf die künftige Ertragsentwicklung von Unternehmen bei Eintreffen relevanter neuer Information häufig nur unzureichend. In der Folge führen gute Nachrichten regelmäßig zu unerwartet positiven Ertragsresultaten und schlechte vice versa zu unerwartet negativen Ertragswerten.⁵⁰³

3.3 Kontrollbedürfnis des Menschen

Die psychologische Kontrollforschung zeigt, dass die Wahrnehmung und Ausübung von Kontrolle einen wesentlichen Faktor für das physische und psychische Wohlbefinden eines Menschen darstellt. Der Mensch strebt danach, sein persönliches Umfeld jederzeit seinen individuellen Vorstellungen entsprechend gestalten und verändern zu können. Durch das erlebte Gefühl der Kontrolle werden die Selbstwahrnehmung und der Selbstwert des Menschen positiv beeinflusst, während ein Kontrollverlust schnell zu schwerwiegenden negativen Auswirkungen auf das menschliche Befinden führen kann.⁵⁰⁴

3.3.1 Kontrollüberzeugung

Die Kontrollüberzeugung beschreibt die individuelle Erwartung eines Menschen, in welchem Ausmaß dieser Kontrolle über die Ereignisse und Zustände in seiner Umwelt ausüben kann. Das Konzept wird aufgrund der Unterscheidungsmöglichkeit hinsichtlich des „Ortes“ der Kontrolle auch als „locus of control“ bezeichnet.⁵⁰⁵ In diesem Zusammenhang wird zwischen interner und externer Kontrollüberzeugung differenziert. Interne Kontrollüberzeugung liegt immer dann vor, wenn der Mensch glaubt, dass zukünftige Ereignisse in enger Beziehung zum eigenen Verhalten stehen. Von externer Kontrollüberzeugung spricht man hingegen, wenn Menschen besonders Handlungen anderer Personen, eine hohe Komplexität der

⁵⁰¹ Vgl. Tversky/ Kahneman (1974), S. 1128.

⁵⁰² Vgl. Northcraft/ Neale (1987), S. 84 ff. bzw. Stephan/ Kiell (1998), S. 8 ff.

⁵⁰³ Vgl. Shefrin (2007), S. 20.

⁵⁰⁴ Vgl. Bungard/ Schutz-Gambard (1990), S. 145 ff.

⁵⁰⁵ Vgl. Rotter (1966), S. 1 ff.

Situation oder den Zufall als Grund für das Eintreten bestimmter Ereignisse wahrnehmen. Die Kontrollüberzeugung stellt damit auch ein Persönlichkeitsmerkmal von Menschen dar.⁵⁰⁶

Dabei üben Menschen Kontrolle zumeist gar nicht in Form der direkten Beeinflussung aus. Vielfach genügt ihnen bereits das Gefühl, dass sie jederzeit Einfluss auf die Ereignisse nehmen könnten.⁵⁰⁷ Um das Bedürfnis nach Kontrolle befriedigen zu können, muss der Mensch auch nicht objektiv betrachtet Kontrolle besitzen. Es reicht aus, wenn er zum Beispiel aufgrund von Einbildung oder falscher Wahrnehmung subjektiv das Gefühl hat, alles zu kontrollieren.⁵⁰⁸ Dieses Phänomen wird in der Kontrolltheorie auch als Kontrollillusion bezeichnet und soll in seinen für die Kapitalmärkte wesentlichen Ausprägungen nachfolgend eingehender behandelt werden.⁵⁰⁹

3.3.2 Selbstüberschätzung

Wenn sich die Kontrollillusion auf die Vorhersehbarkeit von Ereignissen bezieht, liegt häufig eine Form menschlicher Selbstüberschätzung vor. Diese Form der Fehleinschätzung eigenen Könnens und Wissens wird in der Literatur regelmäßig auch mit der englischen Bezeichnung „Overconfidence Bias“ beschrieben. Menschen tendieren demnach dazu, in die eigenen Fähigkeiten, Kenntnisse und Prognosen übermäßiges Vertrauen zu setzen, was in der Konsequenz zu einer systematisch verzerrten Wahrnehmung führt. Resultieren aus den eigenen Entscheidungen Erfolge, so werden diese stets auch den eigenen Fähigkeiten zugeschrieben, während Misserfolge gerne anderweitig erklärt werden.⁵¹⁰ Im Vergleich zu anderen Menschen schätzen die meisten Individuen zudem die eigenen Fähigkeiten und Kenntnisse regelmäßig zu hoch ein.⁵¹¹

⁵⁰⁶ Vgl. dazu und weiterführend Unser (1999), S. 188 ff.

⁵⁰⁷ Vgl. Kiehling (2001), S. 60 f.

⁵⁰⁸ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 142.

⁵⁰⁹ Vgl. Lenzen (2006), S. 428.

⁵¹⁰ Vgl. Brenner/ Koehler/ Liberman/ Tversky (1996), S. 212 ff.; Dittrich/ Güth/ Maciejovsky (2005), S. 471 ff. und Laschke/ Weber (1999), S. 5 ff.

⁵¹¹ Vgl. Weber (1999), S. 12.

DITTRICH/ GÜTH/ MACIEJOVSKY haben herausgefunden, dass bei Anlageentscheidungen der Grad an Selbstüberschätzung bei Investoren mit der Komplexität des Anlageportfolios ansteigt.⁵¹² Zudem agieren in Vermögensanlagen unerfahrene Anleger häufig selbstsicherer, als erfahrene Investoren. Sie glauben eher den Markt durch geschicktes Handeln outperformen zu können, als Anleger mit entsprechender Erfahrung. Damit unterliegen sie auch beständiger dem Effekt der Selbstüberschätzung.⁵¹³ Der Grad der Überschätzung eigener Fähigkeiten und Kenntnisse ist dabei wesentlich von sozialen Faktoren abhängig. Beispielsweise fällt der Effekt schwächer aus, wenn die betreffende Person mit einer Gruppendiskussion ihrer Entscheidung oder mit Feedback von anderen Personen rechnen muss, weil sie sich dann in der Regel mehr Zeit für die Entscheidungsfindung nimmt.⁵¹⁴

Auch kulturelle Aspekte spielen eine wichtige Rolle. So neigen Menschen in den meisten asiatischen Ländern beispielsweise stärker zur Selbstüberschätzung, als Europäer und US-Amerikaner.⁵¹⁵ Zudem überschätzen Menschen geschlechtsübergreifend ihre Fähigkeiten und Kenntnisse, wenngleich Männer insgesamt stärker zur Überschätzung zu tendieren scheinen als Frauen.⁵¹⁶ Die Neigung zur Selbstüberschätzung kann dabei sowohl bei privaten Kapitalanlegern, als auch bei professionellen bzw. institutionellen Investoren nachgewiesen werden.⁵¹⁷

In besonderem Maße sind von der Neigung zur Selbstüberschätzung Bereiche betroffen, in denen Menschen über einen mäßigen bis schlechten Wissensstand verfügen. So bilden sich Menschen vielfach ein, aufgrund ihres grundsätzlichen Bedürfnisses nach Kontrolle, gute Kenntnisse zu einer Fragestellung zu besitzen, obwohl ihr Wissen objektiv gesehen häufig allenfalls als oberflächlich beschrieben werden kann. Das kann in einen Finanzmarktkontext übertragen etwa bedeuten, dass Anleger von zu engen Verteilungen zukünftiger Aktienkurse

⁵¹² Vgl. Dittrich/ Güth/ Maciejovsky (2005), S. 485.

⁵¹³ Vgl. Shefrin (2007), S. 48.

⁵¹⁴ Vgl. Kiehling (2001), S. 141 f.

⁵¹⁵ Vgl. Acker/ Duck (2008), S. 1815 ff.; Weber/ Hsee (2000), S. 32 ff. und Yates/ Lee/ Shinotsuka (1996), S. 138 ff.

⁵¹⁶ Vgl. Lundeberg/ Fox/ Punccohar (1994), S. 114 ff. sowie Pulford/ Colman (1997), S. 125 ff.

⁵¹⁷ Vgl. Gort/ Wang (2010), S. 242 ff.

ausgehen oder das Risiko einer Fehlprognose unterschätzen.⁵¹⁸ Damit wird das Eingehen risikoreicherer Anlageentscheidungen tendenziell ebenso begünstigt, wie eine vergleichsweise hohe Handelsaktivität.⁵¹⁹

In diesem Zusammenhang haben BARBER/ ODEAN bei der Analyse von Aktientransaktionen der Kunden eines amerikanischen Discount-Brokers herausgefunden, dass diejenigen Investoren, die ihr Aktiendepot am häufigsten umgeschlagen haben, nur die niedrigsten Renditen verbuchen konnten. Als Ursache für dieses Ergebnis führen die beiden Wissenschaftler die Selbstüberschätzung bei Investoren an, die entsprechend der Studie bei Männern noch deutlich ausgeprägter auftritt als bei Frauen.⁵²⁰

An den Kapitalmärkten trägt somit der Overconfidence Bias dazu bei, dass es zu einem insgesamt deutlich höheren Handelsvolumen kommt. Auch Kursüber- und unterreaktionen lassen sich mit diesem Effekt erklären. Wenn viele Marktteilnehmer gleichzeitig den Fehlattritionen der Selbstüberschätzung unterliegen, können dadurch Übertreibungen an den Kapitalmärkten verstärkt werden. Diese werden in der Folge häufig erst mit zeitlicher Verzögerung von anderen oder auch den gleichen Marktakteuren wieder korrigiert.⁵²¹

3.3.3 Home Bias

Den Erkenntnissen der modernen Portfoliotheorie folgend, sollten Anleger ihr Kapital nicht nur in ein Wertpapier, sondern breit gestreut in möglichst viele verschiedene Wertpapiere investieren. Durch diese Diversifikation des Anlagekapitals, beispielsweise in verschiedene Anlageklassen und unterschiedliche Branchen, kann das Risiko eines Wertpapierportfolios gesenkt werden, ohne gleichzeitig auf Renditechancen verzichten zu müssen.⁵²² Dabei sollten nicht nur Wertpapiere des jeweiligen Heimatmarktes eines Investors Berücksichtigung finden, denn gerade die internationale Diversifikation lässt bei Kapitalanlagen regelmäßig

⁵¹⁸ Vgl. Glaser et al. (2007), S. 4 ff.; Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 153 f.; Karlen (2004), S. 24 und Weber (1999), S. 12 f.

⁵¹⁹ Vgl. Jaunich (2008), S. 39.

⁵²⁰ Vgl. Barber/ Odean (2001), S. 261 ff.

GLASER/ WEBER haben in ihrer Studie herausgefunden, dass Anleger, die glauben in der Vergangenheit überdurchschnittliche Renditen mit ihren Kapitalanlagen erzielt zu haben, tatsächlich aber nur eine unterdurchschnittliche Performance erreicht haben, höhere Handelsvolumina aufweisen als die anderen Investoren. Vgl. Glaser/ Weber (2007), S. 2 ff.

⁵²¹ Vgl. Laschke/ Weber (1999), S. 12 ff.

⁵²² Vgl. Spremann (2008), S. 7 ff.

bedeutende Risikosenkungspotenziale erwarten.⁵²³ In der Praxis lässt sich jedoch im Gegensatz dazu zumeist eine starke Übergewichtung der heimischen Kapitalmärkte in Portfolios privater wie institutioneller Investoren beobachten. Viele Anleger ignorieren die Erkenntnisse der modernen Portfoliotheorie und verzichten auf die Vorteile, die ihnen eine breite internationale Diversifikation bieten kann. Diese explizite Heimatmarktneigung von Anlegern wird in der verhaltenswissenschaftlichen Finanzmarktforschung auch als Home Bias-Effekt bezeichnet.⁵²⁴

Besondere wissenschaftliche Beachtung wurde dem Phänomen bereits durch die Arbeiten von COOPER/ KAPLANIS und FRENCH/ POTERBA zu Beginn der 1990er-Jahre zuteil.⁵²⁵ In beiden Untersuchungen werden deutliche Verzerrungen zugunsten der Gewichtungen der jeweiligen Heimatkapitalmärkte empirisch nachgewiesen. FRENCH/ POTERBA kommen in ihrer Studie zu dem Ergebnis, dass US-amerikanische Investoren 93,8 Prozent ihres in Aktien investierten Kapitals in einheimische Aktiengesellschaften investieren. Gemessen an der Marktkapitalisierung des amerikanischen Aktienmarktes, in Relation zu den insgesamt untersuchten acht „großen“ Aktienmärkten, dürften es jedoch nur 47,8 Prozent sein. Britische Kapitalanleger investieren zu 82,0 Prozent in britische Aktiengesellschaften, obwohl es gemessen am Gesamtportfolio in der Studie von FRENCH/ POTERBA nur 13,8 Prozent hätten sein sollen. Sehr deutlich fällt die Diskrepanz auch bei japanischen Investoren aus. Sie kaufen zu 98,1 Prozent japanische Aktienwerte, obwohl der japanische Aktienmarkt in Hinblick auf seine Größe nur 26,5 Prozent Portfolioanteil rechtfertigt.⁵²⁶

Tabelle 5 zeigt die Ergebnisse von COOPER/ KAPLANIS, welche von den zuvor aufgeführten Werten von FRENCH/ POTERBA zwar etwas abweichen, jedoch die klare Tendenz der deutlichen Übergewichtung der Heimatmärkte bestätigt. Auf Basis von Daten der Commerzbank haben COOPER/ KAPLANIS auch den deutschen Markt untersucht. Der deutsche Investor hat demnach etwa drei Viertel seines Aktienkapitals in deutschen Aktiengesellschaften angelegt, während es, an der Marktkapitalisierung der untersuchten Aktienmärkte gemessen, nur 3,2 Prozent hätten sein dürfen.⁵²⁷

⁵²³ Beispielsweise hat SZCZECKI empirisch nachgewiesen, dass dem deutschen Anleger infolge des Home Bias-Effektes signifikante Diversifikationsvorteile entgehen. Siehe dazu Szczecki (2002), S. 239 ff. Siehe weiterführend auch Maurer/ Mertz (2000), S. 423 ff.

⁵²⁴ Vgl. Ackert/ Deaves (2010), S. 138 f.; Karlen (2004), S. 29 f.; Lewis (1999), S. 571 ff. und Schiereck/ Weber (2000), S. 4 ff.

⁵²⁵ Vgl. Oehler (2002), S. 865.

⁵²⁶ Vgl. French/ Poterba (1991), S. 222.

⁵²⁷ Vgl. Cooper/ Kaplanis (1994), S. 46 ff.

Land	Anteil an der Marktkapitalisierung der untersuchten Länder	Anteil einheimischer Aktienwerte
Frankreich	2,6 %	64,4 %
Italien	1,9 %	91,0 %
Japan	43,7 %	86,7 %
Spanien	1,1 %	94,2 %
Schweden	0,8 %	100,0 %
Großbritannien	10,3 %	78,5 %
USA	36,4 %	98,0 %
Deutschland	3,2 %	75,4 %
Gesamt	100,0 %	

Tab. 5: Der Home Bias-Effekt bei Aktienanlagen in verschiedenen Ländern
(Quelle: Cooper/ Kaplanis)⁵²⁸

Auch eine Reihe nachfolgender Studien haben diese Ergebnisse grundlegend bestätigt.⁵²⁹ Allerdings ist festzustellen, dass die Intensität des Home Bias-Effekts im Zeitlauf tendenziell rückläufig ist. So haben JOCHEM/ VOLZ etwa bei der Untersuchung des Home Bias-Effektes auf verschiedenen europäischen Aktienmärkten herausgefunden, dass die Übergewichtung des Heimatmarktes, insbesondere nach der Euro-Einführung, zumeist deutlich abgenommen hat. Für den deutschen Kapitalmarkt lagen die Anteile einheimischer Aktien am Gesamtportfolio gemäß der Studie beispielsweise 1991 noch bei knapp 90 Prozent, während es im Jahr 2008 nur noch rund 50 Prozent waren.⁵³⁰

Darüber hinaus konnte für den US-Aktienmarkt auch ein so bezeichneter Home Bias at Home-Effekt festgestellt werden. COVAL/ MOSKOWITZ haben bei institutionellen Investoren festgestellt, dass deutliche regionale Präferenzen innerhalb des US-amerikanischen Aktienmarktes existieren.⁵³¹ Insgesamt scheinen zudem Investoren mit höherer Erfahrung sowie professionelle Kapitalanleger dem Heimatmarktdrang nicht so stark zu unterliegen, wie weniger erfahrene Investoren und Privatanleger.⁵³²

⁵²⁸ Die Werte für Japan beinhalten abweichend neben Aktien auch Anlagen in verzinsliche Wertpapiere und sind daher gesondert zu interpretieren. Vgl. Cooper/ Kaplanis (1994), S. 46.

⁵²⁹ Vgl. beispielsweise Ahearne/ Grierer/ Warnock (2001), S. 5 ff.; Fidora/ Fratzscher/ Thimann (2006), S. 13 f.; Hau/ Rey (2008), Jeske (2001); Jochem/ Volz (2011); Rowland (1999), Statman (1999a) und von Nitzsch/ Stotz (2007), S. 861 ff.

⁵³⁰ Vgl. Jochem/ Volz (2011), S. 6 ff. Ähnliche Ergebnisse auch bei Engelhard/ Schmidl (1999), S. 355; Fidora/ Fratzscher/ Thimann (2006), S. 14 und Szczecki (2002), S. 217 ff.

⁵³¹ Vgl. Coval/ Moskowitz (1999), S. 2045 ff.

⁵³² Vgl. Grinblatt/ Keloharju (2001a), S. 1053 ff.

Es gibt eine Reihe von Ansätzen zur Erklärung des Home Bias-Effektes. SCHIERECK/WEBER unterteilen diese in die nachfolgenden vier verschiedenen Gruppen:⁵³³

- monetäre Anlagebarrieren
- regulative Anlagebarrieren
- Wechselkursrisiken
- verhaltenswissenschaftlich basierte Erwartungsverzerrungen

Monetäre und regulative Anlagebarrieren existieren bis auf wenige Ausnahmen für die meisten Investoren in Deutschland bereits seit vielen Jahren nur noch in unerheblichem Maße. So sind beispielsweise viele ausländische Aktien auch an deutschen Börsenplätzen handelbar bzw. die Mehrkosten, um an Börsenplätzen im Ausland zu handeln, fallen seit der Digitalisierung des Wertpapiergeschäftes kaum mehr ins Gewicht. Wechselkursrisiken nehmen zwar einen gewissen Einfluss auf die verstärkte Neigung von Investoren, in heimische Aktienwerte zu investieren, reichen aber keinesfalls aus, den Home Bias-Effekt ausreichend zu erklären.⁵³⁴ Die meisten Erklärungsversuche konzentrieren sich daher auf den verhaltenswissenschaftlichen Bereich.⁵³⁵ Viele Investoren empfinden zumindest subjektiv einen Informations- und Kompetenznachteil gegenüber ausländischen Wertpapieren.⁵³⁶

Darüber hinaus existieren bei Investoren auch verzerrte Wahrscheinlichkeitsschätzungen hinsichtlich der Renditen und Risiken von heimischen und ausländischen Wertpapieren. So haben KILKA/WEBER etwa amerikanische und deutsche Studenten zu deren Einschätzungen hinsichtlich künftiger Renditen und Risiken am amerikanischen und deutschen Aktienmarkt befragt. Im Ergebnis wurden von beiden Nationalitäten jeweils die erwarteten Renditen der heimischen Aktien deutlich höher eingeschätzt, als die des jeweiligen fremden Landes. Umgekehrt wurden die Risiken der Aktientitel des eigenen Landes jeweils niedriger geschätzt, als die des anderen Landes.⁵³⁷

⁵³³ Vgl. Schiereck/ Weber (2000), S. 11. ENGELHARD/ SCHMIDL führen darüber hinaus in diesem Zusammenhang auch Sprachprobleme an. Siehe dazu Engelhard/ Schmidl (1999), S. 348 f.

⁵³⁴ Vgl. Jungermann (2006), S. 1384 und Schiereck/ Weber (2000), S. 11 ff.

⁵³⁵ Vgl. Schiereck/ Weber (2000), S. 14 ff.

⁵³⁶ Vgl. Bruns/ Meyer-Bullerdick (2008), S. 87 sowie die dort zitierte Literatur.

⁵³⁷ Vgl. Kilka/ Weber (2000), S. 176 ff. Hier scheint auch eine Form der Selbstüberschätzung der eigenen Prognosefähigkeiten vorzuliegen. Vergleiche dazu auch Unterabschnitt 3.3.2.

3.4 Abhängigkeit von Referenzpunkten und Rahmenbedingungen

Die von KAHNEMAN/ TVERSKY entwickelte Prospect-Theorie⁵³⁸ liefert wichtige Aussagen darüber, wie sich Menschen in unsicheren Entscheidungssituationen verhalten. Entgegen der klassischen Annahmen nach der Theorie der Maximierung des individuell zu erwartenden Nutzens, beobachteten die beiden Wissenschaftler, dass Menschen in realen Entscheidungssituationen regelmäßig anderen Gesetzmäßigkeiten bei ihren Entscheidungen folgen. So verhalten sich viele Menschen bei Finanzanlagen im Verlustbereich regelmäßig sehr risikofreudig, während sie im Gewinnbereich dazu tendieren, nur eine vergleichsweise niedrigere Risikobereitschaft zu zeigen.⁵³⁹

3.4.1 Referenzpunktabhängigkeit

Menschen bewerten finanzielle Situationen und Ergebnisse in Relation zu individuell verschiedenen persönlichen Referenzpunkten. Für Investoren ist dieser Referenzpunkt häufig der Einstandspreis einer Kapitalanlage, aber auch andere Werte, wie beispielsweise die Jahreshöchst- bzw. Jahrestiefstkurse eines Wertpapiers, können anlegerindividuell Referenzpunkte darstellen.⁵⁴⁰

KAHNEMAN/ TVERSKY gehen in ihrer in Abbildung 11 dargestellten Wertfunktion davon aus, dass der Referenzpunkt in der Regel den aktuellen Wert der Kapitalanlage abbildet.⁵⁴¹ Ergebnisse oberhalb des Referenzpunktes können daher als relative Gewinne interpretiert werden, während Werte unterhalb des Referenzpunktes als relative Verluste zu deuten sind.

⁵³⁸ Vgl. Abschnitt 3.1 sowie für einen ausführlichen Überblick Eisenführ/ Weber (2003), S. 375 ff.

⁵³⁹ Vgl. Kahneman/ Tversky (1979), S. 263 ff. sowie Kahneman/ Tversky (1992), S. 297 ff.

⁵⁴⁰ Vgl. Odean (1998), S. 1777 und Wilkinson (2008), S. 102 ff.

⁵⁴¹ Vgl. Kahneman/ Tversky (1979), S. 286.

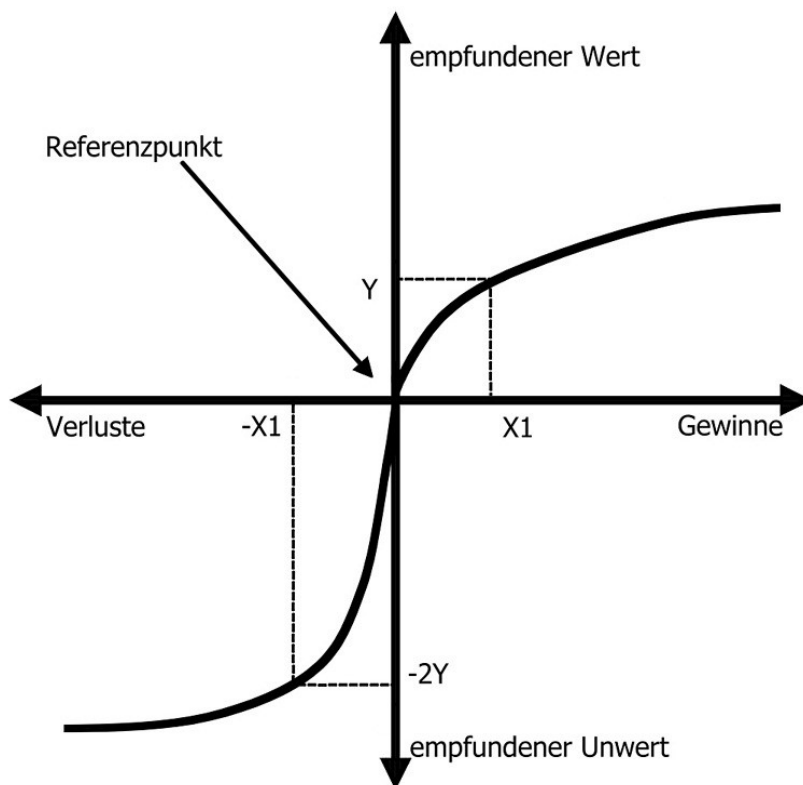


Abb. 11: Wertfunktion der Prospect-Theorie (Quelle: Kahneman/ Tversky)⁵⁴²

Die Wertfunktion der Prospect-Theorie weist einen S-förmigen Verlauf auf und zeigt, dass Menschen Gewinne und Verluste grundsätzlich unterschiedlich bewerten.⁵⁴³ Im Gewinnbereich verläuft die Wertfunktion konkav, was darauf hindeutet, dass Menschen tendenziell Risiko vermeiden möchten. Der individuell empfundene Wert eines Gewinns steigt so bei kleinen Gewinnen etwa viel schneller an, als bei großen Gewinnen. Im Verlustbereich verläuft die Funktion im Gegenteil dazu konvex, was auf eine höhere Risikobereitschaft im Zusammenhang mit Verlusten schließen lässt. Die Kurve der Wertfunktion flacht zudem bei höher werdenden Verlusten ab, woraus abgeleitet werden kann, dass der mit den steigenden Verlusten verbundene Unwert bzw. empfundene Nachteil bei Investoren eine immer geringere Rolle spielt.⁵⁴⁴ So kommen etwa GORDEEW/ KAESEBIER in ihrer Studie im Zusammenhang mit Online-Investoren auch zu dem Ergebnis, dass deren Risikofreude bei zunehmenden Wertpapierverlusten ansteigt.⁵⁴⁵

⁵⁴² Vgl. Kahneman/ Tversky (1979), S. 279.

⁵⁴³ Vgl. Altman (2010), S. 201.

⁵⁴⁴ Vgl. Kahneman/ Tversky (1979), S. 277 ff. und Unser (1999), S. 36 f.

⁵⁴⁵ Vgl. Gordeew/ Kaesebier (2008), S. 140.

3.4.2 Verlustaversion

Die in Abbildung 11 dargestellte Wertfunktion veranschaulicht deutlich, dass die Kurve im Verlustbereich steiler, als im Bereich der Gewinne verläuft. Daraus kann gefolgert werden, dass der Verlust eines Betrages ($-x$) einen höheren subjektiven Unwert verursacht, als der Gewinn eines Betrages in gleicher Höhe (x) einen subjektiven Wert zur Folge hat. Dieser Effekt wird in der Behavioral Finance-Forschung als Verlustaversion oder englisch „Loss Aversion“ bezeichnet. Dabei scheinen Menschen Verlusten gegenüber Gewinnen in gleicher Höhe (im Kontext geringer bis moderater Gewinne bzw. Verluste) einen etwa 2 bis 2,5-fachen Wert beizumessen.⁵⁴⁶ Die Intensität des individuell empfundenen Wertes bzw. Unwertes bei Gewinnen bzw. Verlusten variiert dabei in Bezug auf den einzelnen Menschen sowie die konkrete Situation.⁵⁴⁷

BARBERIS/ HUANG/ THALER haben in ihren Experimenten den Teilnehmern eine Wette, bei der sie mit einer 50:50 Chance entweder hypothetisch 110 US-Dollar gewinnen oder 100 US-Dollar verlieren können, angeboten. Dabei haben sie die Teilnehmer aus unterschiedlichen Bereichen rekrutiert und in verschiedene Gruppen eingeteilt. Während die Studenten innerhalb ihrer Gruppe die Wette nur zu durchschnittlich 24 Prozent annahmen, akzeptierten 33 Prozent der teilnehmenden Anlageberater und 41 Prozent der befragten vermögenden Kunden einer US-Bank die Wette. Die Erhöhung des Betrages auf einen möglichen Gewinn von 550 US-Dollar und bei chancengleichem Risiko 500 US-Dollar verlieren zu können, führte dazu, dass die Wette nur noch von 4 bis 20 Prozent der Teilnehmer akzeptiert wurde.⁵⁴⁸

Eine Reihe weiterer experimenteller Untersuchungen bestätigt das Phänomen, dass Menschen Verluste intensiver empfinden, als Gewinne in gleicher Höhe.⁵⁴⁹ So wurden beispielsweise Probanden von KAHNEMAN/ TVERSKY vor die Wahl gestellt, sich zwischen einem sicheren Gewinn von 2.400 USD und einer 25-prozentigen Chance 10.000 USD gewinnen zu können (bei gleichzeitiger 75-prozentiger Chance nichts zu gewinnen), zu entscheiden. Da bei der unsicheren Variante der Erwartungswert mit 2.500 USD genau 100 USD oberhalb der sicheren Variante liegt, müssten alle Menschen nach rein rationalen Gesichtspunkten die

⁵⁴⁶ Vgl. Altman (2010), S. 200; Pompian (2006), S. 208 und Tversky/ Kahneman (1991), S. 1053 f.

⁵⁴⁷ Vgl. Blechschmidt (2007), S. 33 ff.

⁵⁴⁸ Vgl. Barberis/ Huang/ Thaler (2003), S. 41.

⁵⁴⁹ Vgl. Tversky/ Kahneman (1991), S. 1039 ff. sowie die dort zitierte Literatur.

unsichere Variante wählen. In diesem und ähnlichen Experimenten entscheiden sich jedoch regelmäßig etwa 75 Prozent der Teilnehmer für den sicheren Gewinn.⁵⁵⁰

Ganz anders sind die Ergebnisse, wenn sich die Probanden entweder für einen sicheren Verlust von 7.500 USD oder einer 75-prozentigen Chance 10.000 USD zu verlieren (bei einer Chance von 25 Prozent nichts zu verlieren), entscheiden müssen. Bei dieser Wahl liegen beide Erwartungswerte bei einem Verlust von 7.500 USD. Aber im Gegensatz zur vorherigen Wahl entscheiden sich die meisten Probanden nun nicht für die sichere Wahl: Sie akzeptieren lieber das Risiko eines höheren Verlustes, um auf diese Weise die Möglichkeit zu erhalten, den Verlust noch abzuwenden. Somit ist das Entscheidungsverhalten von Menschen in einer Verlustsituation scheinbar systematisch anders, als in einer Gewinnsituation, während nach der Theorie der rationalen Entscheidung an dieser Stelle keine Unterschiede bestehen.⁵⁵¹

3.4.3 Besitztumseffekt

Der Besitztumseffekt (engl.: endowment effect) geht auf THALER zurück und besagt, dass Güter, die sich im Besitz eines Menschen befinden, für diesen einen höheren wahrgenommenen Wert aufweisen, als identische Güter, die sich nicht in seinem Besitz befinden.⁵⁵² So fordern viele Menschen einen erheblich höheren Preis für den Verkauf persönlicher Güter, als sie selbst für diese zu zahlen bereit wären.⁵⁵³ Anders ausgedrückt ist der negative Nutzen, der aus dem Verkauf einer persönlichen Sache resultiert größer, als der positive Nutzen, der mit dem Erwerb der identischen Sache zum gleichen Preis einhergeht. Zahlreiche experimentelle Studien belegen den Besitztumseffekt.⁵⁵⁴

Zur Erklärung des Besitztumseffektes kann, ähnlich der Erklärung der Verlustaversion, das Konzept der kognitiven Dissonanz herangezogen werden. So könnten schließlich aus dem Verlust einer Sache kognitive Unstimmigkeiten resultieren, die in Form von psychologischen Kosten zum Nutzen der Sache hinzugerechnet werden müssen. Damit fügt der Besit-

⁵⁵⁰ Vgl. Shefrin (2007), S. 24 ff.

⁵⁵¹ Vgl. ebd., S. 24 ff.

⁵⁵² Vgl. Thaler (1980), S. 44.

⁵⁵³ Vgl. Knetsch (1989), S. 1277.

⁵⁵⁴ Vgl. beispielsweise Kahneman/ Knetsch/ Thaler (1991), S. 194 ff. und Thaler (1992), S. 64 ff. sowie die jeweils aufgeführte Literatur.

zer einer ebensolchen Sache dieser einen entsprechend höheren Wert zu als das beispielsweise ein potenzieller Käufer tun würde. Hier ist eine deutliche Parallele des Besitztumseffektes zur Verlustaversion erkennbar.⁵⁵⁵

Der Besitztumseffekt steht zudem in einem engen Verhältnis zum sogenannten Status Quo Bias⁵⁵⁶ bzw. wird mit diesem in der Literatur teilweise sogar gleichgesetzt.⁵⁵⁷ Die Tendenz zum Status Quo Bias beschreibt die Neigung des Menschen, den gegenwärtigen Zustand behalten zu wollen. Dabei erscheinen dem Menschen die Nachteile des Verlassens des aktuellen Zustandes in der Regel größer als die Vorteile, die mit einer Veränderung einhergehen könnten. Sowohl der Besitztumseffekt als auch der Status Quo Bias lassen sich gut an den realen Finanzmärkten beobachten. So kann beispielsweise die Tatsache, dass sich viele Investoren tendenziell zu spät von Wertpapieren im Verlustbereich trennen, als Folge der beiden Effekte interpretiert werden.⁵⁵⁸

3.4.4 Dispositionseffekt

Der Dispositionseffekt steht ebenfalls in einem engen Verhältnis zur Prospect-Theorie nach KAHNEMAN/ TVERSKY, geht aber konkret auf die Wissenschaftler SHEFRIN/ STATMAN zurück.⁵⁵⁹ Sie erklären mit dem Effekt erstmals die grundsätzliche Neigung von Investoren, an den Kapitalmärkten Gewinne zu früh zu realisieren und an Verlustpositionen zu lange festzuhalten.⁵⁶⁰ Zur Veranschaulichung dieses real beobachtbaren Verhaltens von Anlegern kann erneut die in Abbildung 11 dargestellte Wertfunktion dienen. Demnach tendieren Menschen dazu, sich an einem Referenzpunkt zu orientieren und in Gewinnsituationen Risiken zu meiden, während sie in Verlustsituationen eine erhöhte Risikobereitschaft zeigen.⁵⁶¹ Diese erhöhte Risikobereitschaft kann dazu führen, dass Verluste durch den Investoren so lange in Kauf genommen werden, wie er zumindest eine geringe Chance sieht, dass sich der Kurs wieder erholen könnte.⁵⁶²

⁵⁵⁵ Vgl. Kottke (2005), S. 130 f.

⁵⁵⁶ Samuelson/ Zeckhauser haben den Effekt erstmals dargestellt. Siehe dazu Samuelson/ Zeckhauser (1988).

⁵⁵⁷ Vgl. beispielsweise Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 134; Kahneman/ Knetsch/ Thaler (1991), S. 197 ff. und Karlen (2004), S. 27.

⁵⁵⁸ Vgl. Kottke (2005), S. 131.

⁵⁵⁹ Vgl. Kaustia (2010), S. 172.

⁵⁶⁰ Vgl. Shefrin/ Statman (1985), S. 777 ff.

⁵⁶¹ Vgl. Unterabschnitt 3.4.1. sowie weiterführend beispielsweise Arkes et al. (2008), S. 67 ff.

⁵⁶² Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 94.

In jüngerer Vergangenheit haben sich verschiedene Wissenschaftler mit der Frage beschäftigt, ob die Prospect Theorie tatsächlich einen ausreichenden Erklärungsansatz für den Dispositionseffekt darstellt. So kommen etwa HENS/ VLCEK zu dem Ergebnis, dass die Prospect Theorie den Dispositionseffekt nicht ohne Restriktionen erklären kann, weil der Investor sich bereits mit dem Kauf einer Aktie für eine riskante Anlageform entschieden hatte.⁵⁶³ Und auch KAUSTIA zweifelt an der Erklärbarkeit des Effektes auf Basis der Prospect Theorie. Er hat empirisch festgestellt, dass gerade im Bereich einer Null-Rendite eine deutlich erhöhte Neigung besteht, Wertpapiere zu verkaufen, während die Verkaufstendenz über weite Verlustbereiche hinweg ungefähr auf einem ähnlichen Level verbleibt.⁵⁶⁴

ODEAN hat den Dispositionseffekt auf Basis der Daten von 10.000 zufällig ausgewählten Wertpapierdepots bei einem amerikanischen Discountbroker empirisch nachgewiesen. Dazu hat er sämtliche 162.948 in diesen Depots getätigten Wertpapiertransaktionen im Zeitraum von 1987 bis 1993 ausgewertet. In seiner Untersuchung stellte er fest, dass das Verhältnis der im Zeitraum durch Verkauf realisierten Kursgewinnpositionen zu den gesamten Wertpapierpositionen mit Kursgewinnen (realisiert und nicht realisiert) bei 14,8 Prozent liegt, während der durchschnittliche Anteil realisierter Verlustpositionen an den gesamten Wertpapierverlustpositionen bei nur 9,8 Prozent liegt.⁵⁶⁵ Bleiben die Transaktionen des Monats Dezember, die nach ODEAN möglicherweise in vielen Fällen steuerlichen Überlegungen geschuldet sind, außen vor, fällt die Diskrepanz noch deutlicher aus.⁵⁶⁶

Die wirtschaftlichen Nachteile des Verkaufs von Gewinneraktien im Vergleich zu den gehaltenen Verliereraktien hat ODEAN auch berechnet. So liegt etwa die durchschnittliche Wertentwicklung der verkauften Gewinneraktien vier Monate nach dem Verkauf bereits 1,0 Prozent über der Performance der gehaltenen Verliererwerte. Ein Jahr nach Verkauf der Gewinneraktien beträgt der durchschnittliche Nachteil durch den Verkauf der Gewinner sogar 3,4 Prozent.⁵⁶⁷ Daraus kann gefolgert werden, dass der Dispositionseffekt bei Investoren, die diesem unterliegen, zu einer Verschlechterung der durchschnittlichen Portfoliorenditen führt. Und auch tendenziell erfahrenere Investoren scheinen dem Effekt zu unterliegen. Für

⁵⁶³ Vgl. Hens/ Vlcek (2011), S. 141 ff.

⁵⁶⁴ Vgl. Kaustia (2010), S. 791 ff.

⁵⁶⁵ Sofern nur die Aktienpositionen Berücksichtigung finden, liegen der durchschnittliche Anteil der realisierten Gewinnpositionen bei 23,3 Prozent und der durchschnittliche Anteil der realisierten Verlustpositionen bei 15,5 Prozent. Vgl. Odean (1998), S. 1790.

⁵⁶⁶ Vgl. Odean (1998), S. 1775 ff.

⁵⁶⁷ Vgl. ebd., S. 1792.

die Teilmenge der besonders handelsaktiven Investoren kommt ODEAN etwa auf eine vergleichbare Präferenz, lieber die Gewinnerwerte zu verkaufen und an den Verliererwertpapieren festzuhalten.⁵⁶⁸

Eine Reihe weiterer empirischer Studien bestätigen die wichtigsten Ergebnisse von ODEAN.⁵⁶⁹ Einen experimentellen Nachweis des Dispositionseffektes haben zudem unter anderem WEBER/ CAMERER geliefert. In ihrem Experiment lagen 58 bis 59 Prozent der verkauften Aktien im Gewinn- und nur 36 bis 37 Prozent der veräußerten Aktienwerte im Verlustbereich.⁵⁷⁰ Auch die durchschnittlichen Renditen der verkauften Aktien nach dem Verkauf sind deutlich höher als die Renditen der im Depot verbliebenen Aktienwerte, was die Wissenschaftler als Beleg dafür werten, dass tendenziell Aktien mit mäßiger bis schlechter Performance längere Zeit im Portfolio von Investoren verweilen.⁵⁷¹ Nach WEBER unterliegen etwa zwei Drittel aller privaten Anleger dem Dispositionseffekt.⁵⁷²

3.4.5 Sunk-Cost-Effekt

Unter dem Sunk-Cost-Effekt versteht man die bei Menschen häufig zu beobachtende Neigung, an bereits getätigten Investitionen, die sich in der Verlustzone befinden, zu lange festzuhalten, um auf diese Weise einer Realisierung der Verluste möglichst dauerhaft zu entgehen. Die bereits entstandenen „versunkenen“ Kosten eines Engagements nehmen so unmittelbaren Einfluss auf bevorstehende Investitionsentscheidungen.⁵⁷³ Denn entgegen der rationalen Logik, welche lediglich die zukünftigen Chancen eines Projektes einbeziehen würde, werden hier auch die bisherigen Kosten, im Falle eines Engagements in Wertpapieren also

⁵⁶⁸ Voraussetzung ist allerdings die Vermutung, dass die in Hinblick auf die Handelsaktivität aktivsten Investoren tendenziell auch höhere Erfahrungswerte in der Wertpapieranlage aufweisen. Vgl. Odean (1998), S. 1788 ff. sowie Vossmann/ Weber (1999), S. 6.

⁵⁶⁹ Vgl. beispielsweise Grinblatt/ Keloharju (2001b); Heath/ Huddart/ Lang (1999); Locke/ Mann (2000) und Shapira/ Venezia (2001).

⁵⁷⁰ Die Werte sind jeweils zweifach vorhanden, weil WEBER/ CAMERER in Bezug auf die Ermittlung des Kaufpreises zum einen die sogenannte FIFO-Methode (first-in, first-out) und zum zweiten die LIFO-Methode (last-in, first-out) angewendet haben. Sie können hinsichtlich der Ergebnisse in diesem Zusammenhang jedoch keine substantziellen Differenzen zwischen beiden Methoden ausmachen. Vgl. Weber/ Camerer (1998), S. 175 f.

⁵⁷¹ Vgl. Weber/ Camerer (1998), S. 175 ff.

⁵⁷² Vgl. Weber (2007), S. 95.

⁵⁷³ Im Rahmen dieser Arbeit ist unter den versunkenen Kosten hauptsächlich ein finanzieller Verlust zu verstehen. Darüber hinaus können aber beispielsweise auch bereits geleistete Arbeit, aufgewendete Zeit oder Aspekte wie Mühe und Treue „Sunk-costs“ darstellen. Siehe dazu Arkes/ Blumer (1985), S. 124 ff. und Myers (1999), S. 37.

beispielsweise aufgelaufene Kursverluste, durch den Investoren berücksichtigt. Damit bewirkt der Sunk-Cost-Effekt, dass an erfolglosen Finanzengagements häufig unverhältnismäßig lange festgehalten wird, wodurch auch seine thematische Nähe zum Dispositionseffekt deutlich wird.⁵⁷⁴

Eine mögliche Erklärung für den Sunk-Cost-Effekt liefert daher auch die Prospect-Theorie. Entsprechend der in Abbildung 11 dargestellten Wertfunktion nimmt die Sensitivität des Anlegers gegenüber den Kosten bzw. Verlusten eines Investments mit deren Ansteigen von der Tendenz her ab. Daraus resultiert eine relativ höhere Risikobereitschaft, je höher die aufgelaufenen Kursverluste sind.⁵⁷⁵ Der Investor möchte sich nicht eingestehen, in der Vergangenheit eine „falsche“ Investitionsentscheidung getroffen zu haben und damit Geld unnötigerweise verloren zu haben.⁵⁷⁶ Tendenziell wird der Sunk-Cost-Effekt noch verstärkt, wenn die Person, welche die negative Investitionsentscheidung zu verantworten hat, von anderen Menschen oder der Öffentlichkeit beobachtet wird bzw. sich gegenüber diesen Gruppen zu rechtfertigen oder zu verantworten hat.⁵⁷⁷

3.4.6 Hedonic Framing

Der Framing Effekt bezeichnet allgemein das Phänomen, dass sich Menschen beispielsweise in einer Entscheidungssituation auch durch die Art und Weise der Darstellung und Formulierung der zur Entscheidung erforderlichen Informationen maßgeblich beeinflussen lassen.⁵⁷⁸ Menschen nutzen darüber hinaus beim sogenannten Hedonic Framing⁵⁷⁹ häufig – bewusst oder unbewusst – verschiedene ihnen verfügbare Gestaltungsmöglichkeiten, um über einen optimal gewählten „Rahmen“ eine möglichst hohe Zufriedenheit mit der jeweiligen Situation zu erreichen.⁵⁸⁰ Dahinter verbirgt sich zumeist der Wunsch, beispielsweise in der Gesamtbilanz mehrerer getätigter Investitionen, möglichst gut abzuschneiden. Zusätzlich kann auf diese Weise der verspürte Selbstwert beim Menschen gesteigert werden.⁵⁸¹

⁵⁷⁴ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 94 ff.

⁵⁷⁵ Vgl. Blechschmidt (2007), S. 43.

⁵⁷⁶ Vgl. Arkes/ Blumer (1985), S. 132.

⁵⁷⁷ Vgl. Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 96 f. und die dort zitierte Literatur.

⁵⁷⁸ Vgl. Tversky/ Kahneman (1981), S. 453.

⁵⁷⁹ Teilweise auch als „Hedonic Editing“ bezeichnet. Siehe dazu beispielsweise Fishburn/ Luce (1995), Shefrin (2007), S. 26 ff. und Thaler (1994), S. 53 ff.

⁵⁸⁰ Hedonic Framing kann sinngemäß auch als „Schönfärberei“ übersetzt werden. Vgl. auch Goldberg/ von Nitzsch (2000), S. 105.

⁵⁸¹ Vgl. Jaunich (2008), S. 36.

Zu diesem Zweck verrechnen Anleger mental zum Beispiel Verluste aus Finanzgeschäften mit höheren Gewinnen in anderen Investitionen. THALER bezeichnet dieses Vorgehen im Rahmen des Mental Accounting⁵⁸² als Integration von Verlusten. Auch wenn ausschließlich Verluste angefallen sind, tendieren Menschen dazu, diese zusammenzufassen, weil auf diese Weise die Verluste weniger Unzufriedenheit verursachen.⁵⁸³ Anders verhält es sich, wenn nur Gewinnpositionen vorhanden sind. Hier führt eine Segregation, also eine getrennte mentale Verarbeitung der Gewinne, zu einer größeren Zufriedenheit beim Menschen.⁵⁸⁴

Weitere Möglichkeiten zur Integration und Segregation von Anlageergebnissen ergeben sich auch in Hinblick auf das Zeitfenster der getätigten Anlagen. Falls in einem Jahr eine negative Performance erzielt wurde, liegt es nahe, diese mental mit positiven Wertentwicklungen früherer oder späterer Jahre zu verrechnen. Auf diese Weise gelingt es Menschen, ihre individuelle Zufriedenheit in Bezug auf getätigte Vermögensanlagen bewusst oder unbewusst zu steigern.⁵⁸⁵ Darüber hinaus können Anleger auch die Wertentwicklungen von Investitionen mithilfe unterschiedlicher „Rahmen“ auf verschiedene Art darstellen und bewerten. So lässt sich die Rendite einer Aktienanlage beispielsweise einerseits für sich betrachtet, also nominal, andererseits aber auch relativ zu einer Benchmark darstellen.⁵⁸⁶

3.5 Herdenverhalten

Das Herdenverhalten⁵⁸⁷ bezeichnet im Finanzmarktkontext das regelmäßig zu beobachtende Phänomen, dass Kapitalmarktteilnehmer ihre eigenen Entscheidungen und Handlungen nach den Entscheidungen anderer Investoren ausrichten. Das bedeutet, dass Anleger unter Umständen nur deshalb ein bestimmtes Wertpapiergeschäft tätigen, weil andere Marktteilnehmer ebenso handeln bzw. gehandelt haben. Die eigenen Vorstellungen und Prinzipien finden in diesem Rahmen bei der Entscheidungsfindung kaum noch Berücksichtigung.⁵⁸⁸ In der Folge kann es bei einzelnen Wertpapieren oder an ganzen Kapitalmärkten zu signifikanten

⁵⁸² Vgl. hierzu Unterabschnitt 3.2.1.2.

⁵⁸³ Vgl. Thaler (1985), S. 201 f.

⁵⁸⁴ THALER vergleicht diese Situation mit Geschenken unter einem Weihnachtsbaum, welche vermutlich in Form vieler einzeln verpackter Geschenke eine positivere Wirkung beim Beschenkten erzielen als wenn alle Geschenke gemeinsam verpackt werden. Siehe dazu Thaler (1985), S. 202.

⁵⁸⁵ Vgl. Nitzsch (2006), S. 115.

⁵⁸⁶ Vgl. Boes/ Scherf/ Schneider (2005), S. 22. Eine Benchmark könnte in dieser Situation beispielsweise ein Aktienindex oder eine Vergleichsgruppe ähnlicher Unternehmen (sog. Peer-Group) darstellen. Siehe dazu Krämer/ Welp (2002), S. 51.

⁵⁸⁷ Häufig auch als „herding“, „herding behavior“ oder „herd behavior“ bezeichnet.

⁵⁸⁸ Vgl. Bikhchandani/ Sharma (2001), S. 279 ff. und Hott (2002), S. 46 f.

Fehlbewertungen kommen, die im Extremfall in einem Kapitalmarktboom oder in einem Crash an den Kapitalmärkten münden können.⁵⁸⁹ Dabei kann Herdenverhalten sowohl in Phasen steigender, als auch fallender Notierungen an den Finanzmärkten nachgewiesen werden.⁵⁹⁰

Bereits Ende des 18. Jahrhunderts stellte LE BON in seinen Arbeiten fest, dass Menschen als Bestandteil einer Menschenmasse signifikant anders handeln als jeder Mensch individuell für sich handeln würde.⁵⁹¹ Das hat zur Konsequenz, dass Menschen aufgrund des Einflusses der Masse entgegen der eigenen Meinung handeln und teilweise sogar eine zu ihrer ursprünglichen Position gegensätzliche Meinung übernehmen. Dabei finden die eigenen Informationen im Prozess der Entscheidungsfindung zwar grundsätzlich Berücksichtigung, jedoch werden sie vom Menschen im Falle eines Herdenverhaltens grundsätzlich weniger stark gewichtet.⁵⁹² Auf Marktebene können auf diese Weise bereits kleinere Abweichungen vom Gleichgewichtspreis zu überproportional gesteigertem Optimismus und Pessimismus führen, welche den Prozess der Übertreibung in der Folge vorantreiben können.⁵⁹³ Darüber hinaus können in Boom- und Crashphasen zusätzlich Selbstverstärkungsprozesse entstehen, die eingeschlagene Richtung der Kapitalmärkte ihrer selbst wegen verstärken.⁵⁹⁴

Das Herdenverhalten von Investoren kann grundsätzlich in rational sowie irrational begründetes Handeln unterteilt werden.⁵⁹⁵ Die Behavioral Finance-Forschung beschäftigt sich dabei hauptsächlich mit dem irrational geprägten Herdenverhalten. Als solches bezeichnet man das gleichgerichtete Verhalten von Kapitalanlegern, das weder durch neue oder ergänzende Informationen, noch durch beliebige andere Anreize zu erklären ist.⁵⁹⁶ Das Herdenverhalten scheint dabei durch eine Reihe weiterer Ausprägungen der Behavioral Finance-Theorie be-

⁵⁸⁹ Vgl. Klement/ Weisser/ Wacker (2008), S. 23.

⁵⁹⁰ Vgl. Hwang/ Salmon (2004), S. 614.

⁵⁹¹ Vgl. Le Bon (2008). Wichtige Aussagen von LE BON, interpretiert und bezogen auf die Kapitalmärkte, hat KITZMANN zusammengestellt. Siehe dazu Kitzmann (2009), S. 20 ff.

⁵⁹² Vgl. Banerjee (1992), S. 798 ff.

⁵⁹³ Vgl. Lux (1995), S. 881 ff.

⁵⁹⁴ Vgl. Fenzl (2009), S. 47 ff.

⁵⁹⁵ Vgl. Zhu (2009), S. 15.

⁵⁹⁶ Vgl. Nöth/ Weber (2001), S. 5.

günstigt und gefördert zu werden, so beispielsweise durch die menschliche Neigung zur Nutzung von Heuristiken im Prozess der Urteilsfindung.⁵⁹⁷ Auch die Theorie der eingeschränkten Rationalität kann das Vorhandensein bzw. das Zustandekommen von Herdenverhalten an den Kapitalmärkten miterklären.⁵⁹⁸

Das Herdenverhalten unterliegt häufig auch rein rationalen Beweggründen. So etwa wenn neue, wesentliche Informationen, wie beispielsweise wichtige Unternehmensnachrichten, zu einem gleichgerichteten Verhalten der Investoren an den Kapitalmärkten führen. Auch wenn Investoren, beispielsweise aufgrund hoher Kosten für die Informationsbeschaffung, nur über unzureichende Informationen verfügen, kann es rational sein, die eigenen Entscheidungen nach anderen, besser informierten Investoren auszurichten.⁵⁹⁹

Neben den unmittelbar durch Menschen verursachten Kursbewegungen können in zunehmendem Maße auch computerbasierte Handelsprogramme Herdenverhalten an den Kapitalmärkten auslösen. So beispielsweise beim sogenannten „Flash Crash“ am 6. Mai 2010, als der amerikanische Dow Jones Aktienindex ohne fundamentale Gründe innerhalb von fünf Minuten etwa 10 Prozent seines Wertes verloren hat. Erst menschliches Eingreifen hat den computergesteuerten Kurseinbruch schließlich beendet.⁶⁰⁰

Unter bestimmten Umständen kann es für Investoren sogar rational sein, sich zeitweise an irrational geprägtem Herdenverhalten zu beteiligen. So etwa bei Börsengängen von Unternehmen, bei denen bereits in der Zeichnungsphase der Aktien aufgrund von sehr deutlich über den Emissionskursen liegenden Graumarktkursen⁶⁰¹ erkennbar ist, dass ein hoher Zeichnungsgewinn bereits am Tag der Erstnotierung wahrscheinlich ist.⁶⁰²

NÖTH/ WEBER zeigen rationales Herdenverhalten zudem am realen Beispiel einer DM-Russlandanleihe in den Jahren von 1997 bis 2001.⁶⁰³ Während zunächst rational begründbares Herdenverhalten aufgrund von Nachrichten über eine starke Währungsabwertung des

⁵⁹⁷ Vgl. auch Unterabschnitt 3.2.2.

⁵⁹⁸ Vgl. Kindleberger (2001), S. 41 ff.

⁵⁹⁹ Vgl. Hott (2002), S. 58.

⁶⁰⁰ Vgl. Statman (2011), S. 79 f.

⁶⁰¹ Graumarktkurse beziffern einen vorbörslichen Wert neu emittierter Aktien. Sie werden in der Regel während der Zeichnungsphase der neuen Aktien durch ein Wertpapierhandelshaus gestellt und ermöglichen den Handel mit den neu einzuführenden Aktien per deren Erscheinen. Siehe dazu auch Hagemann (2005), S. 87 ff.

⁶⁰² Vgl. Nöth/ Weber (2001), S. 17 f.

⁶⁰³ Die Anleihe (WKN 190840) wurde im Jahr 1997 emittiert und hatte eine Laufzeit bis März 2004. Die Verzinsung der Anleihe betrug 9,00 Prozent pro Jahr und die Zinszahlungen bzw. die Rückzahlung der Anleihe erfolgten in DM bzw. Euro.

russischen Rubels den Kurs der Anleihe deutlich fallen ließ, stiegen die Investoren selbst auf objektiv niedrigerem Kursniveau kollektiv nicht wieder ein. Objektiv betrachtet waren die Anleihen inzwischen zwar vergleichsweise preisgünstig, aber am Markt war bekannt, dass ein großer, in Liquiditätsschwierigkeiten befindlicher Hedge Fonds noch massive Bestände in Russlandanleihen führte. Auch in dieser Situation konnte man rationales Herdenverhalten beobachten, weil die Marktteilnehmer offensichtlich alle bekannten Informationen in ihren Anlageentscheidungen berücksichtigten und aufgrund dessen die vermeintlich günstigen Kurse noch nicht zum Kauf nutzten.⁶⁰⁴

Herdenverhalten kann neben den etablierten Wertpapiermärkten auch auf Schwellenländermärkten beobachtet werden. Das auf diesen Märkten häufig geringere Handelsvolumen scheint das beobachtbare gleichgerichtete Verhalten der Marktteilnehmer zusätzlich zu fördern.⁶⁰⁵ Auch professionelle Investoren scheinen dem Phänomen regelmäßig zu unterliegen. So weisen zahlreiche wissenschaftliche Untersuchungen etwa auf ein deutliches Herdenverhalten bei Managern von Investmentfonds und bei Finanzanalysten hin.⁶⁰⁶

DORN/ HUBERMAN/ SENGMUELLER zeigen am Beispiel deutscher Privatanleger, dass diese überraschend große Ähnlichkeiten in ihren Aktiengeschäften aufweisen, was auch eine Form des Herdenverhalten darstellen könnte.⁶⁰⁷ Weiterführend zeigen TEH/ DE BONDT, dass die Konsequenzen aus gleichgerichteten Verhalten regelmäßig niedrigere Renditen und zugleich höhere Volatilitäten sein können.⁶⁰⁸

⁶⁰⁴ Vgl. Nöth/ Weber (2001), S. 6 ff. Es handelte sich bei dem Hedgefonds um den Long-Term Capital Management (LTCM) Fonds. Siehe weiterführend dazu beispielsweise auch Forbes (2009), S. 92 ff. und Lähn (2004), S. 308 ff.

⁶⁰⁵ Vgl. Kallinterakis (2009), S. 7 ff. sowie die dort zahlreich aufgeführte Literatur. Allerdings ist das Handelsvolumen auf den Schwellenländermärkten sehr inhomogen und kann unter Umständen auch über dem der Industrienationen liegen. Siehe dazu Herrmann (2005), S. 14 f.

⁶⁰⁶ Vgl. für das Herdenverhalten bei Investmentfondsmanagern beispielsweise Agudo/ Sarto/ Vicente (2008); Grinblatt/ Titman/ Wermers (1995); Lakonishok/ Shleifer/ Vishny (1992); Oehler (1998); Walter/ Weber (2006) und Wermers (1999); sowie für das Herdenverhalten von Finanzanalysten zum Beispiel De Bondt/ Forbes (1999); Hong/ Kubik/ Solomon (2000); Olsen (1996); Scharfstein/ Stein (1990); Trueman (1994) und Welch (2000). Siehe darüber hinaus für das Herdenverhalten weiterer institutioneller Investoren sowie anderer Akteure an den Finanzmärkten auch Freiberg (2004), S. 102 ff. sowie die dort sehr zahlreich aufgeführte Literatur.

⁶⁰⁷ Vgl. Dorn/ Huberman/ Sengmueller (2008), S. 885 ff.

⁶⁰⁸ Vgl. Teh/ De Bondt (1997), S. 293 ff.

3.6 Kapitalmarktanomalien

Neben den bereits zuvor beschriebenen Verhaltensanomalien auf Ebene des einzelnen Kapitalmarktteilnehmers, können auch Anomalien auf der Makroebene der Kapitalmärkte beobachtet werden. Diese entstehen etwa dann, wenn nicht rationales Individualverhalten gleichzeitig bei vielen Kapitalmarktteilnehmern zu beobachten ist und nicht zugleich durch andere Marktteilnehmer aufgedeckt und wegarbitriert wird.⁶⁰⁹ Grundsätzlich verneinen die meisten Vertreter der Behavioral Finance-Theorie nicht, dass sich fundamentale ökonomische Aspekte langfristig Tendenz bildend an den Märkten auswirken. Aber im Bereich eines kurz- bis mittelfristigen Zeithorizonts entwickeln sich die Kapitalmärkte ihrer Ansicht nach häufig in psychologisch bedingten oszillierenden Auf- und Abschwungphasen, welche sich alleine mit den Annahmen der modernen Portfoliotheorie nicht erklären lassen.⁶¹⁰

Es gibt, unter anderem aufgrund der besseren Datenverfügbarkeit und der heutigen Möglichkeiten im Bereich der Auswertung großer Datenmengen, inzwischen eine Vielzahl an Untersuchungen, die sich mit Anomalien auf Kapitalmarktebene beschäftigen. Einen Überblick dazu liefert beispielsweise JAUNICH in seiner Forschungsarbeit.⁶¹¹ An dieser Stelle kann nur vereinzelt auf Finanzmarktanomalien im Zusammenhang mit der Vorhersehbarkeit von Kursentwicklungen eingegangen werden. Grundlage dieser zahlreich empirisch nachgewiesenen Möglichkeiten zur Vorhersage von Kursentwicklungen sind beispielsweise Unternehmenskennzahlen, die vergangene Kursentwicklung, die Veröffentlichung bestimmter Informationen, das aktuelle Datum oder auch das Wetter und die Stimmung der Investoren an einem Kapitalmarkt.⁶¹²

Wichtige Kapitalmarktanomalien sind die Kennzahlenanomalien, wozu besonders der sogenannte Size- und der Value-Effekt zu zählen sind. Beide Effekte wurden oft empirisch nachgewiesen und widersprechen der Hypothese effizienter Kapitalmärkte, wonach Renditedifferenzen zwischen Wertpapieren nur auf Unterschiede im jeweiligen Risiko der Wertpapiere zurückzuführen sind.⁶¹³ Der Size-Effekt⁶¹⁴ beschreibt dabei das Phänomen, dass die Aktienkurse kleinerer Unternehmen in der Vergangenheit zumeist höhere Renditen auswiesen als

⁶⁰⁹ Vgl. Roßbach (2001), S. 16.

⁶¹⁰ Vgl. Gerke (1997), S. 21 ff. und Rapp (1997), S. 96 ff.

⁶¹¹ Vgl. Jaunich (2008), S. 42 ff. Darüber hinaus bietet auch REDHEAD einen breiten Überblick über den Stand der Forschung im Bereich der Finanzmarktanomalien. Siehe dazu Redhead (2008), S. 513 ff.

⁶¹² Vgl. Jaunich (2008), S. 43 f. sowie Shumway (2010), S. 671 ff.

⁶¹³ Vgl. Jaunich (2008), S. 44 ff. sowie die dort zahlreich aufgeführte Literatur.

⁶¹⁴ Teilweise auch als „Firm-Size-Effect“ und „Small-Firm-Effect“ bezeichnet. Vgl. Oertmann (1994), S. 197.

die Aktienkurse größerer Unternehmen. FAMA/ FRENCH bestätigen beispielsweise diesen Effekt für den Zeitraum 1963 bis 1990 für verschiedene amerikanische Börsenmärkte und weisen darüber hinaus nach, dass der Effekt unabhängig von den bei kleineren Aktiengesellschaften häufig anzutreffenden höheren Betafaktoren beobachtet werden kann.⁶¹⁵ Für den deutschen Markt weist beispielsweise OERTMANN den Effekt anhand von 180 verschiedenen am Frankfurter Börsenplatz notierten Aktiengesellschaften im Zeitraum 1985 bis 1991 empirisch nach.⁶¹⁶

Den Value-Effekt finden FAMA/FRENCH in ihrer Studie bei amerikanischen Aktien noch stärker ausgeprägt vor als den Size-Effekt.⁶¹⁷ Der Value-Effekt beschreibt dabei die Tendenz, dass Investoren mit Substanzaktien (sog. Value-Aktien) eine systematisch höhere Rendite erzielen können als mit Wachstumswerten (sog. Growth-Aktien). Die Einteilung einer Aktie in eine dieser beiden Kategorien erfolgt zumeist entweder anhand des Kurs-Buchwert- oder des Kurs-Gewinn-Verhältnisses des jeweiligen Wertes. Nachdem LOUGHRAN in seiner Untersuchung feststellte, dass der Value-Effekt nur für kleine Unternehmen nachweisbar ist,⁶¹⁸ ergänzten FAMA/ FRENCH, dass diese Einschränkung nur für amerikanische Aktien in der Zeitperiode nach 1963 und unter Anwendung des Kurs-Buchwert-Verhältnisses zur Identifizierung von Value- und Growth-Aktienwerten gelte.⁶¹⁹ Darüber hinaus weisen FAMA/ FRENCH den Value-Effekt empirisch für nahezu alle bedeutenden Aktienmärkte weltweit nach. Für den Zeitraum zwischen 1975 und 2004 finden sie an 14 internationalen Aktienmärkten den Effekt sowohl bei großen, als auch bei kleinen Unternehmen.⁶²⁰

Eine weitere Kapitalmarktanomalie sind die sogenannten Kalendereffekte.⁶²¹ Hierunter sind zeitliche Renditemuster zu verstehen, die ebenfalls nicht mit der Effizienzhypothese in Einklang zu bringen sind. Zu den bekanntesten Kalendereffekten zählen der Januareffekt, der Montageseffekt und der Feiertageffekt.⁶²²

⁶¹⁵ Vgl. Fama/ French (1992), S. 432 ff.

⁶¹⁶ Vgl. Oertmann (1994), S. 198.

⁶¹⁷ Vgl. Fama/ French (1992), S. 440. Im Jahr 2000 erweiterten DAVIS/ FAMA/ FRENCH den Untersuchungszeitraum auf die Jahre 1929 bis 1997. Sie stellen für den Zeitraum 1929 bis 1963 den gleichen positiven Value-Effekt fest, wie in der vorausgegangenen Studie, die den Zeitraum 1963 bis 1990 behandelt. Siehe dazu Davis/ Fama/ French (2000), S. 389 ff.

⁶¹⁸ Vgl. Loughran (1997), S. 249 ff.

⁶¹⁹ Vgl. Fama/ French (2006), S. 2163 f.

⁶²⁰ Vgl. ebd., S. 2164 ff.

⁶²¹ Teilweise auch als Kalenderanomalien und saisonale Kursanomalien bezeichnet. Siehe dazu beispielsweise Heckmann (2009) und Jaunich (2008), S. 55.

⁶²² Vgl. Thaler (1992), S. 139 ff.

Der Januareffekt beschreibt die mehrfach empirisch nachgewiesene Tendenz, dass die Aktienmärkte im ersten Monat eines jeden Jahres überdurchschnittliche Renditen aufweisen.⁶²³ ROZEFF/ KINNEY haben den Effekt erstmals im Jahr 1976 für den amerikanischen Aktienmarkt im Zeitraum 1904 bis 1974 nachgewiesen. Sie nutzten in ihrer Untersuchung verschiedene Teilzeiträume und ermittelten für das längste Zeitfenster von 1941 bis 1974 eine durchschnittliche Überrendite des Monats Januar im Vergleich zu einem durchschnittlichen anderen Monat in Höhe von 3,06 Prozent.⁶²⁴

Verschiedene Studien stellen zudem einen deutlichen Zusammenhang mit dem Size-Effekt fest, wonach der Januareffekt bei kleineren Aktiengesellschaften stärker ausgeprägt zu sein scheint als bei großen Unternehmen.⁶²⁵ GULTEKIN/ GULTEKIN weisen den Januareffekt weltweit in den meisten Industrienationen nach⁶²⁶ und AGGARWAL/ RIVOLI finden ihn auch in drei von vier untersuchten Schwellenländeraktienmärkten.⁶²⁷ Obwohl jüngere Studien teilweise eine Abschwächung des Effekts feststellen, scheint die Anomalie dauerhaft Bestand zu haben. Als Gründe für den Effekt werden vor allen das sogenannte Window Dressing von institutionellen Investoren sowie steuerliche Erwägungen bei privaten Investoren aufgeführt.⁶²⁸

Der Montageseffekt ist eine weitere Kalenderanomalie. Während aus statistischer Sicht die Aktienrenditen bei langfristiger Betrachtung über die verschiedenen Wochentage hinweg gleich verteilt sein sollten, zeigt sich bei empirischer Betrachtung der Wochentagsrenditen ein ganz anderes Bild: So weisen Aktien an Montagen zumeist niedrigere durchschnittliche Renditen auf als an anderen Wochentagen. Dieser, auch als „day-of-the-week-effect“ bezeichnete Effekt, wurde hauptsächlich am amerikanischen Aktienmarkt, aber auch an verschiedenen anderen internationalen Börsenplätzen nachgewiesen und scheint sich im Laufe der vergangenen Jahrzehnte etwas verringert zu haben.⁶²⁹

⁶²³ Vgl. Holtfort (2009), S. 50 f. sowie die dort zahlreich aufgeführte Literatur zum Januareffekt.

⁶²⁴ Vgl. Rozeff/ Kinney (1976), S. 379 ff.

⁶²⁵ Vgl. beispielsweise Haug/ Hirschey (2006), S. 86; Haugen/ Lakonishok (1988); Keim (1983), S. 13 ff. und Reinganum (1983), S. 89 ff.

⁶²⁶ Vgl. Gultekin/ Gultekin (1983), S. 469 ff.

⁶²⁷ Vgl. Aggarwal/ Rivoli (1989), S. 541 ff.

⁶²⁸ Vgl. Holtfort (2009), S. 50 ff.; Jaunich (2008), S. 55; Kiehling (2001), S. 126 f. und Redhead (2008), S. 520 f. sowie die jeweils aufgeführte Literatur.

⁶²⁹ Vgl. Holtfort (2009), S. 56 ff. sowie die dort sehr zahlreich aufgeführte Literatur zum Montageseffekt.

Regelmäßig höhere Renditen am Handelstag vor oder nach einem Feiertag werden als Feiertagseffekt bezeichnet. Dabei weisen die meisten empirischen Arbeiten insbesondere für den Tag vor einem Feiertag signifikant höhere Wertentwicklungen an verschiedenen internationalen Aktienmärkten aus.⁶³⁰ LAKONISHOK/ SMIDT haben für einen Zeitraum von insgesamt 90 Jahren (1897-1986) die Renditen des amerikanischen Aktienindex Dow Jones Industrial untersucht. Sie ermitteln dabei eine durchschnittliche Rendite für die Handeltage unmittelbar vor einem Feiertag in Höhe von 0,220 Prozent, während die durchschnittliche Rendite an den restlichen Tagen nur 0,009 Prozent beträgt. Während 63,9 Prozent der insgesamt 915 Tage vor einem Feiertag mit positiven Renditen abschließen, enden bei den restlichen Tagen nur 51,7 Prozent mit einem Kursplus. In insgesamt sechs der gebildeten sieben Subzeiträume ist der Effekt zudem deutlich nachweisbar.⁶³¹

MERL/ NEUHAUS weisen den Feiertagseffekt erstmals für verschiedene deutsche Aktienindices nach. Für den DAX und MDAX ermitteln sie in ihrer empirischen Arbeit durchschnittliche Vorfeiertagsrenditen in Höhe von 0,2284 bzw. 0,2866 Prozent, während die Indices an den restlichen Tagen im Schnitt nur um 0,0132 bzw. 0,0352 Prozent zulegen konnten. Für den SDAX⁶³² kommen sie zwar auch zu einem Vorfeiertagseffekt (durchschnittliche Rendite von 0,1229 Prozent vor Feiertagen im Vergleich zu 0,0246 Prozent an allen anderen Tagen), aber die durchschnittlichen Wertentwicklungen an den Tagen nach einem Feiertag liegen hier mit 0,2815 Prozent sogar noch höher.⁶³³

3.7 Kritik an der verhaltensorientierten Finanzierungslehre

Zu den Kritikern der verhaltensorientierten Finanzierungslehre gehören besonders die Vertreter der Effizienzmarkthypothese um FAMA.⁶³⁴ Sie bemängeln, dass die Behavioral Finance im Unterschied zur neoklassischen Finanzierungstheorie kein geschlossenes Theoriekonzept aufweisen kann. Anstelle dessen biete die verhaltensorientierte Finanzierungslehre nur eine Ansammlung diverser beobachtbarer Marktanomalien, die langfristig betrachtet

⁶³⁰ Vgl. Kiehling (2001), S. 129 f. und Merl/ Neuhaus (2008), S. 391.

⁶³¹ Vgl. Lakonishok/ Smidt (1988), S. 414.

⁶³² Der SDAX ist ein deutscher Aktienindex für 50 kleinere Unternehmen, die den insgesamt 80 im DAX und MDAX enthaltenen Aktienwerten hinsichtlich Orderbuchumsatz und Marktkapitalisierung folgen.

⁶³³ Vgl. Merl/ Neuhaus (2008), S. 394.

⁶³⁴ Siehe hierzu auch Abschnitt 3.1. sowie Bloomfield (2010), S. 27 ff.

zum Teil tendenziell fragwürdig erscheinen oder sogar vollständig im allgemeinen Marktprozess verschwinden würden.⁶³⁵ Darüber hinaus könnte sogar die Verbreitung des Wissens um die Effekte der Behavioral Finance dazu führen, dass diese nicht länger existieren.⁶³⁶ Gewisse Lernprozesse bei Investoren können an den Wertpapiermärkten so auch nachgewiesen werden, jedoch gibt es auch Beweise, dass selbst bei erfahrenen Marktteilnehmern verschiedene Verhaltensanomalien zeitbeständig immer wieder auftreten.⁶³⁷

Darüber hinaus wird häufig die Art und die Durchführung der Experimente kritisiert. So nehmen an einigen Experimenten nur vergleichsweise wenige Probanden teil, die zudem häufig ausschließlich an den Universitäten rekrutiert werden. Zudem sei die Komplexität der in vielen Experimenten zu fällenden Entscheidungen nur selten mit den tatsächlichen Gegebenheiten der Praxis vergleichbar. Insbesondere mangle es in den Experimenten aber an spürbaren individuellen Folgen bzw. Konsequenzen für den jeweiligen Entscheider.⁶³⁸ WAHREN bemängelt außerdem, dass die „Sekundärliteratur ungesicherte Erkenntnisse in einer überzogenen Art“ interpretieren würde und zudem spezifische und eingegrenzte Aspekte der Behavioral Finance vorschnell in allgemeine Empfehlungen oder Regeln transformieren würde.⁶³⁹

Des Weiteren existieren eine Reihe kritischer Untersuchungsergebnisse zu den einzelnen Ausprägungen und Effekten der Behavioral Finance-Theorie. Beispielhaft sei an dieser Stelle die Kritik an den Kalenderanomalien durch SULLIVAN/ TIMMERMANN/ WHITE genannt. Sie identifizieren anhand von täglichen Aktienkursen eines rund hundertjährigen Zeitraums etwa 9.500 denkbare Kalenderanomalien, im Rahmen derer es ihrer Ansicht nach kaum verwundern dürfte, dass einige statistisch als signifikant bezeichnet werden können. Zudem beklagen die Wissenschaftler, dass die identifizierten Kalenderanomalien in der Regel auf beobachteten empirischen Daten beruhen, welche in der Folge anhand der gleichen empirischen Datensätze auf statistische Evidenz getestet werden.⁶⁴⁰

⁶³⁵ Vgl. Fama (1998), S. 283 ff.

⁶³⁶ Vgl. Cortes (2004), S. 40 f.

⁶³⁷ Vgl. Schroeder-Wildberg (1998), S. 232.

⁶³⁸ Vgl. Wahren (2009), S. 75.

⁶³⁹ Vgl. ebd., S. 75 f. sowie darüber hinaus auch Shefrin (2007), S. 102.

⁶⁴⁰ Vgl. Sullivan/ Timmermann/ White (2001), S. 249 ff.

4 Empirische Analyse des Anlageverhaltens mit und ohne Anlageberatung

4.1 Überblick und Untersuchungsziel

Die Ausführungen in den Kapiteln 2 und 3 stellen die Basis für den nun folgenden empirischen Teil dieser Arbeit dar. Es wurde aufgezeigt, dass sich der Markt mit der Anlageberatung von Privatkunden seit einigen Jahren in einem bedeutsamen und sich tendenziell verstärkenden Veränderungsprozess befindet. Vor allem die zahlreichen geänderten Rahmenbedingungen führen dazu, dass sich die Komplexität der Dienstleistung Anlageberatung für die Anbieter deutlich erhöht hat. Darüber hinaus haben die Entwicklungen dazu geführt, dass das Vertrauen der Kunden⁶⁴¹ in die Empfehlungen eines Bankberaters messbar zurückgegangen ist.⁶⁴²

Parallel zu dieser Entwicklung findet mit der Forschungsrichtung der Behavioral Finance ein Spezialfeld der Verhaltensökonomik auch in der Vermögensanlagepraxis immer mehr Anhänger. So nutzen etwa Banken und Vermögensverwalter die zahlreichen Erkenntnisse der Behavioral Finance-Forschung zunehmend auch im Zusammenhang mit der Anlageberatung von privaten Kapitalanlegern.⁶⁴³ Auf diese Weise könnten die Erkenntnisse helfen, Vermögensanlageentscheidungen mit einem erhöhten Grad an Rationalität zu begegnen und so verschiedenen durch die Behavioral Finance-Theorie beschriebenen Effekten nicht in dem Maße zu unterliegen, wie dies durchschnittlich bei Unkenntnis ebensolcher bei einem privaten Kapitalanleger der Fall wäre.

Im nun folgenden Abschnitt wird sich mit dem Anlageverhalten und der Person des privaten Kapitalanlegers, in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen durch die untersuchten Banken, beschäftigt. Daher wird bei allen nun folgenden Analysen und Auswertungen stets der Vergleich zwischen privaten Anlegern, die durch die drei untersuchten Banken eine Anlageberatung erhalten haben, und solchen, die ihre Anlageentscheidungen völlig selbständig treffen, gezogen. In besonderem Maße soll daneben berücksichtigt

⁶⁴¹ Wegen der leichteren Lesbarkeit wird nachfolgend grundsätzlich auf die weibliche Form von Anlegern, Depotinhabern, Kunden, etc. verzichtet.

⁶⁴² Vgl. Ernst & Young (2012), S. 4.

⁶⁴³ Vgl. Commerzbank Private Banking (2008).

werden, wie das Anlageverhalten der Kapitalanleger aus Sicht der Behavioral Finance-Forschung bewertet werden kann. Die Kernfrage lautet dabei: Gelingt es dem Anlageberater durch sein Wissen zu den diversen Effekten der Behavioral Finance⁶⁴⁴, dass die von ihm beratenen Kunden in einem geringeren Umfang den in der Behavioral Finance-Theorie beschriebenen Anomalien und Irrationalitäten unterliegen, als diejenigen Kunden, welche ihre Anlageentscheidungen ohne die Beratung der Bank selbständig treffen.

Um diese Frage empirisch beantworten zu können, liegen sehr umfangreiche Daten mehrerer deutscher Universalbanken vor. Die Daten werden nachfolgend ausführlich beschrieben und kritisch gewürdigt. Anschließend wird untersucht, in welchem Maße verschiedene demographische, psychographische und soziodemographische Einflussfaktoren die Inanspruchnahme von Beratungsleistungen durch den Kunden beeinflussen. In Abschnitt 4.4 wird die Portfolioallokation privater Anleger in Abhängigkeit vom Merkmal Anlageberatung vielschichtig untersucht. Dabei wird u. a. analysiert, ob die privaten Kapitalanleger der untersuchten Banken dem börsenpsychologischen Effekt der Heimatmarktneigung unterliegen. Daran anknüpfend werden in Abschnitt 4.5 die Portfoliotransaktionen privater Kapitalanleger anhand eines langjährigen Datensatzes analysiert. In diesem Abschnitt können u. a. Erkenntnisse in Bezug auf ein mögliches Herdenverhalten und die Selbstüberschätzung privater Kapitalinvestoren sowie zu den Kalendereffekten gewonnen werden.

4.2 Datenbasis

Zunächst werden die vorliegenden Daten ausführlich beschrieben. Dazu zählt insbesondere auch die Beschreibung nach verschiedenen demographischen, psychographischen und sozioökonomischen Merkmalen. Der Wichtigkeit des wirtschaftlichen Umfeldes soll durch eine

⁶⁴⁴ Die Grundzüge der verhaltensorientierten Finanzierungslehre werden im Rahmen der Aus- und Fortbildung für Anlageberater der analysierten Banken durch die zentralen Aus- und Fortbildungseinrichtungen des untersuchten Bankenverbundes in unterschiedlichen Umfängen vermittelt. Anhand verschiedener vorliegender Seminarunterlagen scheint sich der Transfer des entsprechenden Wissens hauptsächlich auf die Aus- und Fortbildungsangebote zu beziehen, welche die Anlageberater der oberen Kundensegmente (Vermögenskunden) zur Zielgruppe haben. Somit wird vermutet, dass insbesondere die Anlageberater der Vermögenskunden über einen höheren Ausbildungs- bzw. Wissensstand in Hinblick auf die Behavioral Finance verfügen als die Kundenberater der Retailkunden und die selbständig bzw. ohne Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen handelnden Privatkunden. Darauf deutet ebenfalls der in der Regel umfangreichere Zugang zu einschlägiger Fachliteratur bei den Anlageberatern der Vermögenskunden hin. Somit sollten auch die älteren Berater, welche möglicherweise während ihrer Ausbildung noch keine Inhalte der verhaltensorientierten Finanzierungslehre vermittelt bekommen haben, sich über die Jahre zumindest ein Grundwissen hierzu angeeignet haben können.

gründliche Darstellung der Rahmenbedingungen an den Wertpapiermärkten für den Zeitraum dieser Untersuchung Rechnung getragen werden. Abschließend wird die vorliegende Datenbasis kritisch gewürdigt.

4.2.1 Allgemeine Datenbeschreibung und methodische Grundlagen

Die nachfolgenden Untersuchungen basieren auf umfangreichen anonymisierten Daten dreier regional tätiger Kreditinstitute.⁶⁴⁵ Sie entstammen dem öffentlich-rechtlichen Kreditsektor und bieten als Universalkreditinstitute die üblichen Bankgeschäfte für Privat-, Firmen- und institutionelle Kunden an. Das Geschäftsgebiet dieser drei Banken befindet sich im deutschen Bundesland Nordrhein-Westfalen. Eine Besonderheit liegt darin, dass diese Banken nicht ausschließlich oder überwiegend nach dem Prinzip der Gewinnmaximierung arbeiten, sondern Gemeinwohlorientierung und regionale Bindung wichtige Eckpunkte ihres Geschäftsmodells darstellen.

4.2.1.1 Datenquelle

Die Banken haben gemessen an der Bilanzsumme unterschiedliche Größen im jeweils einstelligen Milliardenbereich.⁶⁴⁶ Kumuliert betrachtet erreichen die drei Institute eine Bilanzsumme im niedrigen zweistelligen Milliardenbereich und sie beschäftigen insgesamt etwa 2.500 Mitarbeiter. Im Folgenden werden die Kreditinstitute in der Rangfolge ihrer Größe als Bank A, B und C bezeichnet.⁶⁴⁷ Bank A weist als größtes dieser Kreditinstitute eine mehr als doppelt so große Bilanzsumme aus, wie Bank B und C gemeinsam. Auf ausdrücklichen Wunsch der drei datenliefernden Kreditinstitute erfolgen die nachfolgenden Untersuchungen nicht institutsindividuell, sondern ausschließlich auf Basis der kumulierten Datenbasis aller drei regional tätigen Banken.

⁶⁴⁵ Die personenbezogenen Daten zu den Namen und Anschriften der Depotkunden wurden bereits vorab durch die datenliefernden Kreditinstitute aus den Datensätzen entfernt. Darüber hinaus wurden die Depotnummern und Kundenummern mit Hilfe eines Algorithmus modifiziert, um eine größtmögliche Anonymisierung der Datenbasis herzustellen.

⁶⁴⁶ Auf Basis der Jahresabschlüsse des Geschäftsjahres 2011.

⁶⁴⁷ Als Einstufungsmerkmal wird die Bilanzsumme des Geschäftsjahres 2011 verwendet. Aus Gründen des Datenschutzes bleiben die Namen der Banken, deren Daten in dieser Untersuchung analysiert werden, anonym.

Die Grundlage der Untersuchung bilden umfassende Daten aus dem Wertpapiergeschäft der in die Untersuchung einbezogenen Banken.⁶⁴⁸ Dazu liegen im Rahmen einer Vollerhebung Wertpapierumsatzdaten aller Depotkonten für den Zeitraum vom 01.01.2003 bis zum 30.09.2010 vor. Für alle drei Banken liegen zudem vollumfängliche Wertpapierbestandsdaten zum Stichtag 31.10.2010 vor.⁶⁴⁹ Zum gleichen Termin sind darüber hinaus noch psychographische, sozioökonomische und weitere Daten zu allen Wertpapierkunden der drei Banken vorhanden. Die Auswahl der aufgeführten Zeiträume bzw. Zeitpunkte orientierte sich ausschließlich an den zum Zeitpunkt der Datenlieferung längst möglichen Zeiträumen hinsichtlich der Wertpapierumsatzdaten und an den aktuellsten möglichen Zeitpunkten in Bezug auf die Wertpapierbestandsdaten und die Kundendaten zu den Wertpapierdepots.

In allen drei beteiligten Kreditinstituten standen dem Verfasser dieser Arbeit fachkompetente Mitarbeiter als Ansprechpartner für Fragen aller Art regelmäßig und ohne zeitliche Einschränkungen zur Verfügung. Auf diese Weise konnten die Erfahrungen und Fachkenntnisse der Mitarbeiter der analysierten Banken in die Untersuchungen erklärend, unterstützend und validierend in Form von Expertenwissen einbezogen werden. Der Verfasser dieser Arbeit musste den untersuchten Kreditinstituten aufgrund der Sensibilität der untersuchten Datenbasis und der erhaltenen sonstigen Auskünfte und Informationen ein höchstmögliches Maß an Vertraulichkeit zusichern.

Bei allen drei Banken sind einheitlich zwei verschiedene Depottypen im Einsatz: Zum einen universell nutzbare Wertpapierdepots, welche für sämtliche klassischen Anlageprodukte und Anlageklassen genutzt werden können sowie zum anderen eingeschränkt nutzbare Wertpapierdepots, welche ausschließlich für die Verwahrung spezieller Investmentfonds vorgesehen sind.⁶⁵⁰ Die nur eingeschränkt verwendbaren Depots werden durch den zentralen Dienstleister für das Investmentfondsgeschäft der drei Kreditinstitute geführt. Diese Fondsgesellschaft bietet die Depotführung ausschließlich für hauseigene Investmentfonds und solche

⁶⁴⁸ Die untersuchten Banken nutzen die gleiche Transaktionsbank bzw. darüber hinaus die gleichen Partner für die Abwicklung ihrer Wertpapiergeschäfte. Sämtliche untersuchten Daten unterliegen daher einer einheitlichen Systematik und können für alle drei Kreditinstitute in gemeinsame Datensätze überführt werden.

⁶⁴⁹ Aus technischen Gründen war es nicht möglich, die Depotumsatzdaten exakt bis zum Stichtag der Depotbestandsdaten von den analysierten Banken zu erhalten. Es liegt ein Kalendermonat zwischen den beiden Datensätzen, was für die nachfolgenden Untersuchungen aufgrund der singulären Betrachtung der Datensätze keinen Nachteil bedeutet.

⁶⁵⁰ Die Gesamtanzahl der Wertpapierdepots in allen drei Banken verteilt sich etwa wie folgt: Rund 60 Prozent sind universell nutzbar und ca. 40 Prozent sind nur eingeschränkt für spezielle Investmentfonds nutzbar.

entsprechender Kooperationspartner an.⁶⁵¹ Fortan werden, sofern Abgrenzungen notwendig erscheinen, die für Kunden uneingeschränkt nutzbaren und bei der jeweiligen Bank geführten Depots als „Bankdepots“ und die nur für bestimmte Investmentfonds nutzbaren Depots als „Fondsdepots“ bezeichnet. Für die Fondsdepots sind nur Wertpapierbestandsdaten vorhanden, deren Integration in den Gesamtdatensatz der Wertpapierbestandsdaten in Unterabschnitt 4.2.1.3 ausführlich beschrieben wird.

Da sich die Anzahl der in die Untersuchung einbezogenen Wertpapierbestands-, Wertpapierumsatz- und Kundendaten auch daher ableitet, in welchem Umfang in jedem einzelnen Wertpapierumsatz Informationen über eine erfolgte oder nicht erfolgte Anlageberatung durch einen Berater vorhanden bzw. ableitbar sind, werden nachfolgend die ursprünglich vorhandenen und die in der empirischen Studie berücksichtigten Daten ausführlich vorgestellt. Im Anschluss daran wird das für diese Untersuchung zentrale Datenmerkmal der Anlageberatung detailliert beschrieben. Dieses Merkmal wurde unter Einbeziehung verschiedener Annahmen für die nachfolgenden Untersuchungen ebenso modifiziert, wie die darauffolgend dargestellte verwendete Kundensegmentierung. Eine kurze Zusammenfassung soll abschließend einen Überblick darüber liefern, welche Daten schlussendlich in der nachfolgenden empirischen Untersuchung analysiert werden.

4.2.1.2 Wertpapierumsatzdaten

Es liegen Wertpapierumsatzdaten für den Zeitraum vom 01.01.2003 bis zum 30.09.2010 vor. Dieser Zeitraum lässt sich mit Blick auf die Menge der zu den jeweiligen Wertpapiertransaktionen vorhandenen Merkmale in zwei Abschnitte unterteilen. So sind für den Zeitraum vom 01.01.2007 bis 30.09.2010 vergleichsweise viele Merkmale zu den einzelnen Umsätzen vorhanden, während für den Zeitraum vom 01.01.2003 bis 31.12.2006 die Anzahl der Informationen geringer ist. Die jeweilig vorhandenen Merkmale sind in Tabelle 6 zusammengetragen.

Die Ausgangsbasis der Wertpapierumsatzdaten bilden insgesamt 542.099 Wertpapierumsätze verteilt auf 35.956 Wertpapierdepots für den Gesamtzeitraum vom 01.01.2003 bis zum 30.09.2010. Davon entfallen 280.055 Transaktionsdaten auf den Zeitraum 01.01.2003 bis

⁶⁵¹ Der Kunde hat u. a. den Vorteil, dass er Investmentfonds in diesem Depot, welches bei einer Bank des Fondsdienstleisters geführt wird, zumeist deutlich kostengünstiger verwahren lassen kann. Daher ist häufig zu beobachten, dass Kunden der drei Banken sowohl über ein Universaldepot (z. B. für die Verwahrung von Aktien und Anleihen), als auch über ein Fondsdepot verfügen.

31.12.2006 und 262.044 Wertpapierumsätze auf die Zeitspanne vom 01.01.2007 bis 30.09.2010.

Merkmal	Informationen zum Merkmal	Zeitraum 01.01.2007- 30.09.2010	Zeitraum 01.01.2003- 31.12.2006
Bank	Bank A, B oder C	Vorhanden	Vorhanden
Depotnummer	Depotnummer des Depotinhabers ⁶⁵²	Vorhanden	Vorhanden
Kundenummer	Kundenummer des Depotinhabers ⁶⁵³	Vorhanden	Vorhanden
Berater	Jeder Berater der untersuchten Banken verfügt über eine eigene Beraternummer	Vorhanden	Vorhanden
WKN	Wertpapierkennnummer	Vorhanden	Vorhanden
Schlussstag	Handelstag des Wertpapiergeschäfts	Vorhanden	Vorhanden
Gattungsbezeichnung	Bezeichnung des Wertpapiers	Vorhanden	
Geschäftsart	Kauf, Verkauf oder Rückzahlung wegen Fälligkeit	Vorhanden	Vorhanden
Fälligkeit	Datum der Fälligkeit	Vorhanden	
WP-Währung	Heimatwährung des Wertpapiers	Vorhanden	
Ausgeführte Menge	Anzahl bzw. Nennwert der gehandelten Wertpapiere	Vorhanden	Vorhanden
Kurs	Ausführungskurs der Transaktion	Vorhanden	
Kurswert vor Kosten	Ausgeführte Menge x Ausführungskurs	Vorhanden	Vorhanden
Kurswert nach Kosten	Ausgeführte Menge x Ausführungskurs unter Abzug der Transaktionskosten	Vorhanden	Vorhanden
WP-Klasse	Aktien, Anleihen, Investmentfonds oder sonstige Wertpapiere	Vorhanden	
Beratungsart	Geschäftsabschluss mit oder ohne Beratung	Vorhanden	
Vertriebsweg	Geschäftsabschluss über Bankberater, Call-Center oder Online-Banking	Vorhanden	Vorhanden
Branche Emittent	Zuordnung der Wertpapiergattung zu einer von insgesamt 45 verschiedenen Branchen ⁶⁵⁴	Vorhanden	
Länderschlüssel	Zuordnung der Wertpapiergattung zu einem/ einer von insgesamt etwa 250 verschiedenen Ländern, Organisationen oder Regionen ⁶⁵⁵	Vorhanden	

Tab. 6: Merkmale der Wertpapierumsatzdaten in Abhängigkeit vom Zeitraum

⁶⁵² Anonymisierung der Daten durch einen Algorithmus.

⁶⁵³ Anonymisierung der Daten durch einen Algorithmus.

⁶⁵⁴ Die Zuordnung erfolgt nicht bei Anleihen (bspw. Unternehmensanleihen).

⁶⁵⁵ Neben Ländern bspw. auch Organisationen und Regionen wie EU, IWF, NATO oder UNESCO.

Diese Datenbasis wurde durch die datenliefernden Banken vorab um insgesamt 120.883 Transaktionen derjenigen Kunden reduziert, bei denen weder Informationen darüber vorliegen noch herzuleiten sind, ob und inwieweit den Wertpapierumsätzen dieser Kunden eine Anlageberatung durch die entsprechenden Banken vorausgegangen ist. Die Reduzierung erfolgt vor dem Hintergrund, dass die Information, ob ein privater Kapitalanleger selbständig oder aufgrund einer Anlageberatungsdienstleistung der Bank eine bestimmte Wertpapiertransaktion durchgeführt hat, von zentraler Bedeutung für die nachfolgenden Analysen ist.⁶⁵⁶ In diesen nicht auswertbaren Transaktionen sind aufgrund der mangelhaften Identifizierbarkeit auch diejenigen Transaktionen von Privatanlegern enthalten, welche ihre Geschäfte ausschließlich im Online-Banking der untersuchten Kreditinstitute selbständig abgewickelt haben.⁶⁵⁷

Auszuwerten ist dieser Aspekt anhand des Datenmerkmals „Beratungsart“, ein Datenfeld, welches durch den Bankberater bei Wertpapiergeschäften mit privaten Kapitalanlegern nicht zwingend gefüllt werden muss. Das Merkmal liegt im Gesamtdatensatz nur in den Wertpapiertransaktionsdaten ab dem 01.01.2007 vor, wird aber aufgrund der Wichtigkeit der daraus für die nachfolgenden Untersuchungen resultierenden Informationen, wie in Unterabschnitt 4.2.1.5 ausführlich beschrieben, über verschiedene Annahmen auch auf die früheren Wertpapierumsatzdaten sowie die Wertpapierbestandsdaten und die Kundendaten der Wertpapierportfolien übertragen.

Anschließend wurden die verbliebenen 421.216 Wertpapierumsätze um 14.204 Umsätze, welche im Zusammenhang mit einer Vermögensverwaltungsvereinbarung zwischen Bank und Kunde stehen, bereinigt. Die Korrektur ist notwendig, weil es bei einer Vermögensverwaltung i. d. R. keine auf eine einzelne Wertpapiertransaktion bezogene Anlageberatung, noch ein Beratungswahlrecht auf Seiten des privaten Kapitalanlegers gibt.⁶⁵⁸ Zusätzlich wurde die Datenbasis um 6.917 Wertpapierumsätze juristischer Personen vermindert, da bei den nachfolgenden Untersuchungen ausschließlich das Anlageverhalten privater Kapitalanleger im Fokus steht. Darüber hinaus wurden sämtliche 5.522 Wertpapierumsätze, die im Nachhinein storniert wurden, aus dem Datensatz entfernt.

⁶⁵⁶ Siehe dazu auch Abschnitt 4.1.

⁶⁵⁷ Der Anteil der ausgeschlossenen Transaktionen, welche durch ausschließlich online im Wertpapiergeschäft der Kreditinstitute agierende Kunden begründet sind, kann aufgrund fehlender Datenmerkmale nicht ermittelt werden. Die Experteninterviews haben jedoch ergeben, dass reine Online-Kunden im Wertpapieranlagegeschäft der untersuchten Banken eher selten vorzufinden sind.

⁶⁵⁸ Vgl. dazu Unterabschnitt 2.2.2.3.

Auch alle 1.242 Wertpapierumsätze, die im Zusammenhang mit der Ein- oder Ausbuchung von geschlossenen Beteiligungen stehen, wurden dem Datensatz entnommen. Die lediglich für Beteiligungen eines einzigen Initiators und somit unvollständig für diesen Anlagebereich im Wertpapierdepot aufgeführten Depotpositionen verfügen zudem über eine lückenhafte Datenqualität und keinerlei Informationen darüber, ob eine Beratung im Zusammenhang mit dem Erwerb der Beteiligung stattgefunden hat oder nicht. Ebenso wurden 312 Wertpapierumsätze, welche im Zusammenhang mit Transaktionen an Terminbörsen stehen, dem Datensatz entnommen, um nicht die nachfolgenden Auswertungen hinsichtlich ihrer Aussagekraft durch diese für den klassischen privaten Kapitalanleger ungewöhnlichen Geschäftsvorfälle zu beeinträchtigen.⁶⁵⁹

Die Reduktion des Wertpapierumsatzdatensatzes um die zuvor beschriebenen Aspekte führt zu einem verminderten Datensatz von insgesamt 393.019 Wertpapiertransaktionen. Dieser Wertpapierumsatzdatensatz, aufgeteilt in 163.872 Umsätze im Zeitraum 01.01.2003 bis 31.12.2006 und 229.147 Transaktionen im Zeitraum 01.01.2007 bis 30.09.2010, bildet die Grundlage aller nachfolgenden Untersuchungen. Für jede einzelne Wertpapiertransaktion aus diesem Datensatz lässt sich eine Aussage darüber treffen bzw. herleiten, ob sich der jeweilige private Kapitalanleger von seiner Bank im Zusammenhang mit der Wertpapiertransaktion beraten ließ oder diese auf selbständiger Basis tätigte.

Die 393.019 Transaktionen entfallen auf insgesamt 27.064 Wertpapierdepots.⁶⁶⁰ Damit liegen für den fast achtjährigen ausgewerteten Zeitraum durchschnittlich 14,52 Transaktionen je Depot vor. Hierbei ist allerdings zu beachten, dass nicht alle Wertpapierdepots über den gesamten ausgewerteten Zeitraum Bestand haben. Ein Abgleich mit den Wertpapierdepots mit Beständen zum 31.10.2010 zeigt, dass insgesamt 7.469 der 27.064 Wertpapierdepots, welche für die nachfolgenden Analysen grundsätzlich zur Verfügung stehen, im Zeitraum zwischen dem 01.01.2003 und dem 31.10.2010 entweder wieder geschlossen wurden oder aber zum 31.10.2010 keine Bestände mehr führen.⁶⁶¹ Inwieweit in den nachfolgenden Unter-

⁶⁵⁹ Nur insgesamt sieben Privatkunden haben im verbliebenen Datensatz Geschäfte an Terminbörsen getätigt. Informationen inwieweit diese im Zusammenhang mit Beratungsdienstleistungen erfolgten sind nicht vorhanden.

⁶⁶⁰ In 578 Fällen (2,14 Prozent) liegt ein Zweit- oder Drittdepot eines bereits im Datensatz vorhandenen Depotinhabers vor. Eine Zuordnung zum Erstdepot ist aus technischen Gründen nicht möglich.

⁶⁶¹ Vgl. Abschnitt 4.2.1.3. Sofern dieser Aspekt im Zusammenhang mit den nachfolgenden Untersuchungen zu berücksichtigen ist, wird an geeigneter Stelle ausführlich darauf eingegangen.

suchungen jeweils sämtliche der zuvor genannten Wertpapierumsatzdaten oder beispielsweise lediglich gewisse Teilmengen derer untersucht werden, wird im unmittelbaren Zusammenhang mit der jeweiligen Forschungsfrage ausführlich beschrieben.

Das Datenmerkmal „Berater“ liegt in den Wertpapierumsatzdaten in Form eines numerischen Schlüssels vor, anhand dessen ablesbar ist, welchem Berater und damit auch welchem Kundensegment der Kunde gewöhnlich zugeordnet ist. Sofern sich der Kunde von seiner Bank beraten lässt, erfolgt die Beratung zumeist durch diesen fest zugeordneten Bankberater. In Ausnahmefällen, zum Beispiel aufgrund von planmäßiger oder außerplanmäßiger Abwesenheit des Beraters, kann die Beratung auch durch einen anderen, in der Regel für das gleiche Kundensegment zuständigen Berater der Bank erfolgen. Daher verfügt dieser vertretende Berater zumeist über eine vergleichbare Ausbildung und Qualifikation, wie der dem Kunden gewöhnlich zugeordnete Berater.

Im Laufe des analysierten Zeitraums haben sich die Beraterschlüssel und die internen Abläufe bei den untersuchten Kreditinstituten in Hinblick auf die Kundensegmentierung mehrfach verändert. Darüber hinaus haben die drei analysierten Banken auch zum Ende des Erhebungszeitraums jeweils unterschiedliche Regelungen in Bezug auf die Segmentierung ihrer Kunden. Um dennoch mit Blick auf die nachfolgenden Auswertungen zwischen verschiedenen Kundensegmenten einheitlich unterscheiden zu können, wird die in den Unterabschnitten 4.2.1.6 und 4.2.1.7 beschriebene Methode zur Kundensegmentierung gewählt.

4.2.1.3 Wertpapierbestandsdaten

Für die universell nutzbaren Bankdepots liegen im Basisdatensatz aus den drei untersuchten Kreditinstituten vollständige Wertpapierbestandsdaten für insgesamt 30.315 Wertpapierdepots zum Stichtag 31.10.2010 vor. Jedes dieser Depots verfügt über zumindest eine Depotposition, da insgesamt 6.082 bestandslose Wertpapierdepots bereits vorab durch die datenliefernden Kreditinstitute aus dem Datensatz entfernt wurden.

Für die eingeschränkt nutzbaren Fondsdepots liegen zum Stichtag 31.10.2010 Bestandsdaten für insgesamt 22.191 Depotkonten vor. Jedes dieser Depots verfügt ebenfalls über zumindest eine Depotposition. In welcher Anzahl daneben ggf. bestandslose Fondsdepots vorhanden sind, ist dem zur Verfügung stehenden Datensatz nicht zu entnehmen.

Da die nachfolgenden Untersuchungen – wie bereits zuvor beschrieben – eine Indikation darüber erfordern, inwieweit sich die privaten Kapitalanleger im Zusammenhang mit ihren Wertpapierbeständen von ihren Banken beraten ließen⁶⁶², erfolgt zunächst ein Abgleich der in Bezug auf die Wertpapierbestandsdaten verfügbaren 30.315 Bankdepots mit den in Unterabschnitt 4.2.1.2 ermittelten 27.064 Bankdepots, für die jeweils Informationen in Bezug auf die Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen auf Basis der Wertpapierumsatzdaten vorliegen bzw. ermittelt werden können. Dieser Abgleich ergibt als Basis für die weitere Bereinigung des Datensatzes der Wertpapierbestandsdaten eine gemeinsame Schnittmenge von 19.595 Depotkonten mit insgesamt 88.922 Depotpositionen.

Damit ist neben der Ausdünnung des Datensatzes um Wertpapierdepotkonten ohne Aussagekraft in Hinblick auf erfolgte Anlageberatungsdienstleistungen automatisch auch bereits eine Korrektur um die Wertpapierdepots juristischer Personen⁶⁶³ sowie derer mit Vermögensverwaltungen⁶⁶⁴ erfolgt, weil in beiden Fällen die zugrundeliegenden Depotkonten bereits bei der Aufbereitung der Wertpapierumsatzdaten ausgeschlossen wurden.⁶⁶⁵ Zusätzlich wird die Datenbasis der Wertpapierbestandsdaten aus den bereits geschilderten Gründen um weitere 221 Depotpositionen geschlossener Beteiligungen reduziert.⁶⁶⁶

Somit verbleiben im Datensatz der Bankdepots 19.595 Depotkonten mit insgesamt 88.701 Wertpapierbestandspositionen, also durchschnittlich 4,53 Positionen pro Depot. Die Wertpapiervermögensanlagen dieser privaten Depotkunden werden dadurch allerdings noch nicht vollständig abgebildet. Es gilt noch zu berücksichtigen, dass bei einer Teilmenge von insgesamt 4.179 privaten Kapitalanlegern neben dem Bankdepot zusätzlich auch ein Fondsdepot mit Wertpapierbeständen zum Stichtag 31.10.2010 existiert. Daher werden der Datenbasis der Wertpapierbestandsdaten insgesamt 11.669 Bestandspositionen der Fondsdepots anle-

⁶⁶² Siehe dazu Abschnitt 4.1.

⁶⁶³ Vgl. dazu Unterabschnitt 4.2.1.2.

⁶⁶⁴ Hierbei handelte es sich zum Stichtag um insgesamt 152 Depotkonten. Die Vermögensverwaltungsdepots konnten aufgrund eines sogenannten Depotartenhinweises eindeutig identifiziert werden.

⁶⁶⁵ Vermögensverwaltungen beziehen sich bei den drei untersuchten Banken jeweils immer auf den gesamten Inhalt eines Wertpapierdepotkontos.

⁶⁶⁶ Siehe dazu Unterabschnitt 4.2.1.1.

gerindividuell zugeführt, um ein möglichst umfassendes Bild der gesamten Vermögensanlagen in Wertpapieren bei den privaten Kapitalanlegern zu erhalten.⁶⁶⁷ Weiterer Korrekturbedarf an der Datenbasis erscheint nicht erforderlich.⁶⁶⁸

Damit ergibt sich abschließend für die Wertpapierbestandsdaten der drei Banken per Stichtag 31.10.2010 folgender harmonisierter Datensatz aus Bank- und Fondsdepots: 19.595 Wertpapierdepotkonten mit 100.370 Depotbestandspositionen, damit durchschnittlich 5,12 Positionen pro Wertpapierdepot. Die für den gemeinsamen Datensatz verfügbaren Merkmale zu den Wertpapierbestandsdaten sind in Tabelle 7 aufgeführt.⁶⁶⁹

⁶⁶⁷ Die Verknüpfung ist über das in beiden Datensätzen neben den Depotnummern vorhandene Merkmal „Kundennummer“ eindeutig möglich.

⁶⁶⁸ Fondsdepots, welche im Zusammenhang mit einem unmittelbaren Vermögensverwaltungsmandat zwischen Anleger und Bank stehen, sind nicht bekannt. Mittelbar nehmen einige private Anleger aufgrund eines Bestandes in Dachfondsprodukten Dienstleistungen mit thematischer Nähe zur klassischen Vermögensverwaltung in Anspruch. Allerdings entsprechen diese fondsbasierten Produkte nicht einer Vermögensverwaltung im engeren Sinne und verbleiben daher im Datensatz. Vgl. dazu Unterabschnitt 2.2.2.3.

⁶⁶⁹ Die für den Datensatz der Wertpapierbestandsdaten ursprünglich vorhanden unbearbeiteten Merkmale der Bankdepots und Fondsdepots sind jeweils in den Anlagen 4 und 5 aufgeführt.

Merkmal	Informationen zum Merkmal
Bank	Bank A, B oder C
Depotnummer	Depotnummer des Depotinhabers ⁶⁷⁰
Depoteröffnung	Datum der Depoteröffnung
Kundennummer	Kundennummer des Depotinhabers ⁶⁷¹
Berater	Jeder Bankberater verfügt über eine eigene Beraternummer
ISIN	International gültige Wertpapieridentifikationsnummer
Gattungsbezeichnung	Bezeichnung des Wertpapiers
Menge	Anzahl der Wertpapiere im Bestand
Einstandskurs	Kundenindividueller Erwerbiskurs (ggf. gewichteter Durchschnittserwerbiskurs) ⁶⁷²
Aktueller Kurs	Schlusskurs per 31.10.2010 ⁶⁷³
Kurswert	Menge x Aktueller Kurs
Assetklasse	Aktien, Anleihen, Immobilien oder Sonstige ⁶⁷⁴
WP-Klasse	Aktien, Anleihen, Investmentfonds oder sonstige Wertpapiere ⁶⁷⁵
WP-Währung	Heimatwährung des Wertpapiers ⁶⁷⁶

Tab. 7: Merkmale der harmonisierten Depotbestandsdaten⁶⁷⁷

Vertiefende Informationen zu den verschiedenen Merkmalen der harmonisierten Depotbestandsdaten werden im Zusammenhang mit den jeweiligen Untersuchungen in den nachfolgenden Abschnitten aufgeführt.

⁶⁷⁰ Anonymisierung der Daten durch einen Algorithmus.

⁶⁷¹ Anonymisierung der Daten durch einen Algorithmus.

⁶⁷² Der Einstandskurs für die Fondsdepotbestandsdaten konnte rechnerisch ermittelt werden.

⁶⁷³ Welcher Börsenplatz zur Bewertung der Bankdepotbestandsdaten herangezogen wurde, ist nicht bekannt. Für die Fondsdepotbestandsdaten liegt der Rücknahmekurs der Fondsgesellschaft zum 31.10.2010 vor.

⁶⁷⁴ Dieses Datenmerkmal konnte durch das Aggregieren verschiedener Merkmale der Bankdepotdaten („WP-Klasse“, „WP-Gruppe“ und „WP-Art“) und Fondsdepotdaten („Fondsart“) gewonnen werden. Siehe dazu auch Tabelle 34 und Tabelle 35 im Anhang.

⁶⁷⁵ Dieses Datenmerkmal ist ursprünglich nur in den Bankdepotdaten vorhanden.

⁶⁷⁶ Den Fondsdepotdaten wurde fondsindividuell die jeweilige Fondswährung zugeordnet, da diese Information im Basisdatensatz nicht vorhanden war.

⁶⁷⁷ Die in den Basisdatensätzen verfügbaren Merkmale der Bankdepots und Fondsdepots sind im Anhang in Tabelle 34 und Tabelle 35 aufgeführt.

4.2.1.4 Kundendaten zu den Wertpapierdepots

Neben den Wertpapierumsatz- und Wertpapierbestandsdaten sind zahlreiche weitere Informationen zu den in die Untersuchung einbezogenen Wertpapierdepots zum Stichtag 31.10.2010 vorhanden. Sie entstammen hauptsächlich Datenbanken, in denen durch die analysierten Banken Kundeninformationen gespeichert werden, welche aufgrund gesetzlicher Verpflichtungen durch die Berater der beteiligten Kreditinstitute regelmäßig im Zusammenhang mit Wertpapiergeschäften erfragt werden mussten.⁶⁷⁸ Da sich diese Datenbanken zum Auswertungszeitpunkt noch im Aufbau befanden und die dort gespeicherten Daten zumeist im Zusammenhang mit akuten Wertpapiertransaktionen und damit sukzessive erfasst wurden, sind die in Tabelle 8 aufgeführten Merkmale nicht für jeden Wertpapierdepotinhaber vollständig vorhanden.

⁶⁷⁸ Die genannten gesetzlichen Verpflichtungen haben zumeist das WpHG zur Grundlage.

Merkmal	Informationen zum Merkmal
Bank	Bank A, B oder C
Depotnummer	Depotnummer des Depotinhabers ⁶⁷⁹
Kundennummer	Kundennummer des Depotinhabers ⁶⁸⁰
Geburtsdatum	Geburtsdatum des Depotinhabers ⁶⁸¹
Nationalität	Nationalität des Depotinhabers
Depotinhaber	Frau, Mann oder Personengemeinschaft ⁶⁸²
Berater	Jeder Bankberater verfügt über eine eigene Beraternummer
Durchschnittliche Häufigkeit der Geschäfte	Durchschnittliche Häufigkeit der Wertpapiergeschäfte pro Jahr ⁶⁸³
Durchschnittlicher Umfang der Aktiengeschäfte	Finanzieller Umfang der durch den Depotinhaber in Aktien getätigten Geschäfte ⁶⁸⁴
Risikobereitschaft	Grundsätzliche Risikobereitschaft des Depotinhabers
Bildungsstand	Höchster Bildungsabschluss des Depotinhabers
Anlagehorizont	Bevorzugter Anlagehorizont des Depotinhabers
Geld- und Wertpapiervermögen	Gesamtes liquides Geld- und Wertpapiervermögen des Depotinhabers
Sonstiges Vermögen	Sonstiges Vermögen des Depotinhabers
Einkommen	Höhe des monatlichen Nettoeinkommens des Depotinhabers

Tab. 8: Merkmale der Kundendaten zu den Wertpapierdepots⁶⁸⁵

Die Datenmerkmale zu den Wertpapierdepots liegen kundenbezogen vor und können daher problemlos mit den Wertpapierumsatz- und den Wertpapierbestandsdaten verknüpft werden.

⁶⁷⁹ Anonymisierung der Daten durch einen Algorithmus.

⁶⁸⁰ Anonymisierung der Daten durch einen Algorithmus.

⁶⁸¹ Sofern Eheleute Inhaber des Depots sind, ist grundsätzlich das Geburtsdatum des Mannes angegeben.

⁶⁸² Dieses Merkmal wurde aus dem Datenmerkmal „Anredezeichen“ aus den Fondsdepotdaten generiert. Aus diesem Datenmerkmal lässt sich erkennen, ob es sich um das Wertpapierdepot einer Frau, eines Mannes oder einer Personengemeinschaft, z. B. von Eheleuten, handelt.

⁶⁸³ Dieses Datenmerkmal ist im Basisdatensatz einzeln für bis zu sieben verschiedene Wertpapierrisikoklassen vorhanden. Sofern das Datenfeld befüllt wurde, erfolgte dies zu 97 Prozent mit der Angabe „1-10 pro Jahr“. Um die Datenkomplexität zu verringern wird hier vereinfachend angenommen, dass die auf Kundenebene jeweils höchste vorzufindende Antwortklasse nicht nur auf die jeweilige Wertpapierrisikoklasse, sondern auf das gesamte Wertpapierportfolio des Kunden hinsichtlich der durchschnittlichen Häufigkeit der Geschäfte anzuwenden ist.

⁶⁸⁴ Das Datenmerkmal „durchschnittlicher finanzieller Umfang der Geschäfte“ ist im Basisdatensatz für bis zu sieben verschiedene Wertpapierrisikoklassen vorhanden. Unter Berücksichtigung der nachfolgenden Untersuchungen und zur Verringerung der Datenkomplexität wird fortan vereinfachend ausschließlich auf den durchschnittlichen finanziellen Umfang der Aktiengeschäfte abgestellt.

⁶⁸⁵ Vgl. für die Antwortklassen zu den verschiedenen Merkmalen auch Tabelle 36 im Anhang.

Daher sind für alle nachfolgend analysierten 27.064 Wertpapierdepots zumindest in Teilen die aufgeführten Merkmale vorhanden. Tabelle 9 gibt einen Überblick darüber, in welchem Umfang die verschiedenen Merkmale für die Datenbasis vorgefunden wurden.

Merkmale	Wertpapierbestandsdaten	Wertpapierumsatzdaten
Bank	19.595	27.064
Depotnummer	19.595	27.064
Kundennummer	19.595	27.064
Berater	19.595	27.064
Geburtsdatum	19.504	20.604
Nationalität	18.825	18.869
Risikobereitschaft	17.438	18.077
Anlagehorizont	17.428	18.067
Geld- und Wertpapiervermögen	17.348	17.981
Sonstiges Vermögen	17.320	17.951
Einkommen	17.307	17.940
Bildungsstand	12.975	13.426
Durchschnittliche Häufigkeit der Geschäfte	12.453	12.873
Durchschnittlicher Umfang der Aktiengeschäfte	12.453	12.873
Depotinhaber ⁶⁸⁶	4.108	4.108

Tab. 9: Anzahl der verfügbaren Datenmerkmale der Kundendaten

Die Merkmale basieren nicht auf nachweislich getätigten Geschäften bzw. real erhobenen Zahlen, sondern auf mündlichen oder schriftlichen Angaben der einzelnen Kunden. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Angaben der Kunden jeweils deren Gesamtsituation abbilden und sich nicht auf die Geschäftsbeziehung zu den hier analysierten Kreditinstituten beschränken sollen. Demzufolge sollen beispielsweise ebenso ggf. vorhandene Vermögenswerte bei anderen Kreditinstituten in die Antworten einbezogen werden, wie auch die Erfahrungswerte, welche der private Kapitalanleger an anderer Stelle im Zusammenhang mit

⁶⁸⁶ Die Datenanzahl des Merkmals Depotinhaber ist vergleichsweise niedrig, da diese Informationen nur bei den Fondsdepotdaten vorlagen.

Wertpapierprodukten bereits sammeln konnte. Es ist daher zumindest denkbar, dass Kunden die Auskünfte in Teilen oder vollständig nicht wahrheitsgemäß erteilen.⁶⁸⁷ Bei einigen Merkmalen werden zudem nicht die genauen Kundenangaben, sondern nur bestimmte Antwortklassen, innerhalb derer sich der Kunde mit seinen individuellen Angaben befindet, in der Datenbank erfasst.⁶⁸⁸

4.2.1.5 Operationalisierung des Datenmerkmals der Anlageberatung

Im Kontext der nachfolgenden Analysen nimmt das Datenmerkmal „Beratungsart“⁶⁸⁹ eine Schlüsselrolle ein. Anhand dieses Merkmals soll grundsätzlich unterschieden werden, ob die untersuchten privaten Kapitalanleger Anlageberatungsdienstleistungen von ihrer Bank in Anspruch genommen haben oder ob sie ihre Vermögensanlageentscheidungen in der Vergangenheit ohne entsprechende Beratungsleistungen selbständig getätigt haben. In den zuvor beschriebenen zur Verfügung stehenden Datensätzen ist dieses Merkmal zur Anlageberatung in den Wertpapierumsatzdaten für den Zeitraum 01.01.2007 bis 30.09.2010 vorhanden.

Allerdings musste das Datenfeld durch den Bankberater im Rahmen von Wertpapiergeschäften nicht zwingend befüllt werden. Daher ist denkbar, dass die Anlageberater bei nicht eindeutig zuzuordnenden Wertpapiertransaktionen einen gewissen „Spielraum“ hinsichtlich der Entscheidung zur Beratungsart genutzt haben bzw. das Datenfeld möglicherweise auch bewusst nicht befüllt haben.⁶⁹⁰ Und auch Wertpapiertransaktionen, die durch die Depotkunden der drei Banken selbständig im Online-Banking erfasst wurden, führen dazu, dass das Datenmerkmal ohne Dateninhalt vorgefunden wird. Aus diesen Gründen liegen nur für 64,51 Prozent aller 262.044 Transaktionen im relevanten Zeitraum entsprechende Angaben zum Beratungsmerkmal im Basisdatensatz vor. Diese insgesamt 169.038 Wertpapierumsätze mit vorhandenem Beratungsmerkmal verteilen sich mit 88.773 Transaktionen (52,52 Prozent) auf Wertpapiergeschäfte, in deren Kontext dem privaten Kapitalanleger Anlageberatungsdienstleistungen durch das Kreditinstitut erbracht wurden und mit 80.265 Umsätzen (47,48 Prozent) auf Wertpapiertransaktionen, zu denen keine Anlageberatungsdienstleistungen

⁶⁸⁷ Eine nicht wahrheitsgemäße Auskunft könnte z. B. daraus resultieren, dass der Anleger seinem Bankberater bewusst bestimmte Informationen, wie beispielsweise Vermögenswerte bei anderen Finanzinstituten, vorenthalten möchte.

⁶⁸⁸ Eine vollständige Auflistung der Antwortklassen ist im Anhang in Tabelle 36 aufgeführt.

⁶⁸⁹ In der Folge wird das Datenmerkmal „Beratungsart“ aus sprachhygienischen Gründen auch als „Beratungsmerkmal“ bezeichnet.

⁶⁹⁰ Diese Vermutung wurde durch die Experten der untersuchten Banken bestätigt. Siehe dazu auch Unterabschnitt 4.2.5.

durch die Bank erfolgt sind. Der Bankberater hat in diesen beiden Fällen jeweils aktiv im Rahmen der elektronischen Wertpapierauftragserfassung die Information hinterlegt, ob er seinen Kunden im Zusammenhang mit der einzelnen Wertpapierorder beraten hat oder nicht.

Die vorhandenen Daten müssen nun auf Wertpapierdepotebene und damit auf Kundenebene derart aggregiert werden, dass anschließend für jeden Kunden eine Kennzahl verbleibt, mit Hilfe derer ausgedrückt werden kann, in welchem Umfang jeder einzelne private Depotkunde der Banken Anlageberatungsdienstleistungen in Anspruch genommen hat. Anders ausgedrückt soll eine Beratungsquote für jeden Depotkunden ermittelt werden. Zu diesem Zweck wird die von MÜLLER in einem vergleichbaren Zusammenhang angewandte Methode für diese Analyse übernommen.⁶⁹¹ Zur Berechnung einer kundenindividuellen Beratungsintensität geht er davon aus, dass grundsätzlich im Wesentlichen die beiden in Abbildung 12 dargestellten Optionen herangezogen werden können.

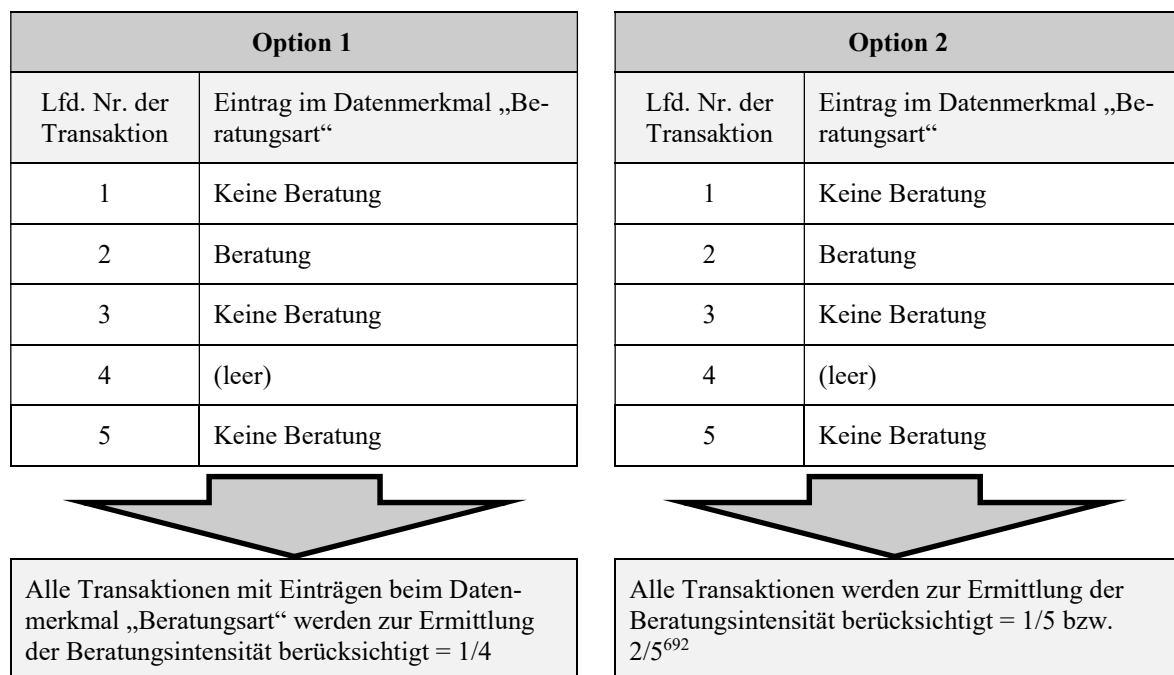


Abb. 12: Methodik zur Berechnung der Beratungsintensität⁶⁹³

Wie bereits erläutert und in Abbildung 12 beispielhaft dargestellt, wird nicht bei jedem Wertpapiergeschäft das Datenmerkmal „Beratungsart“ durch den Kundenberater gefüllt. Trotzdem sollen nach Möglichkeit auch Transaktionen mit ungefülltem Beratungsmerkmal im zu

⁶⁹¹ Vgl. Müller (2008), S. 86 ff.

⁶⁹² Das Ergebnis ist davon abhängig, welche Annahmen bezüglich des leeren Datenmerkmals „Beratungsart“ bei der vierten Transaktion getroffen werden.

⁶⁹³ In Anlehnung an Müller. Vgl. Müller (2008), S. 86.

analysierenden Datensatz verbleiben, um jeden einzelnen Depotkunden möglichst vollständig, d. h. mit allen verfügbaren Umsätzen, Beständen und Kundendaten, in die nachfolgenden Untersuchungen einbeziehen zu können. Zu diesem Zweck wird eine Methodik benötigt, welche vorgibt, wie mit den Transaktionen mit leerem Beratungsmerkmal umzugehen ist.

Bei Option 1 der Abbildung 12 basiert die ermittelte Beratungsintensität von $1/4$ ausschließlich auf den tatsächlich vorhandenen Einträgen im Datenmerkmal „Beratungsart“. So wird die Beratungsquote auf Basis von vier Transaktionen, welche mit entsprechenden Informationen zur „Beratungsart“ befüllt sind, errechnet. Da die vierte Transaktion keine unmittelbaren Hinweise auf eine erfolgte oder nicht erfolgte Anlageberatung enthält, bleibt diese bei der Ermittlung der Beratungsintensität unberücksichtigt.

In Option 2 der Abbildung 12 wird alternativ dargestellt, wie eine Berechnung der Beratungsquote erfolgen könnte, wenn für das ungefüllte Datenfeld der vierten Transaktion geeignete Annahmen formuliert werden. Während MÜLLER an dieser Stelle annimmt, dass es sich bei solchen Wertpapiertransaktionen regelmäßig um ein Beratungsgeschäft handeln könnte (Beratungsintensität = $2/5$), ist nach Ansicht des Autors dieser Arbeit ähnlich gut vorstellbar, dass es sich regelmäßig um Wertpapiergeschäfte ohne vorausgegangene Anlageberatung handeln könnte (Beratungsintensität = $1/5$), weil zu den leeren Datenmerkmalen beispielsweise auch die durch den Kunden im Online-Banking erteilten Wertpapieraufträge zu zählen sind.⁶⁹⁴

Für die nachfolgenden Untersuchungen soll – analog zu MÜLLER – Option 1 gewählt werden, weil hierbei die Berechnung der kundenindividuellen Beratungsintensität auf tatsächlich vorhandenen Einträgen basiert und aus der Alternativoption keine eindeutige Präferenz hinsichtlich der zwei dort verfügbaren Alternativen abgeleitet werden kann. Die kundenindividuell errechnete Beratungsintensität wird sodann auf alle Wertpapierumsätze, d. h. bezogen auf das Beispiel aus Abbildung 12 auch auf die aufgeführte vierte Transaktion, angewendet, damit die Vollständigkeit der Wertpapiertransaktionen je individuellem privatem Kapitalanleger erhalten bleibt. Es wird daher angenommen, dass die gleiche auf Basis der beschriebenen Systematik gemessene Tendenz eines privaten Kapitalanlegers, sich von seiner

⁶⁹⁴ Vgl. Müller (2008), S. 87.

Bank im Zusammenhang mit Wertpapiertransaktionen beraten zu lassen, auch auf die Wertpapiertransaktionen übertragen werden kann, zu denen kein Beratungsmerkmal vorhanden ist.⁶⁹⁵

Darüber hinaus werden die depotkundenindividuell ermittelten Beratungsintensitäten in modifizierter Form auf die Wertpapierbestandsdaten und die weiteren Kundendaten zu den Wertpapierdepots übertragen. Damit können auch für diese Datensätze Auswertungen in Abhängigkeit vom Faktor Anlageberatung durchgeführt werden. Auf die gleiche Weise werden die ermittelten Informationen zur Inanspruchnahme von Anlageberatung auch auf die Wertpapierumsatzdaten der Bankdepots für die Jahre 2003 bis 2006 übertragen, damit schließlich für alle vorhandenen Datensätze valide Informationen über das zentrale und bedeutendste Datenmerkmal dieser Untersuchung vorliegen. Damit wird beispielsweise angenommen, dass wenn ein Depotinhaber im Zeitraum 01.01.2007 bis 30.09.2010 regelmäßig beraten worden ist, er in den Jahren zuvor ebenfalls regelmäßig beraten wurde und auch seine Depotbestände per 31.10.2010 auf der Basis der Inanspruchnahme regelmäßiger Beratungsleistungen aufgebaut wurden.⁶⁹⁶

Bei insgesamt 27.064 Wertpapierdepotkunden wurde mindestens für eine Wertpapiertransaktion die Information vorgefunden, ob der Kunde im Zusammenhang mit dem Wertpapiergeschäft beraten worden ist oder nicht.⁶⁹⁷ Für diese Wertpapierkunden konnte depotindividuell die Beratungsintensität, also das Verhältnis von Transaktionen, bei denen Anlageberatungsleistungen erbracht wurden, zur Gesamtheit der Transaktionen auf Kundenebene mit dem vorhandenen Merkmal „Beratungsart“, ermittelt werden. Die Verteilung der Häufigkeiten dieser Quotienten ist in Abbildung 13 aufgeführt. Für die verbleibenden in den Umsatzdaten vorhandenen 8.892 Depots liegen darüber keinerlei Informationen vor. Daher werden auch diese Wertpapierdepots von den nachfolgenden Untersuchungen ausgeschlossen.⁶⁹⁸

⁶⁹⁵ Vgl. Müller (2008), S. 88.

⁶⁹⁶ Diese Annahme ist nach Einschätzung der Experten der drei untersuchten Kreditinstitute für die weit überwiegende Mehrheit der Kunden zutreffend.

⁶⁹⁷ Die Anzahl der Depots wurde auf Grundlage der Umsatzdaten mit vorhandenem Datenmerkmal „Beratungsart“ ermittelt. Dazu wurde auf insgesamt 169.038 Transaktionen abgestellt, für die entsprechende Informationen verfügbar sind.

⁶⁹⁸ Siehe dazu auch Unterabschnitt 4.2.1.2.

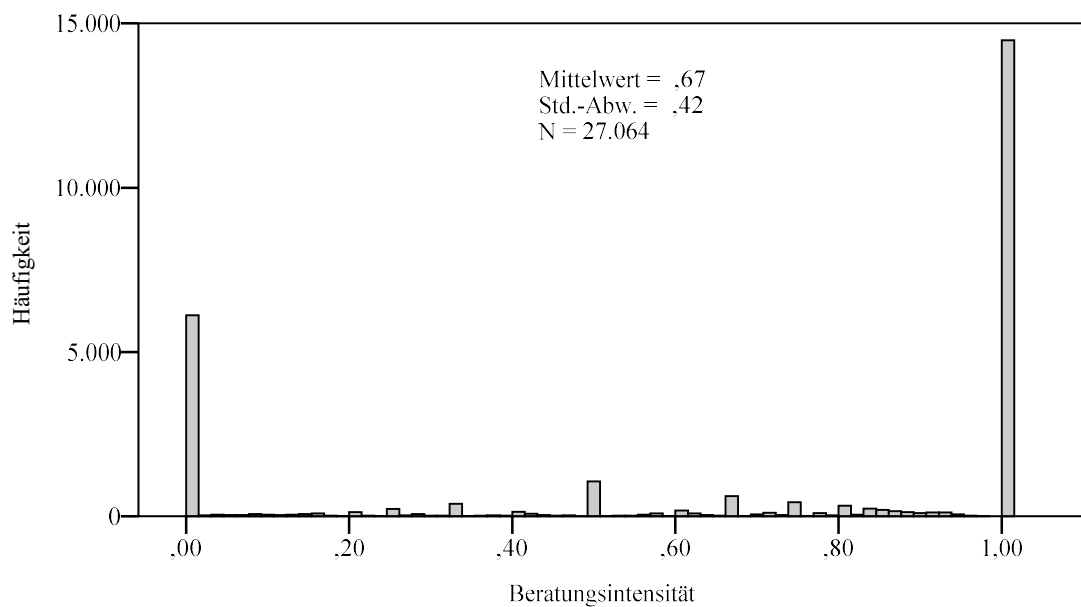


Abb. 13: Häufigkeitsverteilung der anlegerindividuellen Beratungsintensität

Abbildung 13 veranschaulicht deutliche Häufungen der vorgefundenen Beratungsintensitäten an den Extrempunkten 0,0 und 1,0. Von insgesamt 27.064 in die Untersuchung einbezogenen Bankdepots lassen sich 53,5 Prozent aller Depotinhaber im Auswertungszeitraum immer (Beratungsintensität 1,0) beraten. Dagegen nehmen 22,5 Prozent der privaten Anleger im entsprechenden Zeitraum zu keiner Zeit (Beratungsintensität 0,0) Anlageberatungsdienstleistungen bei ihrer Bank in Anspruch.

Bei den verbleibenden 24,0 Prozent der Wertpapierkunden ist eine Aussage zur Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen schwieriger. Bei diesen privaten Anlegern werden jeweils sowohl mindestens ein Geschäft mit Beratungsdienstleistung durch die Bank, als auch mindestens ein Geschäft ohne Wertpapierberatung vorgefunden. Es scheinen damit möglicherweise weder reine Beratungskunden, noch reine Selbstentscheider-Kunden⁶⁹⁹ zu sein. Da das Beratungsmerkmal jedoch nicht zwingend zu erfassen war und für den Bankberater Gründe denkbar erscheinen, warum er auf ein Füllen dieses Feldes bewusst verzichtet haben

⁶⁹⁹ Der Begriff „Selbstentscheider-Kunde“ leitet sich aus dem englischen Fachterminus „self-directed investor“ ab und könnte alternativ auch mit „eigenständiger Anleger“ übersetzt werden. Der Gruppe der „Selbstentscheider-Kunden“ sind in dieser Untersuchung diejenigen Anleger zuzuordnen, welche ihre Anlageentscheidung regelmäßig oder immer ohne eine vorherige Anlageberatung treffen. Die Gruppe ist eindeutig abzugrenzen von den „Beratungskunden“, welche zwar auch selbständig die Anlageentscheidung treffen, diese jedoch regelmäßig oder immer nach der Inanspruchnahme einer Anlageberatungsdienstleistung erfolgt. Der „Selbstentscheider-Kunde“ entspricht daher dem „Nicht-Beratungskunden“. Vgl. dazu auch Kleine/ Weller (2012), S. 1 ff.

könnte⁷⁰⁰, wird vermutet, dass auch einige Kunden mit ermittelten Beratungsintensitäten unterhalb von 1,0 regelmäßig Anlageberatungsleistungen von ihrer Bank in Anspruch genommen haben. Während eine Zuordnung zu den beiden vorgenannten Kundenklassen bei privaten Anlegern mit einer Beratungsintensität nahe einem der beiden Extrempunkte und gleichzeitig hoher Anzahl an Wertpapiertransaktionen noch relativ eindeutig erscheint, ist die Zuordnung bei Investoren mit wenigen Transaktionen und einer Beratungsintensität um 0,5 schon anfälliger für mögliche Fehlinterpretationen.

Zur Reduzierung der Komplexität soll für den weiteren Verlauf dieser Untersuchung das Beratungsmerkmal lediglich als dichotomes Merkmal mit den Ausprägungen „Beratungskunden“ und „Selbstentscheider-Kunden“ definiert werden. Dazu wird in Anlehnung an das von MÜLLER entwickelte Verfahren ein Panelschnitt bei einer Beratungsintensität von 0,5 vorgenommen.⁷⁰¹ Die sich für die weiteren Untersuchungen ergebenden Häufigkeiten von „Beratungskunden“ und „Selbstentscheider-Kunden“ sind in Abbildung 14 dargestellt.

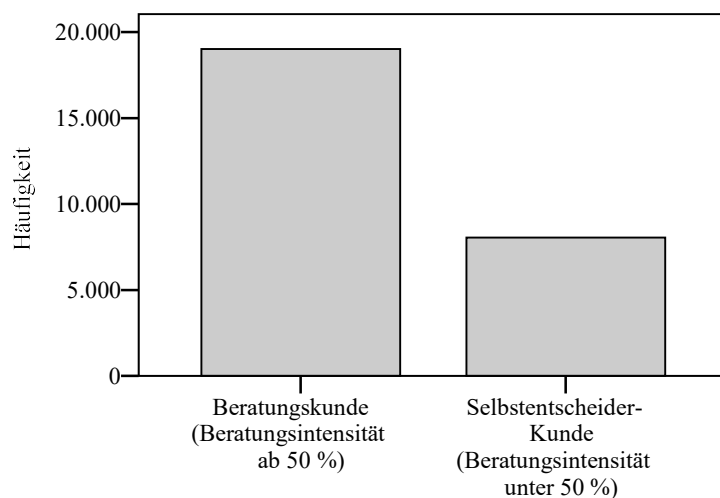


Abb. 14: Häufigkeitsverteilung von „Beratungskunden“ und „Selbstentscheider-Kunden“

⁷⁰⁰ Die Experteninterviews haben ergeben, dass die Anlageberater der untersuchten Kreditinstitute in einem gewissen, nicht eindeutig abzugrenzenden Rahmen Interpretationsspielräume hatten, ob im konkreten Einzelfall ein Wertpapierumsatz mit oder ohne Beratungsdienstleistung vorhanden war. Es ist zudem denkbar, dass die Übergänge zwischen Anlageberatung und der Selbstentscheidung des Kunden fließend verlaufen. Auch die umfangreichen gesetzlichen Regelungen und insbesondere die Pflichten für Kreditinstitute im Zusammenhang mit der Anlageberatung, könnten an dieser Stelle beeinflussend auf den Anlageberater gewirkt haben. Siehe dazu auch Unterabschnitt 2.5.4.

⁷⁰¹ MÜLLER nutzt für seine Ausarbeitung jeweils zwei Panels zur Klassifizierung von „Berateten Kunden“ und „Nicht beratenen Kunden“. Neben der in dieser Arbeit gewählten Abgrenzung bei einer Beratungsintensität von 0,5, definiert er zusätzlich ein Panel mit einer Beratungsintensität von > 0 für „Beratete Kunden“ und eines mit einer Beratungsintensität von $= 0$ für „Nicht beratene Kunden“. Vgl. Müller (2008), S. 112 ff.

Damit wird bei einer Beratungsintensität ab 0,5 davon ausgegangen, dass die privaten Kapitalleger regelmäßig oder immer Anlageberatungsleistungen ihrer Bank in Anspruch nehmen (Beratungskunden). Hingegen wird bei einer Beratungsintensität unterhalb von 0,5 vermutet, dass die Kunden nicht regelmäßig bzw. nie Anlageberatungsleistungen in Anspruch nehmen (Selbstentscheider-Kunden). In Abbildung 15 ist diese Einteilung tabellarisch dargestellt.

Beratungskunden	Beratungsintensität 100 %	Bei diesen Depots scheinen die Kunden IMMER Anlageberatungsleistungen in Anspruch zu nehmen.
	Beratungsintensität ab 50 % bis unter 100 %	Bei diesen Depots scheinen die Kunden REGELMÄSSIG Anlageberatungsleistungen in Anspruch zu nehmen.
Selbstentscheider-Kunden	Beratungsintensität ab 0 % bis unter 50 %	Bei diesen Depots scheinen die Kunden NICHT REGELMÄSSIG Anlageberatungsleistungen in Anspruch zu nehmen.
	Beratungsintensität 0 %	Bei diesen Depots scheinen die Kunden NIE Anlageberatungsleistungen in Anspruch zu nehmen.

Abb. 15: Kundengruppen nach Beratungsanteil an den untersuchten Transaktionen⁷⁰²

Bei insgesamt 19.014 privaten Investoren und damit 70,3 Prozent aller privaten Kapitalleger in dieser Untersuchung, handelt es sich um Beratungskunden. Bei den restlichen 8.050 Personen bzw. 29,7 Prozent dagegen um Selbstentscheider-Kunden bzw. im Kontext von Wertpapiergeschäften nicht beratene Kunden der analysierten drei Kreditinstitute.⁷⁰³

Alle nachfolgenden Analysen wurden hinsichtlich ihrer Ergebnisse über zwei zusätzliche Panels an den Extremwerten, bei Beratungsintensitäten von 0 und 100 Prozent, überprüft. Die im weiteren Verlauf dieser Untersuchung aufgeführten Ergebnisse wurden dadurch ausnahmslos bestätigt.

⁷⁰² Die jeweilige Anzahl der privaten Anleger bei den verschiedenen Beratungsintensitäten ist im Anhang in Tabelle 37 aufgeführt.

⁷⁰³ Die Angaben basieren auf den Wertpapierumsatzdaten von insgesamt 27.064 Wertpapierdepots. In Hinblick auf die 19.595 Wertpapierdepots mit Bestand zum 31.10.2010 handelt es sich bei 74,3 Prozent aller Wertpapierdepots um Beratungskunden und bei 25,7 Prozent der Portfolien handeln die Depotinhaber als Selbstentscheider-Kunden.

4.2.1.6 Kundensegmentierung in den analysierten Banken

Die in die Untersuchung einbezogenen Banken nehmen eine Segmentierung ihrer Kunden vor. Grundsätzlich unterscheiden alle drei Banken zunächst zwischen Firmen- und Privatkunden. In den Segmentierungsprozess fließen jeweils nicht nur Vermögens- und Schuldwerte bei der jeweiligen Bank, sondern – sofern bekannt – auch entsprechende Finanzvolumina bei anderen Kreditinstituten ein. Darüber hinaus bedienen sie sich zur Abgrenzung der Kundensegmente überwiegend verschiedener demographischer und sozioökonomischer Kriterien.⁷⁰⁴ Da die Regelungen bankenindividuell verschieden sind, werden diese nachfolgend jeweils für Privatkunden, anhand der per 31.10.2010 gültigen internen Normen, dargestellt und erläutert.

Bank A ordnet ihre Privatkunden den drei Segmenten Geschäftsstellenkunden, Vermögenscenterkunden und Private Banking-Kunden zu. Alle Kunden, welche die in der Tabelle 10 dargestellten Kriterien nicht erreichen bzw. übertreffen, werden als Geschäftsstellenkunden eingruppiert.

Alter	Geschäftsstellenkunden	Vermögenscenterkunden			Private Banking-Kunden		
		Netto-Eink. p. M.	Geldvermögen	Verschuldung	Netto-Eink. p. M.	Geldvermögen	Verschuldung
bis 24 Jahre	verbleibende Kunden	ab 3 bis 5	ab 25 bis 75	ab 150 bis 300	ab 5	ab 75	ab 300
ab 25 Jahre bis 39 Jahre	verbleibende Kunden	ab 3 bis 7,5	ab 50 bis 300	ab 250 bis 500	ab 7,5	ab 300	ab 500
ab 40 Jahre	verbleibende Kunden	ab 3 bis 7,5	ab 100 bis 500	ab 300 bis 750	ab 7,5	ab 500	ab 750
Mind. 70 % Aktienanteil und Depotvolumen von: ⁷⁰⁵	verbleibende Kunden	ab 15 bis 100			ab 100		

Tab. 10: Privatkundensegmentierung in Bank A in TEUR⁷⁰⁶

Es fällt auf, dass insbesondere das demographische Merkmal „Alter“ sowie die sozio- bzw. quantitativökonomischen Merkmale „Nettoeinkommen“, „Geldvermögen“ und „Verschul-

⁷⁰⁴ Vgl. dazu ausführlich Abschnitt 2.3.

⁷⁰⁵ Unabhängig vom Alter des Privatkunden.

⁷⁰⁶ Die quantitativ-ökonomischen Angaben beziehen sich immer auf einen gesamten Haushalt.

dungsvolumen“ für die Zuordnung der Privatkunden maßgeblich sind. Dabei ist für die Zuordnung zu einem Privatkundensegment das Zutreffen eines der aufgeführten Merkmale bereits ausreichend.

Eine Besonderheit liegt bei Bank A in Bezug auf aktienaffine Kunden vor. Hier erfolgt die Zuordnung zusätzlich aufgrund eines Merkmals des beobachtbaren Verhaltens, konkret auf Basis des prozentualen Aktienanteils im Wertpapierdepot, in Kombination mit dem individuellen Depotvolumen. Sobald der Aktienanteil im Portfolio des Kunden 70 Prozent übersteigt, erfolgt in Abhängigkeit vom Depotwert die Zuordnung zu Kundensegmenten, unabhängig vom Alter und der sozioökonomischen Merkmale des Kunden.⁷⁰⁷

Bei Bank B wird die Gesamtzahl an Privatkunden in fünf verschiedene Segmente unterteilt. Dabei werden vier Segmente, wie in Tabelle 11 dargestellt, aufgrund sozioökonomischer Merkmale gebildet. Darüber hinaus vereint das Segment „Geschäftsstellenkunden 3“, unabhängig von den kundenindividuellen sozioökonomischen Werten, sämtliche Kunden in einer Gruppe, für welche die Bank ein Girokonto ausschließlich auf Guthabenbasis führt.⁷⁰⁸

	Netto-Eink. p. M. (je Haushalt)	Geldvermögen (je Haushalt)	Verschuldung
Private Banking-Kunden	ab 7,5	ab 250	ab 1.500
Privatkunden	ab 3,5	ab 60	
Geschäftsstellenkunden 1	ab 2	ab 15	
Geschäftsstellenkunden 2	unter 2	unter 15	
Geschäftsstellenkunden 3	Unabhängig von den sozioökonomischen Werten grundsätzlich wenn ein Guthabenkonto für den Kunden geführt wird.		

Tab. 11: Privatkundensegmentierung in Bank B in TEUR⁷⁰⁹

In der Kundensegmentierung von Bank C wird neben den sozioökonomischen Merkmalen „Nettoeinkommen“ und „Geldvermögen“ ebenfalls das demographische Merkmal „Alter“ verwendet. In Tabelle 12 ist dargestellt, wie dieses Kreditinstitut seine Privatkunden in vier

⁷⁰⁷ Durch diese Regelung kann ein Kunde hinsichtlich der Zuordnung zu einem Kundensegment nur „aufsteigen“. Beispielsweise kann also ein Geschäftsstellenkunde aufgrund seines Wertpapierdepots mit über dem Schwellenwert befindlicher Aktienquote in Abhängigkeit vom Depotvolumen auch im Vermögenscenter oder Private Banking betreut werden.

⁷⁰⁸ Die Gründe hierfür sind kundenindividuell und können vielfältig sein. Häufig ist ein Girokonto auf Guthabenbasis jedoch Ausdruck mangelnder Bonität des Kunden.

⁷⁰⁹ Die quantitativökonomischen Angaben beziehen sich immer auf einen gesamten Haushalt.

verschiedene Segmente unterteilt. Auffallend ist, dass zusätzlich das Merkmal „Meinungsbildner“⁷¹⁰ zur Kundensegmentierung dieser Bank genutzt wird. Demnach werden Privatkunden, die mit diesem Merkmal belegt werden, unabhängig von Alter und finanzieller Prägung grundsätzlich dem Segment Private Banking-Kunden zugeteilt.

	Alter	Netto-Eink. p. M. (je Haushalt)	Geldvermögen (je Haushalt)
Privatkunden	bis 34 Jahre ab 35 Jahre	unter 1,0 unter 1,5	unter 10 unter 20
Individualkunden	bis 34 Jahre ab 35 Jahre	ab 1,0 bis 3,0 ab 1,5 bis 3,5	ab 10 bis 100 ab 20 bis 150
Vermögenskunden	bis 34 Jahre ab 35 Jahre	über 3,0 über 3,5	ab 100 bis 500 ab 150 bis 500
Private Banking-Kunden	- Meinungsbildner	-	über 500

Tab. 12: Privatkundensegmentierung in Bank C in TEUR⁷¹¹

Wenn man die drei verschiedenen Segmentierungskonzepte miteinander vergleicht, fallen sowohl einige Gemeinsamkeiten, als auch diverse Unterschiede auf. Gemeinsam haben alle Konzepte die Orientierung an sozio- bzw. quantitativökonomischen Merkmalen, wie dem Haushaltsnettoeinkommen und Haushaltsvermögen. Unterschiede liegen besonders in der Anzahl und Bezeichnung der definierten Privatkundensegmente. So nutzt Bank A nur drei verschiedene Segmente bei der Einteilung ihrer Privatkunden, während Bank B sich fünf verschiedener Kategorien bedient. Auch in Hinblick auf die Bezeichnungen der Kundensegmente gibt es Inkongruenzen: So bezeichnet Bank C ihre mit dem geringsten Vermögen ausgestatteten Kunden als „Privatkunden“, während Bank B ihr zweithöchstes Kundensegment ebenfalls mit diesem Begriff belegt.

4.2.1.7 Synthetische Kundensegmentierung für diese Untersuchung

Um in den nachfolgenden Untersuchungen die Gesamtheit der Datensätze aller drei Banken je nach Forschungsfrage auch in Hinblick auf Kundensegmente unterscheiden zu können,

⁷¹⁰ Es konnte keine klare Definition des Begriffes von der betreffenden Bank geliefert werden.

⁷¹¹ Die quantitativökonomischen Angaben beziehen sich immer auf einen gesamten Haushalt.

erscheint es notwendig, zunächst eine einheitliche synthetische Regelung zur Kundensegmentierung für den gesamten Datensatz zu definieren. Unter Berücksichtigung der Komplexität der nachfolgenden Auswertungen, werden die in den drei Kreditinstituten individuell vorhandenen Kundensegmente den zwei nachfolgend aufgeführten Kundenklassen zugeteilt:⁷¹²

- Retailkunden
- Vermögenskunden

Das Retailkundengeschäft steht für das standardisierte Privatkundengeschäft oder Massenkundengeschäft. Es zeichnet sich durch eine oft weniger persönliche und weniger intensive Betreuung als das Geschäft mit vermögenden Privatkunden aus. Die Betreuungsspannen der Kundenberater im breiten Massengeschäft liegen zudem im Regelfall sehr deutlich über denen der Kundenberater der vermögenden Privatkunden.⁷¹³ Zudem kann grundsätzlich angenommen werden, dass die Ausbildung und Qualifikation der Kundenberater eines Kreditinstituts, gerade auch in Hinblick auf das in dieser Arbeit besonders intensiv betrachtete Wertpapiergeschäft, im Bereich der Vermögenskunden höher ist.⁷¹⁴

Da jedem einzelnen Kunden in allen bisher vorgestellten Datensätzen anhand des numerischen Merkmals „Berater“ ein fester Kundenberater zugeordnet ist und darüber hinaus ausführliche Informationen vorliegen, welche Berater in welchen Kundensegmenten tätig sind, kann jeder Privatanleger eindeutig einem Kundensegment seiner Bank zugeordnet werden.⁷¹⁵ In Tabelle 13 ist aufgeführt, in welcher Form die bankenindividuellen Kundensegmente in die für diese Arbeit definierten zwei synthetischen Kundenklassen aufgeteilt wurden.

⁷¹² Siehe dazu ausführlich Unterabschnitt 2.3.2.1.

⁷¹³ Die Experteninterviews haben ergeben, dass die Betreuungsspannen bei Vermögenskunden im Bereich von 100 bis 500 Kundensätzen je Berater variieren, während die Spannen bei Retailkunden zwischen 500 und rund 1.500 Kundensätzen je Kundenberater schwanken. Die Anzahl der Kundensätze ist nicht mit der Anzahl an Personen gleichzusetzen, da in einem Kundensatz beispielsweise auch Eheleute sowie minderjährige Kinder eingeschlossen sind.

⁷¹⁴ Vgl. hierzu ausführlich und weiterführend auch Abschnitt 2.2.

⁷¹⁵ In seltenen Fällen sind private Kunden auch einem Firmenkundenberater oder der Wertpapierabteilung der Banken zugeschlüsselt. In diesen Fällen erfolgte die Einteilung nach dem Grad der Ausbildung bzw. der Qualifikation der jeweiligen Berater in Bezug auf die Anlageberatung privater Kapitalanleger aufgrund ihrer Abteilungszugehörigkeit. Privatanleger, die durch die Wertpapierabteilung beraten wurden, sind so beispielsweise aufgrund der dort fachlich entsprechend ausgebildeten Mitarbeiter grundsätzlich der Kundenklasse „Vermögenskunden“ zugeordnet worden.

	Bank A	Bank B	Bank C
Retailkunden	Geschäftsstellenkunden	Geschäftsstellenkunden 1 bis 3	Privatkunden
		Privatkunden	Individualkunden
Vermögenskunden	Vermögenscenterkunden	Private Banking-Kunden	Vermögenskunden
	Private Banking-Kunden		Private Banking-Kunden

Tab. 13: Definition zweier Kundenklassen für diese Untersuchung

Die Aufteilung in zwei synthetische Kundenklassen erfolgte primär anhand des sozioökonomischen Merkmals „Haushaltsvermögen“. Die Grenze zwischen Retailkunden und Vermögenskunden wurde in Abstimmung mit den analysierten Kreditinstituten bei einem Haushaltsvermögen von 100.000 Euro definiert. Das Ziel lag darin, in Anlehnung an SWOBODA zwei nach innen möglichst homogene und sich zugleich nach außen abgrenzende Kundengruppen zu bilden.⁷¹⁶ Darüber hinaus fand das durchschnittliche Alter der Wertpapierdepotkunden der untersuchten Banken von über 60 Jahren bei der Zuordnung nachgelagerte Berücksichtigung.⁷¹⁷ Die Allokation der zu analysierenden Wertpapierbestands- und Wertpapierumsatzdaten auf die synthetisch gebildeten Kundenklassen ist in Tabelle 14 dargestellt.

	Wertpapierbestandsdaten (Prozent)	Wertpapierumsatzdaten (Prozent)
Retailkunden	8.951 (45,68 %)	14.291 (52,80 %)
Vermögenskunden	10.644 (54,32 %)	12.773 (47,20 %)
Gesamt	19.595 (100,00 %)	27.064 (100,00 %)

Tab. 14: Allokation der Depots auf die synthetisch gebildeten Kundenklassen

In wenigen Fällen gab es bei den Umsatzdaten einzelner Kunden unterschiedliche Kundenklassenwerte bei deren Transaktionen.⁷¹⁸ Damit auch diese Privatanleger auf Depotebene

⁷¹⁶ Vgl. Swoboda (2004), S. 134. Bei der Festlegung dieser Grenze wurde auch berücksichtigt, über welche Ausbildung und Qualifikation die Kundenberater in den einzelnen Kundensegmenten der Banken verfügen.

⁷¹⁷ Vgl. dazu Unterabschnitt 4.2.2.

⁷¹⁸ Gründe hierfür können beispielsweise in einer Neusegmentierung von Kunden während des untersuchten Zeitraums oder in Vertretungssituationen auf Beraterebene liegen.

einheitlich einer Kundenklasse zugeordnet werden können, wurden deren gesamten Transaktionsdaten auf diejenige Kundenklasse hin vereinheitlicht, wo kundenindividuell der größte Teil der Umsätze erfolgte. Auch in Bezug auf die Kundendaten zu den Wertpapierdepots soll für den weiteren Verlauf dieser Arbeit daher in Abhängigkeit von der jeweiligen Forschungsfrage das Merkmal Kundenklasse als dichotomes Merkmal mit den Ausprägungen „Retailkunden“ und „Vermögenskunden“ definiert werden.

4.2.1.8 Zusammenfassung zur Datenbasis der Studie

Die in dieser Arbeit zu analysierende Datenmenge ist insoweit reduziert worden, dass es nach der zuvor beschriebenen Vorgehensweise möglich ist, für alle in die Studie einbezogenen Wertpapierdepots eine Aussage darüber zu treffen, inwieweit der private Kapitalanleger individuell Anlageberatungsdienstleistungen im Zusammenhang mit seinen Wertpapiergeschäften in Anspruch nimmt. Demzufolge sind alle analysierten Daten mit den Umsatzdaten der Bankdepots des Zeitraums 01.01.2007 bis 30.09.2010 verknüpft. Denn nur wenn in diesem Datensatz Informationen zum Merkmal „Beratungsart“ vorhanden waren, konnten diese auf Einzeldepotebene weiterverarbeitet und entsprechend der gewählten Annahmen nötigenfalls auch auf andere Datensätze übertragen werden.

In Tabelle 15 ist zusammenfassend dargestellt, in welchem konkreten Umfang Wertpapierdepotdaten privater Kapitalanleger der drei untersuchten Kreditinstitute für die nachfolgenden empirischen Analysen zur Verfügung stehen.

	Wertpapier- Bestandsdaten (Prozent)	Wertpapier- Umsatzdaten (Prozent)	Kundendaten Wertpapierdepots (Prozent)
Anzahl Depots (GESAMT)	19.595 (100,00 %)	27.064 (100,00 %)	27.064 (100,00 %)
Anzahl Depotumsätze bzw. Depotpositionen (GESAMT)	100.370 (100,00 %)	393.019 (100,00 %)	-
Anzahl Depots (Retailkunden)	8.951 (45,68 %)	14.291 (52,80 %)	14.291 (52,80 %)
Anzahl Depotumsätze bzw. Depotpositionen (Retailkunden)	32.764 (32,64 %)	127.210 (32,37 %)	-
Anzahl Depots (Vermögenskunden)	10.644 (54,32 %)	12.773 (47,20 %)	12.773 (47,20 %)
Anzahl Depotumsätze bzw. Depotpositionen (Vermögenskunden)	67.606 (67,36 %)	265.809 (67,63 %)	-

Tab. 15: Übersicht zur Datenbasis der empirischen Analyse nach der Datenaufbereitung

Insgesamt finden 393.019 Depotumsätze in 27.064 analysierten Wertpapierdepots in den Untersuchungen Berücksichtigung. Dabei entfallen ca. zwei Drittel (67,63 Prozent) der Depotumsätze auf Vermögenskunden, während der Anteil der Retailkunden bei 32,37 Prozent liegt. Anders verhält es sich mit der Anzahl der Wertpapierdepots bei den Umsatzdaten und auch in Hinblick auf die zur Verfügung stehenden Kundendaten zu Wertpapierdepots: Mit 52,80 Prozent können etwas mehr als die Hälfte dieser Depots der Kundenklasse der Retailkunden zugeordnet werden.

In Bezug auf die Wertpapierbestandsdaten fließen insgesamt 19.595 Depots mit zusammen 100.370 Depotpositionen in die nachfolgenden Untersuchungen ein. Sowohl in Bezug auf die Anzahl der Depots (54,32 Prozent), als auch in Bezug auf die Depotpositionen (67,36 Prozent), liegt der Schwerpunkt bei den Wertpapierbestandsdaten bei den Vermögenskunden.

4.2.2 Beschreibung nach demographischen, psychographischen und sozioökonomischen Merkmalen

Jeder Mensch ist in Hinblick auf seine individuelle psychische Konstitution mit verschiedenen Einstellungen und Motiven belegt. Zudem wird er durch gesellschaftliche Rahmenbedingungen sowie eine Vielzahl persönlicher wie gesellschaftlicher Normen und Werte maßgeblich in seinen Handlungen beeinflusst. So wird etwa auch das Verhalten privater Kapitalanleger durch eine Reihe ökonomischer, psychologischer und soziologischer Aspekte tangiert.⁷¹⁹ Aus diesen Gründen werden die zu untersuchenden Datensätze, unter Berücksichtigung der vorhandenen kategorialen Datenmerkmale, zunächst deskriptiv dargestellt. Im weiteren Verlauf dieser Arbeit wird dann auch untersucht, in welcher Beziehung verschiedene demographische, psychographische oder sozioökonomische Merkmale zur Anlageberatung stehen.

In Abbildung 16 ist die Häufigkeitsverteilung der Altersklassen der Depotinhaber für die untersuchte Datenbasis aufgeführt. In der Datenbasis liegt das Merkmal in stetiger Ausprägung, abgeleitet aus dem Geburtsdatum der Depotinhaber, vor. Nachfolgend wird das Merkmal aus Gründen der Übersichtlichkeit und Vergleichbarkeit aber als Variable diskret definiert.

⁷¹⁹ Vgl. Blechschmidt (2007), S. 85 ff.

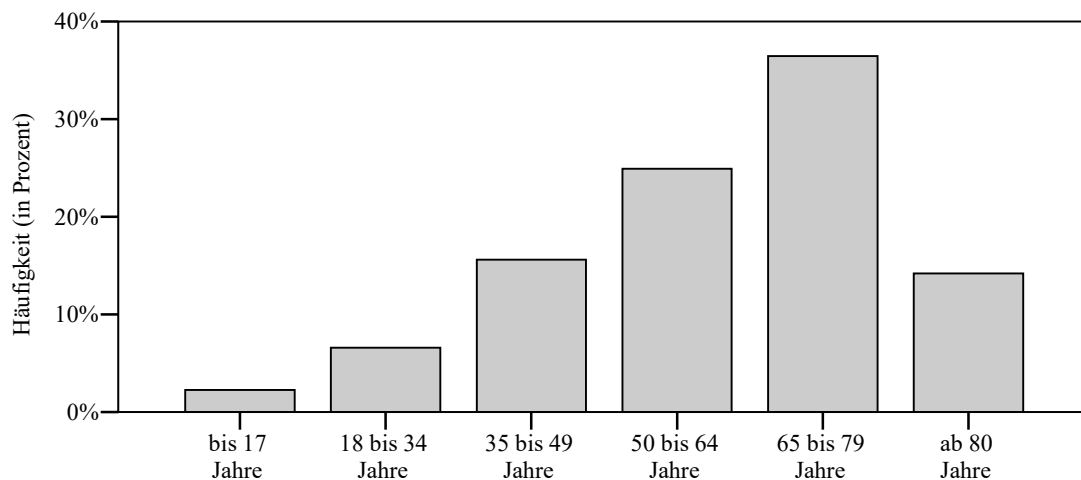


Abb. 16: Häufigkeitsverteilung der Altersklassen der Depotinhaber der Datenbasis⁷²⁰

Die privaten Kapitalanleger der drei Banken sind im Schnitt deutlich älter als die Grundgesamtheit der Bevölkerung im Bundesland Nordrhein-Westfalen, wo sich das Geschäftsgebiet der untersuchten Kreditinstitute befindet. So liegt der Mittelwert des Alters aller Depotkunden der drei Banken bei über 61 Jahren, während die Bevölkerung in NRW im Jahr 2010 durchschnittlich 43 bis 44 Jahre alt ist.⁷²¹ Insgesamt sind weniger als zehn Prozent der Depotinhaber im Alter bis 34 Jahren und nur 24,5 Prozent maximal 49 Jahre alt während diese Gruppe in der Gesamtbevölkerung im Bundesland etwa 60 Prozent ausmacht. Die 65- bis unter 80-Jährigen stellen mit 36,4 Prozent die größte Altersklasse, während mit 50,6 Prozent etwa die Hälfte aller in der Studie untersuchten Privatanleger 65 Jahre und älter sind.

Der direkte Vergleich mit den in Unterabschnitt 2.1.2.1 aufgeführten Gesamtbevölkerungszahlen nach Altersgruppen in Nordrhein-Westfalen zeigt demnach deutlich höhere Anteile der älteren Altersgruppen der in dieser Arbeit untersuchten privaten Kapitalanleger bei den drei Kreditinstituten. In diesem Zusammenhang ist jedoch zu berücksichtigen, dass rund 17 Prozent der Menschen im Bundesland minderjährig sind und damit nicht ohne Mitwirkung von gesetzlichen Vertretern Vermögensanlagen in Wertpapieren tätigen dürfen. Dieser Umstand erklärt möglicherweise in Kombination mit einem in der Regel bei Minderjährigen nicht vorhandenen eigenem Einkommen bzw. einem häufig nur vergleichsweise niedrigen Vermögen den geringen Anteil Minderjähriger am vorliegenden Datensatz von 2,3 Prozent.

⁷²⁰ Altersangaben per Stichtag 30.09.2010. Die Häufigkeiten (Werte) und die deskriptive Statistik zur Altersstruktur sind in Tabelle 38 im Anhang aufgeführt. Teilweise sind zu Depots keine Informationen über das Alter des Depotinhabers vorhanden. Bei auf Eheleute lautenden Depots ist, gemäß interner Regelungen der drei Banken, das Geburtsdatum des Mannes angegeben.

⁷²¹ Vgl. Bundesinstitut für Bau, Stadt- und Raumforschung (2012).

Insgesamt kann festgehalten werden, dass die in dieser Arbeit untersuchten privaten Kapitalanleger durchschnittlich älter als die Gesamtbevölkerung im Geschäftsgebiet der drei Kreditinstitute sind.

In Hinblick auf die Staatsbürgerschaften der Depotinhaber der Datenbasis verfügen 97,6 Prozent der analysierten privaten Kapitalanleger über die deutsche Staatsbürgerschaft. Danach folgen Depotinhaber aus Italien mit 0,6 Prozent (118 Wertpapierdepots), aus Griechenland mit 0,2 Prozent (46 Wertpapierdepots), aus der Türkei mit 0,2 Prozent (41 Wertpapierdepots) und aus Spanien mit ebenfalls 0,2 Prozent (34 Wertpapierdepots). Bei insgesamt 451 Wertpapierdepots verfügt der Depotinhaber über keine deutsche Staatsbürgerschaft.

Ein Abgleich dieser Zahlen mit den statistischen Werten des Landes Nordrhein-Westfalen zeigt, dass die Anzahl der Menschen ohne deutsche Staatsbürgerschaft im Bundesland mit durchschnittlich 9,3 Prozent deutlich oberhalb der Werte in dieser Untersuchung liegt. Im Geschäftsgebiet der drei untersuchten Kreditinstitute liegt der Anteil der ausländischen Bevölkerung mit 13,2 Prozent nochmals etwas höher. Die größten Anteile daran haben nach türkischen Staatsbürgern vor allem Italiener und Griechen.⁷²² Demnach sind im vorliegenden Datensatz weniger private Kapitalanleger ohne deutsche Staatsbürgerschaft enthalten, als es dem Anteil der ausländischen Bevölkerung an der Gesamtbevölkerung im Geschäftsgebiet der drei Banken entsprechen würde.⁷²³

Für das Merkmal „Bildungsstand“ liegen von 11.460 Wertpapierdepotinhabern die in Abbildung 17 aufgeführten Angaben vor. Die privaten Kapitalanleger der untersuchten Kreditinstitute sind demnach breit verteilt verschiedenen Bildungsschichten zuzuordnen. Den größten Anteil hat mit 34,7 Prozent die Fachoberschulreife (FOR), welche einen mittleren Bildungsabschluss darstellt.⁷²⁴ Darauf folgen die Allgemeine Hochschulreife (AHR) mit 24,9 Prozent, das erfolgreich absolvierte Studium mit 21,8 Prozent und der Hauptschulabschluss (HA) mit 18,6 Prozent.

⁷²² Angaben per 31.12.2011. Siehe dazu Information und Technik Nordrhein-Westfalen (2014), S. 7 ff.

⁷²³ Informationen über eventuell vorhandene doppelte Staatsbürgerschaften liegen nicht vor.

⁷²⁴ Der Bildungsabschluss „Mittlere Reife“ wird je nach deutschem Bundesland unterschiedlich bezeichnet. In Nordrhein-Westfalen (Geschäftssitz der untersuchten drei Kreditinstitute) wird dieser auch als Fachoberschulreife bezeichnet.

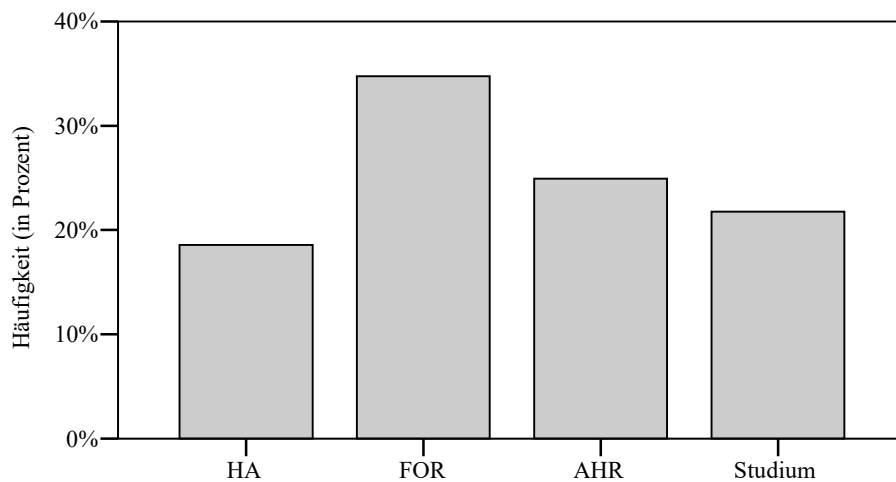


Abb. 17: Häufigkeitsverteilung der Bildungsabschlüsse der Depotinhaber der Datenbasis⁷²⁵

Im Datensatz ist darüber hinaus eine Position „Sonstiges“⁷²⁶ mit einem vergleichsweise hohen Anteil von 14,6 Prozent vorhanden. Die Experteninterviews haben ergeben, dass dieses Feld nicht so interpretiert werden kann, dass diese verbleibende Gruppe privater Kapitalanleger überwiegend oder vollständig über keinen amtlichen Schulabschluss verfügt.⁷²⁷ Vielmehr vermuten die befragten Vertreter der untersuchten Banken, dass dieses Feld möglicherweise häufig irrtümlich befüllt wurde, wenn beispielsweise die Antwort des Kunden in Bezug auf seinen Bildungsabschluss nicht zweifelsfrei einem der anderen vorgegebenen Bildungsabschlüsse zuzuordnen war. Da sich aufgrund dessen hinter der Gruppe „Sonstiges“ neben den Menschen ohne amtlichen Bildungsabschluss auch Personen mit den anderen aufgeführten Bildungsabschlüssen in nicht bekannter Höhe befinden können, wird diese Gruppe nach Abwägung der Vor- und Nachteile bei einzelnen weiteren Analysen ausgeschlossen, da eine sinnvolle Abgrenzung und Interpretation der Merkmalsausprägung aus den erläuterten Gründen nicht möglich ist.⁷²⁸

⁷²⁵ Die Häufigkeiten (Werte) zum Bildungsstand der privaten Investoren sind in Tabelle 39 im Anhang aufgeführt.

⁷²⁶ Nachfolgend auch als „Anderweitige Bildung“ bezeichnet.

⁷²⁷ Statistische Zahlen stützen die Ergebnisse der Experteninterviews: So verfügen in Deutschland im Jahr 2010 nur etwa 4 Prozent der Gesamtbevölkerung über keinen Schulabschluss. Daher darf angezweifelt werden, ob sich hinter diesem Wert maßgeblich Depotinhaber vereinen, die über keinen entsprechenden Abschluss verfügen. Vgl. Statistisches Bundesamt (2012).

⁷²⁸ Nachteilig könnte sich ein Ausschluss beispielsweise bei der gemeinsamen Analyse mit anderen Einflussfaktoren dahingehend auswirken, dass die Fallzahl des jeweiligen Modells bei Ausschluss der Merkmalsausprägung „Sonstiges“ um bis zu 1.966 Fälle verringert würde.

Ein Vergleich der in Abbildung 17 aufgeführten Bildungsabschlüsse der vorliegenden Datenbasis mit den im Unterabschnitt 2.1.2.3 in Abbildung 2 aufgeführten Bildungsabschlüssen auf bundesdeutscher Ebene, ist aufgrund der unterschiedlichen Klassenbildung nur eingeschränkt möglich. Auffallend ist jedoch, dass der Anteil der Menschen mit dem vergleichsweise niedrigen Bildungsabschluss „Haupt- bzw. Volksschule“ in der vorliegenden Untersuchung mit einem Anteil von 18,6 Prozent deutlich unter dem Wert der Gesamtbevölkerung mit 38,8 Prozent liegt. Auf eine stärkere Berücksichtigung höherer Bildungsabschlüsse in der Datenbasis dieser Untersuchung deutet auch der Vergleich der jeweils höchsten Bildungsabschlüsse hin. So verfügen in der Gesamtbevölkerung 25,5 Prozent aller Menschen über die Fachhochschul- oder Hochschulreife, während die privaten Kapitalanleger dieser Untersuchung zu 46,7 Prozent diesem Bildungsstand zugeordnet werden können.⁷²⁹

Die Allokation der Datenbasis hinsichtlich des Einkommens der privaten Kapitalanleger ist in Abbildung 18 dargestellt. Da die zur Verfügung gestellten Informationen der drei Banken keine Angaben darüber enthalten, um welches Einkommen es sich hierbei exakt handelt, wurden auch zu diesem Thema die Experten der Kreditinstitute befragt. Demnach handelt es sich grundsätzlich um das monatliche Nettoeinkommen der privaten Anleger, insbesondere nach Abzug von Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen.

Dieses Einkommen liegt bei 67,2 Prozent der auswertbaren Depotinhaber der untersuchten Kreditinstitute zwischen 1.000 und 3.000 Euro. Im Vergleich dazu liegen auf Basis der gesamten deutschen Bevölkerung nur 53,8 Prozent der Erwerbstätigen in genau diesem Einkommensbereich. Oberhalb von monatlich 3.000 Euro verdienen in der Datenbasis dieser Arbeit 23,8 Prozent aller Depotinhaber, während es auf Bundesebene mit 7,0 Prozent deutlich weniger sind.⁷³⁰ Demnach verfügen die privaten Kapitalanleger in dieser Untersuchung im Schnitt über ein höheres monatliches Nettoeinkommen, als es dem durchschnittlichen deutschen Bundesbürger monatlich zur Verfügung steht.

⁷²⁹ Die aufgeführten 46,7 Prozent bilden die Summe aus 24,9 Prozent der privaten Kapitalanleger dieser Untersuchung mit dem Bildungsstand Allgemeine Hochschulreife und 21,8 Prozent mit einem abgeschlossenen Studium. Dabei wird vereinfachend unterstellt, dass die Absolventen eines Studiums in aller Regel über die Fachhochschul- oder die allgemeine Hochschulreife verfügen.

⁷³⁰ Die Angaben auf Bundesebene entstammen dem Sozio-oekonomischen Panel des Jahres 2008. Vgl. Statista (2009).

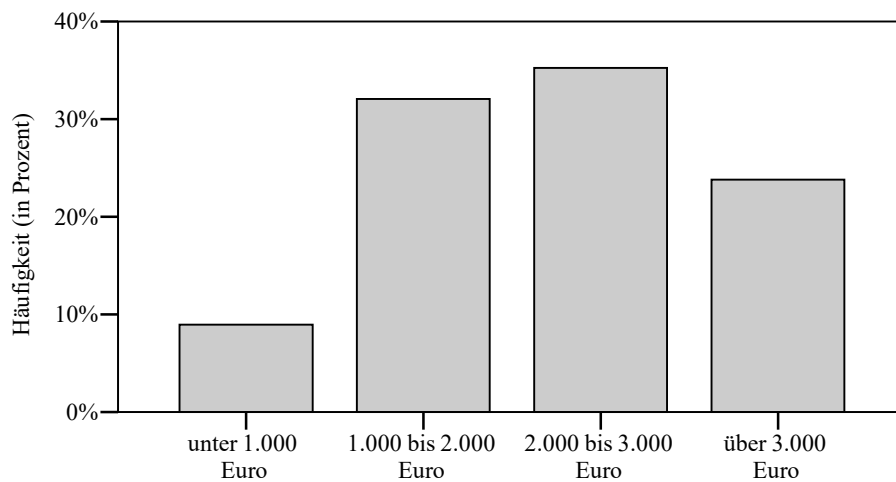


Abb. 18: Häufigkeitsverteilung des monatlichen Nettoeinkommens der Depotinhaber der Datenbasis⁷³¹

Die Häufigkeitsverteilung des Geld- und Wertpapiervermögens der privaten Kapitalanleger im ausgewerteten Datensatz ist in Abbildung 19 aufgeführt. Die Experteninterviews haben ergeben, dass hierzu sämtliches liquides bzw. unmittelbar oder nach einer kurzen Frist liquidierbares Geld- und Wertpapiervermögen zu zählen ist.

Mit 47,4 Prozent verfügen angabegemäß fast die Hälfte aller privaten Kapitalanleger im vorliegenden Datensatz über ein Geld- und Wertpapiervermögen von über 100.000 Euro. Exakt jeder vierte Anleger verfügt über ein liquides Vermögen zwischen 50.000 und 100.000 Euro, während die verbleibenden 27,6 Prozent Geld- und Wertpapiervermögenswerte von bis zu 50.000 Euro angegeben haben.

Ein Vergleich mit den Zahlen einer in den Jahren 2010 und 2011 durchgeführten Studie der Deutschen Bundesbank zeigt, dass die in dieser Arbeit erfassten privaten Kapitalanleger durchschnittlich über ein höheres Geld- und Wertpapiervermögen verfügen als die gesamtdeutsche Vergleichsgruppe. So beträgt der Mittelwert des Finanzvermögens deutscher privater Haushalte 47.440 Euro, während der Median bei 17.110 Euro liegt.

⁷³¹ Die Cluster sind mit mangelnder Trennschärfe in Hinblick auf die Grenzwerte der beiden mittleren Variablen von den drei Banken in dieser Form übernommen worden. So ist beispielsweise für ein monatliches Nettoeinkommen von genau 2.000 Euro unklar, welcher Gruppe der private Kapitalanleger in diesem Fall zugeteilt werden müsste und auch in einem entsprechenden Realfall zugeteilt wurde. Die Häufigkeiten (Werte) zum monatlichen Nettoeinkommen der privaten Kapitalanleger sind in Tabelle 40 im Anhang aufgeführt.

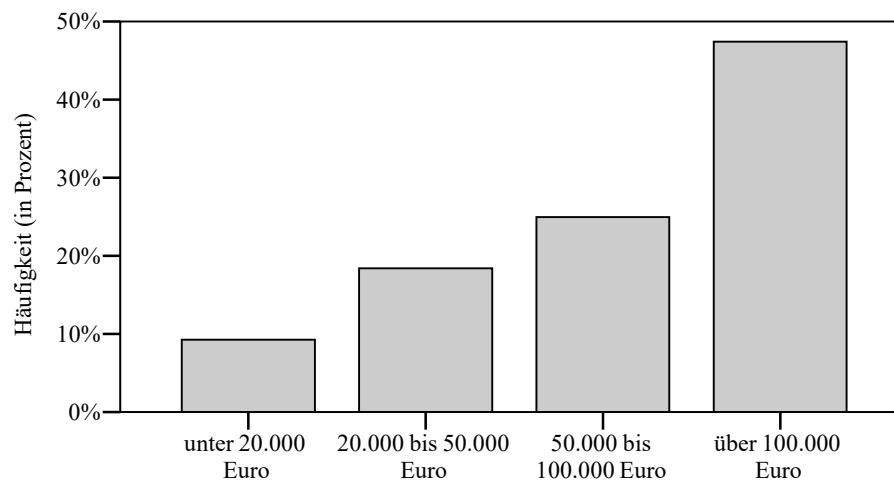


Abb. 19: Häufigkeitsverteilung des Geld- und Wertpapiervermögens (Liquides Vermögen) der Depotinhaber der Datenbasis⁷³²

Während im vorliegenden Datensatz zudem knapp die Hälfte der Depotinhaber über ein Geld- und Wertpapiervermögen von über 100.000 Euro verfügen, liegt das 80 Prozent-Perzentil des Finanzvermögens bundesdeutscher Haushalte mit 65.300 Euro bereits deutlich unterhalb dieser Marke. Damit verfügen weniger als 20 Prozent der deutschen Gesamtbevölkerung über ein entsprechendes Vermögen oberhalb des Schwellenwertes von 100.000 Euro.⁷³³

Ein etwas differenziertes Bild scheint der Vergleich beim in Abbildung 20 aufgeführten sogenannten „Sonstigen Vermögen“ abzugeben. Laut den Experten der drei untersuchten Kreditinstitute geht es hierbei auf Bruttobasis um alle denkbaren Vermögenswerte außerhalb des vorgenannten Geld- und Wertpapiervermögens. Dazu zählen im besonderen Maße illiquide Vermögenswerte, wie etwa Immobilienvermögen. An dieser Stelle muss auf die möglicherweise deutlich verzerrende Wirkung der vorliegenden Vergleichswerte auf Bundesebene hingewiesen werden. Im Gegensatz zum analysierten Datensatz liegen hier Gesamtvermögenswerte, d. h. Vermögenswerte inklusive des Geld- und Wertpapiervermögens, vor. Der nachfolgende Vergleich ist daher mit großer Unsicherheit belegt.

⁷³² Die Cluster sind mit mangelnder Trennschärfe in Hinblick auf die Grenzwerte der beiden mittleren Variablen von den drei Banken in dieser Form übernommen worden. So ist beispielsweise für ein Geld- und Wertpapiervermögen von genau 50.000 Euro unklar, welcher Gruppe der private Kapitalanleger in diesem Fall zugeteilt werden müsste und auch in einem entsprechenden Realfall zugeteilt wurde. Das Geld- und Wertpapiervermögen wird fortan synonym auch als „Liquides Vermögen“ bezeichnet. Die Häufigkeiten (Werte) zum Geld- und Wertpapiervermögen der privaten Kapitalanleger sind in Tabelle 41 im Anhang aufgeführt.

⁷³³ Das 90-Prozent-Perzentil liegt bei 113.300 Euro. Vgl. Deutsche Bundesbank (2013), S. 39 ff.

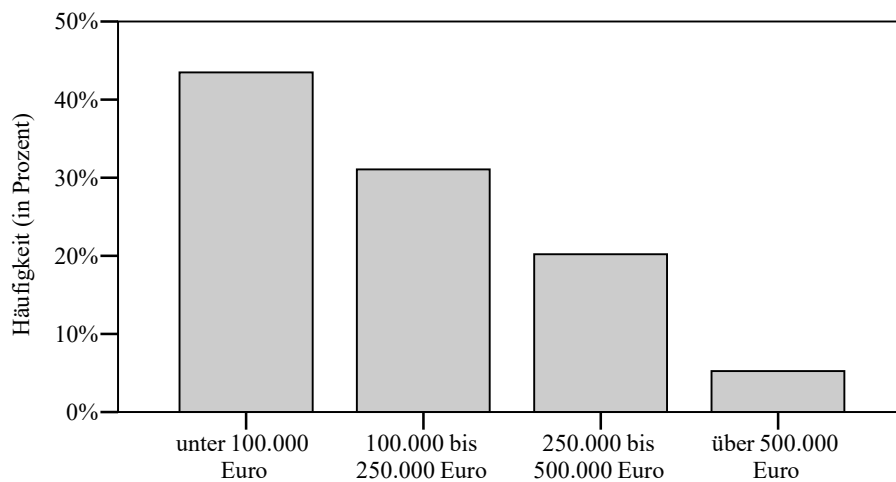


Abb. 20: Häufigkeitsverteilung des Sonstigen Vermögens der Depotinhaber der Datenbasis⁷³⁴

Während 43,5 Prozent der privaten Kapitalanleger im untersuchten Datensatz angeben, über ein Sonstiges Vermögen unterhalb von 100.000 Euro zu verfügen, liegt der Median im Bundesdurchschnitt beim Brutto-Gesamtvermögen bei 67.900 Euro. Damit scheinen die Privatanleger in der vorliegenden Untersuchung nur zu einem kleineren Anteil der Gruppe mit vergleichsweise niedrigem Sonstigen Vermögen anzugehören, als die Menschen im bundesweiten Durchschnitt.

Im Bereich der besonders hohen Sonstigen Vermögen könnte es allerdings eine davon abweichende Konstellation geben. Während 5,2 Prozent der privaten Depotinhaber angeben, über ein sonstiges Vermögen von über 500.000 Euro zu verfügen, liegt das 90 Prozent-Perzentil des Brutto-Gesamtvermögens bundesdeutscher Haushalte mit 494.800 Euro nur knapp unter diesem Wert.⁷³⁵ Aufgrund der geschilderten stark eingeschränkten Vergleichbarkeit dieser Zahlen, ist die Interpretation, dass der vorliegende Datensatz zu einem geringeren Anteil Personen mit einem sehr hohen Sonstigem Vermögen enthält, als dies im bundesweiten Durchschnitt der Fall ist, mit erheblicher Unsicherheit belegt.

⁷³⁴ Die Cluster sind mit mangelnder Trennschärfe in Hinblick auf die Grenzwerte der beiden mittleren Variablen von den drei Banken in dieser Form übernommen worden. So ist beispielsweise für ein Sonstiges Vermögen von genau 250.000 Euro unklar, welcher Gruppe der private Kapitalanleger in diesem Fall zugeteilt werden müsste und auch in einem entsprechenden Realfall zugeteilt wurde. Die Häufigkeiten (Werte) zum Sonstigen Vermögen der privaten Kapitalanleger sind in Tabelle 42 im Anhang aufgeführt.

⁷³⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank (2013), S. 39 f.

In Abbildung 21 ist dargestellt, welchen grundsätzlichen Anlagehorizont die privaten Wertpapierdepotinhaber mit ihren Geschäften verbinden. Grundsätzlich ist dieser Zeithorizont für die privaten Kapitalanleger keineswegs verpflichtend. Er soll eher den ex ante geplanten mittleren Zeithorizont der privaten Investoren für alle im Wertpapierdepot verwahrten Vermögensanlagen bemessen.⁷³⁶



Abb. 21: Häufigkeitsverteilung des Anlagehorizonts der Depotinhaber der Datenbasis⁷³⁷

Die meisten Anleger verfolgen mit 57,9 Prozent demnach mittelfristige Strategien mit einem Zeithorizont von drei bis fünf Jahren. Etwa 26,4 Prozent der Anleger geben einen Anlagehorizont von mehr als fünf Jahren an, während sich 15,7 Prozent auf weniger als drei Jahre konzentrieren möchten.

In Bezug auf die individuelle Risikobereitschaft der privaten Kapitalanleger geben die meisten Depotinhaber an, ein mittleres Risiko im Kontext ihrer Wertpapiergeschäfte tragen zu wollen. So ist der Abbildung 22 zu entnehmen, dass 62,6 Prozent der Kunden diese Einstellung zum Risiko aufweisen. Darauf folgen die konservativ orientierten privaten Anleger mit einem Anteil von 27,8 Prozent vor den spekulativ ausgerichteten privaten Investoren mit einem Anteil von 9,6 Prozent.

⁷³⁶ Diese Charakterisierung ist Ergebnis der Experteninterviews.

⁷³⁷ Die Häufigkeiten (Werte) zum Anlagehorizont der privaten Kapitalanleger sind in Tabelle 43 im Anhang aufgeführt.

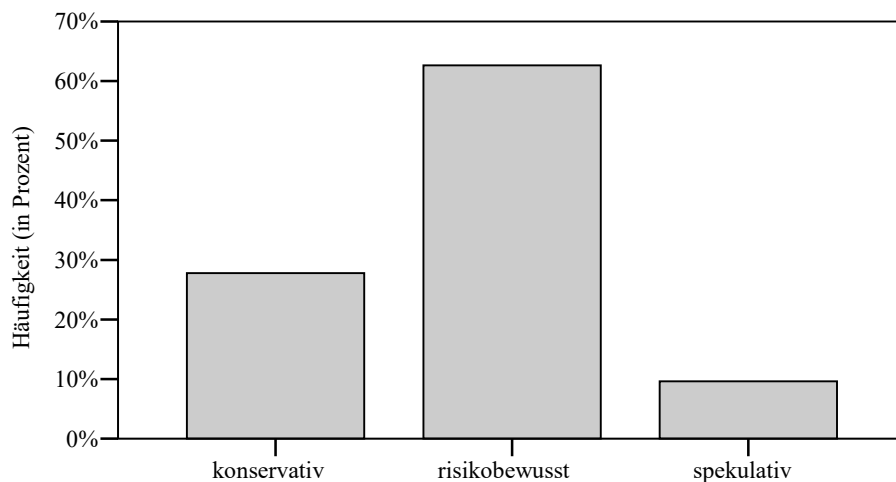


Abb. 22: Häufigkeitsverteilung der Risikobereitschaft der Depotinhaber der Datenbasis⁷³⁸

Ein Vergleich mit anderen Personengruppen ist bei diesem Merkmal besonders anspruchsvoll, da die Risikoneigung von privaten Kapitalanlegern nicht selten mit den Schwankungen an den Kapitalmärkten korreliert und daher Vergleichswerte in zeitlicher Nähe zum Stichtag der Datenerhebung bei den drei beteiligten Kreditinstituten benötigt werden. Entsprechende Werte liegen für vergleichbare deutsche Kapitalanleger nicht vor. Grundsätzlich bestätigen aber verschiedene Studien die grundsätzlich von der Tendenz eher risikoaverse Grundneigung deutscher Privatinvestoren.⁷³⁹

In Bezug auf die Häufigkeit der von den Depotinhabern in der Vergangenheit getätigten Wertpapiergeschäfte pro Jahr bzw. den in der Zukunft beabsichtigten jährlichen Wertpapiertransaktionen, weisen die erhobenen Daten darauf hin, dass die meisten privaten Kapitalanleger eher selten handeln.⁷⁴⁰ So geben 97,7 Prozent aller Depotkunden an, dass sie nicht mehr als zehn Wertpapiergeschäfte pro Jahr tätigen bzw. beabsichtigen zu tätigen. Eine deutliche Minderheit von 1,9 Prozent nennt an dieser Stelle durchschnittlich 11 bis 25 Transaktionen,

⁷³⁸ Die Häufigkeiten (Werte) zur Risikobereitschaft der privaten Kapitalanleger sind in Tabelle 44 im Anhang aufgeführt.

⁷³⁹ Siehe dazu auch Unterabschnitt 2.1.3 und vgl. Barasinska/ Schäfer/ Stephan (2008a), S. 704 ff.; Pellens/ Schmidt (2014),

⁷⁴⁰ Aus den Experteninterviews geht hervor, dass sich die Beantwortung der Frage idealtypisch auf bereits vorhandene Erfahrungswerte des privaten Kapitalanlegers bezieht. Sofern diese individuell noch nicht vorhanden sind, wird der Depotkunde aufgefordert, eine Selbsteinschätzung mit Blick auf sein beabsichtigtes zukünftiges Handelsverhalten vorzunehmen.

während nur 0,3 Prozent angeben, häufiger als 25 Mal im Jahr aktiv Wertpapiertransaktionen durchzuführen.⁷⁴¹

Der finanzielle Umfang der in der Vergangenheit getätigten Wertpapiergeschäfte bzw. den in der Zukunft beabsichtigten durchschnittlichen Wertpapierlosgrößen ist in Abbildung 23 aufgeführt. Dieser beläuft sich nach den Angaben von rund zwei Drittel aller Depotinhaber auf ein durchschnittliches Volumen von 3.000 bis 25.000 Euro. Rund jeder fünfte private Kapitalanleger tätigt Wertpapiergeschäfte im durchschnittlichen Rahmen von über 25.000 Euro je Einzelfall, während die verbleibenden 11,5 Prozent der privaten Kapitalanleger in der Regel in durchschnittlichen Handelsgrößen von unter 3.000 Euro agieren.

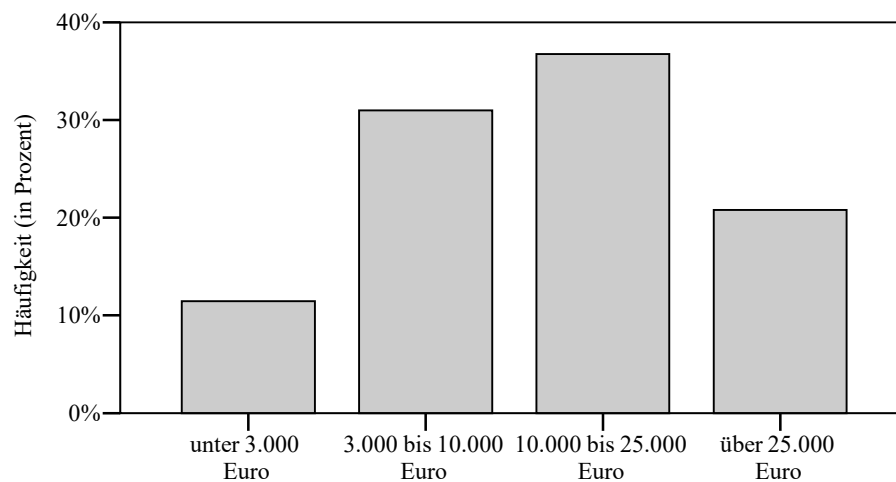


Abb. 23: Häufigkeitsverteilung des durchschnittlichen finanziellen Umfangs der Wertpapiergeschäfte der Depotinhaber der Datenbasis⁷⁴²

Mithilfe des Datenmerkmals „Anredezeichen“ lassen sich die Depotinhaber in Bezug auf ihr Geschlecht kategorisieren. Das Datenmerkmal liegt nur für eine vergleichsweise kleine Anzahl von 4.108 Wertpapierdepots vor und wird durch die darin enthaltenen und in

⁷⁴¹ Die Häufigkeiten (Werte) zur durchschnittlichen Anzahl der Wertpapiergeschäfte der privaten Kapitalanleger sind in Tabelle 45 im Anhang aufgeführt.

⁷⁴² Die Cluster sind mit mangelnder Trennschärfe in Hinblick auf den Grenzwert zwischen den beiden mittleren Variablen von den drei Banken in dieser Form übernommen worden. So ist für einen durchschnittlichen finanziellen Umfang von genau 10.000 Euro beispielsweise unklar, welcher Gruppe der private Kapitalanleger in diesem Fall zugeteilt werden müsste und auch in einem entsprechenden Realfall zugeteilt wurde. Die Häufigkeiten (Werte) zum finanziellen Umfang der Wertpapiergeschäfte der privaten Kapitalanleger sind in Tabelle 46 im Anhang aufgeführt.

dieser Untersuchung nicht weiter ausgewerteten Personengemeinschaften⁷⁴³ nochmals um 949 Depots vermindert. Es verbleiben somit 3.159 Wertpapierdepots, von welchen mit 53,9 Prozent Anteil etwas mehr Depotinhaber weiblichen Geschlechts sind.⁷⁴⁴

In den nachfolgenden empirischen Untersuchungen werden die vorstehenden demographischen, psychographischen und sozioökonomischen Merkmale großteils erneut aufgegriffen und noch weitreichender analysiert und erläutert. Abschließend kann an dieser Stelle zusammenfassend festgestellt werden, dass die in dieser Arbeit untersuchten privaten Kapitalanleger tendenziell älter sind als der Durchschnitt der Bevölkerung im Geschäftsgebiet der drei Kreditinstitute und zu einem höheren Anteil die deutsche Staatsbürgerschaft besitzen. Zudem scheinen sie im Schnitt über ein höheres Bildungsniveau, ein höheres durchschnittliches Einkommen und höhere durchschnittliche Vermögenswerte zu verfügen.⁷⁴⁵

4.2.3 Beschreibung nach verschiedenen Portfoliomerkmalen

Nachfolgend sollen verschiedene stetige Merkmale der Datenbasis deskriptiv erläutert werden, um einen Überblick über diverse Depotbestandsvolumina sowie Depotumsatzkennzahlen zu liefern. Die nachfolgend aufgeführte Tabelle 16 gibt einen Überblick dieser Portfoliomerkmale. Insgesamt weist die Datenbasis auf Ebene aller 19.595 Wertpapierdepots Depotbestände von 1,8 Mrd. Euro auf. Die Gesamtbestände in Aktien liegen mit 234,8 Mio. Euro deutlich unterhalb der Gesamtbestände in Anleihen mit 1,0 Mrd. Euro. Das hinsichtlich des finanziellen Depotbestandes kleinste Wertpapierportfolio weist einen Wert von unter einem Euro aus, während das größte Einzeldepot einen Wertpapierbestand von 10,8 Mio. Euro zum Stichtag 31.10.2010 aufweist. Das arithmetische Mittel der Depotbestände liegt bei einem Wertpapierbestand von 89.538 Euro.

⁷⁴³ Es ist völlig unklar, welche Art von Gemeinschaft sich hinter den Personengemeinschaften konkret befindet. Diese können beispielsweise Eheleute, unverheiratete gegen- oder gleichgeschlechtliche Paare, Geschwister, Erbengemeinschaften oder sonstige Personengemeinschaften sein. Aufgrund der Vielfältigkeit der möglichen Zusammensetzung von Personengemeinschaften und der damit verbundenen schwierigen optionalen Interpretation von Auswertungsergebnissen wird auf dieses Merkmal im weiteren Verlauf dieser Untersuchung verzichtet.

⁷⁴⁴ Die Häufigkeiten (Werte) zur Verteilung des Geschlechts der privaten Kapitalanleger sind in Tabelle 47 im Anhang aufgeführt.

⁷⁴⁵ Sofern die Vergleichszahlen nicht unmittelbar für das Geschäftsgebiet der drei Banken vorliegen, wurden wie zuvor beschrieben zum Vergleich auch Zahlen des Bundeslandes Nordrhein-Westfalen oder der Bundesrepublik Deutschland herangezogen.

	N	Minimum	Maximum	Summe	Mittelwert	Standardfehler	Standardabweichung
Gesamtdepotbestand (Euro)	19.595	,05	10.819.143,55	1.754.503.008,70	89.538,30	1.708,20	239.117,21
Gesamtdepotbestand in Aktien (Euro)	7.214	,02	4.319.106,09	234.773.367,51	32.544,13	1.381,62	117.348,44
Gesamtdepotbestand in Anleihen (Euro)	13.308	,10	5.625.580,00	1.006.220.905,91	75.610,22	1.427,32	164.656,03
Anzahl Positionen im Gesamtdepotbestand	19.595	1	96	100.370	5,12	,04	5,72
Anzahl Positionen im Gesamtdepotbestand in Aktien	7.214	1	90	28.995	4,02	,06	5,01
Anzahl Positionen im Gesamtdepotbestand in Anleihen	13.308	1	63	39.534	2,97	,03	3,21
Depotbestand je Position (Mittelwert)	19.595	,05	9.092.324,15	383.675.660,07	19.580,28	530,99	74.329,63
Depotbestand in Aktien je Position (Mittelwert)	7.214	,02	534.000,00	51.937.410,39	7.199,53	203,67	17.298,68
Depotbestand in Anleihen je Position (Mittelwert)	13.308	,10	1.012.800,00	332.907.861,25	25.015,61	298,53	34.438,37
Anzahl Transaktionen im Zeitraum	27.064	1	2619	393.019	14,52	,24	39,23
Gesamtumsätze im Zeitraum (Euro)	27.064	,00	132.538.291,16	7.222.161.290,55	266.854,91	8.096,58	1.331.980,43
Umsatz je Transaktion (Mittelwert)	27.064	,00	5.882.481,19	522.452.511,52	19.304,33	301,46	49.593,91

Tab. 16: Deskriptive Statistik zu verschiedenen Portfoliomerkmalen der Datenbasis

Durchschnittlich verfügt jedes Wertpapierdepot über 5,1 Depotpositionen. Sofern der private Kapitalanleger über Aktiendirektinvestments⁷⁴⁶ verfügt, streut er sein in diesem Bereich angelegtes Kapital auf durchschnittlich 4,0 Aktieneinzelwerte. Das hinsichtlich der Wertpapierpositionen kleinste Depot verfügt über einen Wertpapiertitel, während das in Bezug auf die Wertpapierpositionen größte Portfolio über 96 verschiedene Einzelwerte verfügt. Durchschnittlich weist jede Wertpapierdepotposition einen Wert von 19.580 Euro aus. Dabei sind

⁷⁴⁶ Hierunter sind explizit keine indirekten Aktieninvestments, wie beispielsweise Aktienfonds oder sonstige der Anlageklasse Aktien zuzurechnende Wertpapiere außerhalb von Einzelaktien, zu zählen.

Depotpositionen in Aktien mit durchschnittlich 7.200 Euro kleiner als entsprechende Positionen in Anleihen mit einem Mittelwert von 25.016 Euro.

Im untersuchten Zeitraum vom 01.01.2003 bis zum 30.09.2010 wurden insgesamt 393.019 Wertpapiertransaktionen mit einem Volumen von 7,2 Mrd. Euro getätigt. Durchschnittlich tätigte der einzelne Depotinhaber 14,5 Transaktionen mit einem durchschnittlichen Volumen von 19.304 Euro. Da transaktionslose Wertpapierdepots aus der Untersuchung ausgeschlossen wurden, verfügt jedes Wertpapierdepot über mindestens einen Wertpapierumsatz im zuvor genannten Zeitraum. Der Maximalwert hinsichtlich der in einem Portfolio getätigten Wertpapiertransaktionen liegt bei 2.619 Transaktionen.

4.2.4 Rahmenbedingungen an den Kapitalmärkten

Die Rahmenbedingungen der Kapitalmärkte wurden im Untersuchungszeitraum und den Jahren unmittelbar davor durch teilweise heftige Kursschwankungen an den globalen Aktienmärkten geprägt. Auf diese Entwicklungen wurde bereits ausführlich in Unterabschnitt 2.5.1 eingegangen. In den nachfolgenden Untersuchungen wird besonders in Hinblick auf die Assetklassen Aktien und Renten differenziert, weshalb die Rahmenbedingungen dieser beiden Teilmärkte nachfolgend weiter konkretisiert werden sollen. Zu diesem Zweck werden sowohl der in der Datenbasis der Umsatzdaten maximal untersuchte Zeitraum, vom 01.01.2003 bis 30.09.2010, als auch der Zeitpunkt der Bestandsauswertung der untersuchten Depots, der 31.10.2010, in Bezug auf die Entwicklung bzw. Lage an diesen Teilmärkten beschrieben.

Die Entwicklung der Aktienmärkte ist exemplarisch anhand des Aktienindex DAX in Abbildung 24 für den Zeitraum vom 01.01.2003 bis 30.09.2010 aufgeführt.⁷⁴⁷ Neben der Darstellung des Kursverlaufs werden in der Grafik auch verschiedene Marktphasen ausgewiesen. Die Einteilung erfolgt aus Gründen der Übersichtlichkeit in möglichst wenigen, sich markant voneinander abgrenzenden und übergeordneten Marktphasen.

⁷⁴⁷ Der Aktienindex DAX wurde an dieser Stelle als Repräsentant für den Aktienmarkt gewählt, weil dessen Aktienwerte mit einem volumengewichteten Anteil von 70,02 Prozent an den gesamten Aktienbeständen, die private Kapitalanleger bei den drei untersuchten Banken per Stichtag 31.10.2010 unterhalten, die größte Gruppierung bei den Aktienbeständen dieser Untersuchung bilden.

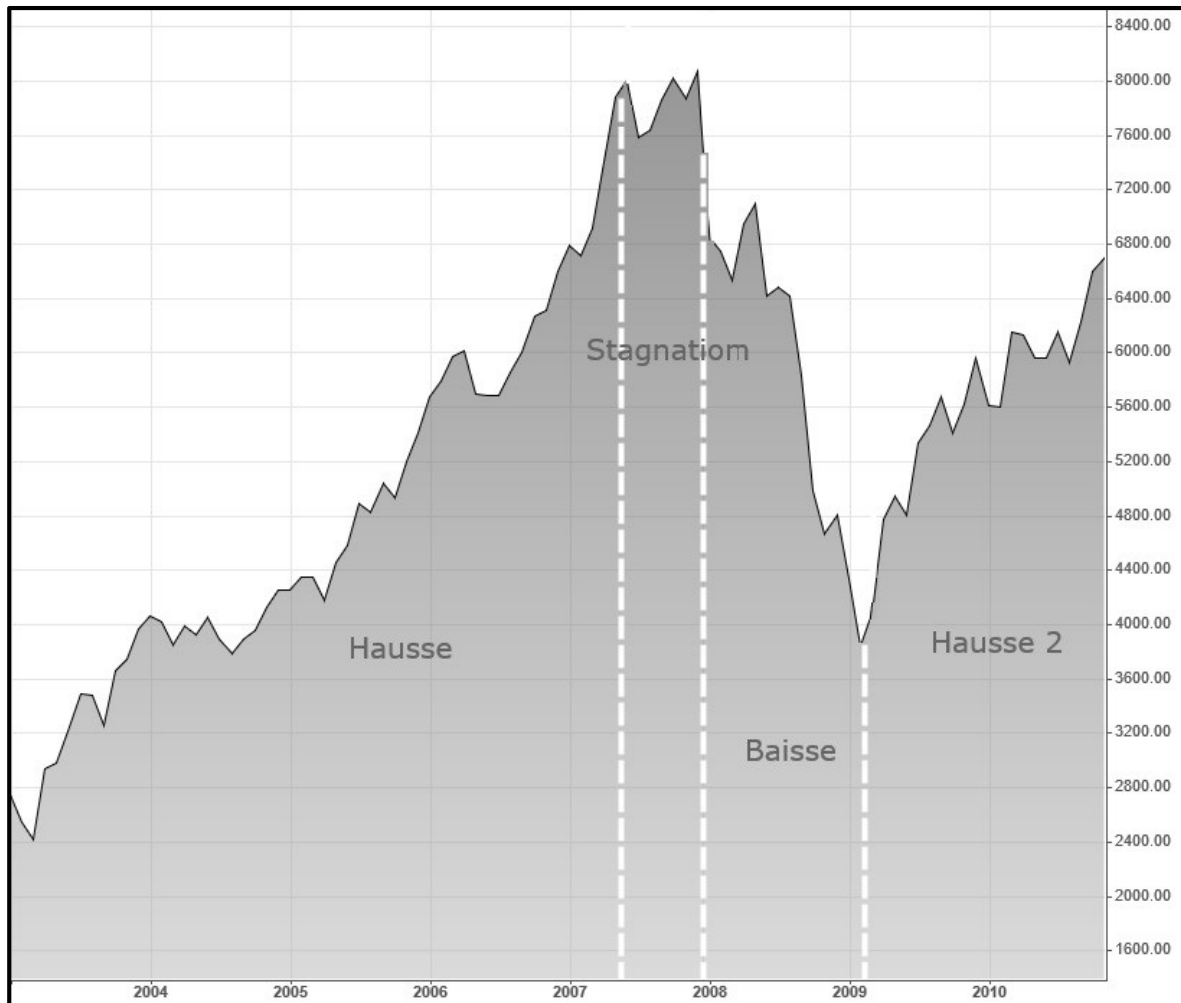


Abb. 24: Darstellung der Marktphasen am deutschen Aktienmarkt im Zeitraum 01.01.2003 bis 31.10.2010 (Eigene Darstellung auf Basis monatlicher Schlusskurse; Datenquelle: Thomson Reuters)

Eine eindeutige Definition, wann exakt eine Marktphase auf eine andere übergeht, konnte in der Literatur nicht aufgefunden werden.⁷⁴⁸ Daher erfolgt die Einteilung in vier verschiedenen Marktphasen auf Basis markanter Kurswendepunkte bzw. wenn es ex post so erscheint, dass es sich in einem abgegrenzten Zeitraum um eine bestimmte Marktphase handeln könnte.⁷⁴⁹ Diese vier Aktienmarktphasen sind in Tabelle 17 aufgeführt und werden im Verlauf der nachfolgenden Untersuchungen je nach Erfordernis der individuellen Forschungsfrage ggf. differenzierend aufgegriffen.

⁷⁴⁸ Siehe dazu beispielsweise Braun (2007); Murphy (2000); Norden (2006); Pring/ Straush (1993), Schulz (1997), S. 161 ff.; Steiner/ Bruns (2002), S. 272 ff. sowie Zoller (2010).

⁷⁴⁹ Vgl. Pring/ Straush (1993), S. 159 ff.

	Zeitraum	Dauer der Marktphase (Anzahl Tage)	Kursentwicklung im Zeitraum ⁷⁵⁰	Performance
Hausse	01.01.2003 - 01.06.2007	4,42 Jahre (1.612)	3.105,04 (S) - 8.001,63 (H)	157,70 %
Stagnation	01.06.2007 - 02.01.2008	0,59 Jahre (215)	8.001,63 (H) - 8.100,64 (H)	1,24 %
Baisse	02.01.2008 - 09.03.2009	1,19 Jahre (433)	8.100,64 (H) - 3.588,89 (T)	-55,70 %
Hausse (2)	09.03.2009 - 30.09.2010	1,56 Jahre (570)	3.588,89 (T) - 6.229,02 (S)	73,56 %

Tab. 17: Tabellarische Darstellung verschiedener Marktphasen am deutschen Aktienmarkt im Zeitraum 01.01.2003 bis 30.09.2010

Zu Beginn des Jahres 2003 notiert der Deutsche Aktienindex bei rund 3.000 Indexpunkten. Genau 50 Handelstage später, am 12.03.2003, markiert der DAX bei 2.188,75 Punkten einen Tiefpunkt, nach einer etwa drei Jahre andauernden massiven Aktienbaisse.⁷⁵¹ In der Folge entwickelt sich der Aktienindex fortdauernd positiv und erreicht mit dem Überschreiten der 8.000 Punkte-Marke, am 01.06.2007, bereits fast die bis dahin geltenden historischen Höchststände von 8.136,16 Punkten.

Um nicht zu kurze Betrachtungszeiträume festzulegen, wird darauf verzichtet, den ersten 50 Handelstagen im Jahr 2003 eine eigene Marktphase zuzuordnen. Stattdessen wird dieses Zeitfenster der übergeordneten Aktienhausse zugeschlagen, welche für den Zeitraum bis zum 01.06.2007 auch in Abbildung 24 zu erkennen ist. Der DAX steigt in diesem fast vier-einhalbjährigen Zeitraum um 157,70 Prozent.

An diese Phase steigender Kurse schließt sich eine mehrmonatige Marktphase, mit auf ähnlichem Kursniveau seitwärtsverlaufenden Aktienmärkten, an. Für den gewählten Untersuchungszeitraum notiert der deutsche Aktienindex in der Folgezeit letztmals am 02.01.2008 oberhalb von 8.000 Punkten. In der genau sieben Monate andauernden Phase zwischen dem 02.06.2007 und dem ersten Handelstag im Jahr 2008 stagniert der Aktienmarkt demnach auf

⁷⁵⁰ Die verwendeten Abkürzungen haben folgende Bedeutung: S = Tagesschlusskurs, H = Tageshöchstkurs und T = Tagestiefstkurs. Diese innerhalb der Spalte uneinheitliche Systematik wurde gewählt, um auch extreme Kursschwankungen innerhalb eines einzelnen Handelstages bei den jeweiligen Extremwerten berücksichtigen zu können.

⁷⁵¹ Am 07.03.2000 wurde zuvor der Wendepunkt am deutschen Aktienmarkt mit dem Erreichen des damaligen Allzeithochs bei 8.136 Punkten eingeleitet. Ab diesem Tag gab es bis zum 12.03.2003 übergeordnet nur fallende Aktienkurse im DAX.

einem vergleichsweise hohen Niveau.⁷⁵² Das zu wählende Zeitfenster für diese Phase soll sich am willkürlich gewählten Indexstand von 8.000 Punkten orientieren und definiert seinen Beginn durch das erstmalige Überschreiten dieser Kursmarke und sein Ende durch das vorerst letzte Unterschreiten dieser Kurshöhe.⁷⁵³

In den folgenden gut 14 Monaten fällt der deutsche Aktienmarkt deutlich zurück und markiert schließlich bei 3.588,89 Punkten am 09.03.2009 einen neuen Tiefstand. Diese eindeutig als Baisse zu wertende Marktphase ist durch allenfalls sporadische Gegenbewegungen und insgesamt drastische Kursrückgänge von über 55 Prozent gekennzeichnet. In Abbildung 24 ist die Intensität und Schnelligkeit dieser Kursbewegung gut zu erkennen.

Im Anschluss daran entwickelt sich der Aktienmarkt bis zum Ende des im Datensatz untersuchten Zeitraums im Rahmen einer erneuten Hausse sehr positiv und erzielt in rund anderthalb Jahren bis zum 30.09.2010 eine Kursperformance von 73,56 Prozent. Damit hatte der deutsche Aktienindex DAX zum Ende des dritten Quartals 2010 rund 58 Prozent der Kursverluste aus der vorangegangenen Baisse wieder aufgeholt. Der deutsche Aktienmarkt befindet sich zum Ende des in dieser Arbeit analysierten Zeitraums, wie sich im ex post herausstellte, noch inmitten einer intakten Hausse, welche den deutschen Aktienindex DAX in den folgenden Jahren noch auf Kursstände deutlich oberhalb des 10.000 Punkteniveaus führte.

Um die Entwicklung des Zinsniveaus im Untersuchungszeitraum beschreiben zu können, wird die in Abbildung 25 dargestellte Umlaufrendite genutzt. Demnach ist das Zinsniveau, am Beispiel inländischer festverzinslicher Wertpapiere mit sehr guter Bonität, im Gesamtzeitraum im Maximum von 3,94 Prozent auf 1,98 Prozent gefallen und hat sich damit im Wert nahezu halbiert.⁷⁵⁴ Ausgehend vom Jahr 2003 ist das Zinsniveau demnach unter Schwankungen zunächst bis auf 2,84 Prozent im September 2005 gefallen, um in der Folgezeit anzusteigen und jeweils im Juli der Jahre 2007 und 2008 mit 4,70 bzw. 4,78 Prozent die Höchststände innerhalb des untersuchten Zeitraums zu markieren.

⁷⁵² Verglichen mit den DAX-Ständen in den zuvor betrachteten Jahren.

⁷⁵³ Es hätten auch viele andere Kursmarken mit nicht zu großer Entfernung zu den Indexhöchstständen im Zeitfenster gewählt werden können. Eine beispielhafte Simulation für 7.800 und 7.900 Kursindexpunkte lieferte für die nachfolgenden Untersuchungen keine ergebnisverfälschenden Unterschiede.

⁷⁵⁴ Auf Basis von Kursdaten (Schlusskurse) mit täglicher Betrachtung.



Abb. 25: Entwicklung der Umlaufrendite im Zeitraum 01.01.2003 bis 31.12.2010 (Eigene Darstellung auf Basis monatlicher Schlusskurse; Datenquelle: Thomson Reuters)

Seit dem Höchststand am 03.07.2008 ist die Umlaufrendite innerhalb von gut zwei Jahren bis zum Ende des Untersuchungszeitraums deutlich auf zeitweise unter 2 Prozent zurückgegangen.⁷⁵⁵ Damit ist nicht nur ein Tiefpunkt innerhalb des Untersuchungszeitraums erreicht, sondern zeitgleich auch ein seit über 35 Jahren historisch niedriges Zinsniveau erreicht worden.⁷⁵⁶ Am 29.10.2010, dem letzten Handelstag vor dem Stichtag der Bestandsauswertungen, der in dieser Arbeit einbezogenen Wertpapierdepots, notiert die Umlaufrendite bei 2,27 Prozent und damit nur vergleichsweise leicht oberhalb des historischen Tiefstands von 1,81 Prozentpunkten gut zwei Monate zuvor.

4.2.5 Kritische Anmerkungen zur Datenbasis

Die nachfolgenden Untersuchungen sollen Erkenntnisse über das Anlageverhalten privater deutscher Kapitalanleger liefern. Die verwendete Datenbasis stammt von drei regional in Nordrhein-Westfalen tätigen Kreditinstituten, in deren kumulierten Hauptgeschäftsgebiet

⁷⁵⁵ Der Tiefstand wurde am 27.08.2010 mit 1,81 Prozent markiert.

⁷⁵⁶ Die Deutsche Bundesbank stellt historische Kurse ab dem Jahresbeginn 1974 bereit. Vgl. Deutsche Bundesbank (2012).

zwischen 500.000 und 1.000.000 Menschen leben.⁷⁵⁷ Es kann aufgrund dieser regionalen Begrenzung des Datensatzes nicht ausgeschlossen werden, dass die verwendeten Daten nicht repräsentativ für die gesamtdeutsche Bevölkerung und damit für den privaten deutschen Kapitalanleger sind.⁷⁵⁸ Gleichwohl deutet ein Vergleich der in der Stichprobe vorgefundenen demographischen und sozioökonomischen Merkmale mit den auf gesamtdeutscher Ebene vorhandenen Werten darauf hin, dass zumindest eine nennenswerte Ähnlichkeit der Stichprobe zur Grundgesamtheit vorhanden zu sein scheint.⁷⁵⁹ In diesem Zusammenhang ist positiv zu werten, dass die in die Analyse einbezogenen Banken als Universalkreditinstitute alle klassischen Bankdienstleistungen für breite Bevölkerungsschichten im Multikanalvertrieb offerieren und damit grundsätzlich ein Angebot für die Befriedigung der Bedürfnisse der meisten privaten Kapitalanleger vorhalten.⁷⁶⁰

Die nachfolgenden Untersuchungen zum Anlageverhalten basieren auf Wertpapierdepotdaten. Demzufolge finden diverse Aspekte bzw. Bereiche, die ebenfalls das Anlageverhalten privater Kapitalanleger bedingen, beeinflussen oder zumindest tangieren, in diesen Auswertungen mangels verfügbarer Daten keine Berücksichtigung. So werden etwa zahlreiche verzinsliche Vermögensanlagen durch Privatanleger nicht in Form von Wertpapieren getätigt, sondern das Kapital wird bei Banken in Form von Sichteinlagen, Spareinlagen bzw. Sparbriefen oder Termineinlagen zu individuell unterschiedlichen Laufzeiten und Zinskonditionen angelegt.

Auch verschiedene kapitalbildende Versicherungen, wie etwa die klassische kapitalbildende Lebensversicherung, bieten Anlegern die Möglichkeit, Vermögen anzulegen. Diese Anlageformen können in der vorliegenden Untersuchung ebenfalls nicht berücksichtigt werden. Darüber hinaus bleiben auch direkt gehaltene Immobilien, Edelmetalle und andere Rohstoffinvestitionen in physischer Form, sog. Geschlossene Beteiligungen, Termingeschäfte sowie

⁷⁵⁷ Die Bandbreite der Einwohnerzahl weist eine vergleichsweise große Spanne aus, um mittelbare Rückschlüsse auf die in die Untersuchung einbezogenen Kreditinstitute zu verhindern. Das Geschäftsgebiet der drei in die Untersuchung einbezogenen Banken umfasst etwa ein Prozent der Gesamtfläche des Bundeslandes Nordrhein-Westfalen.

⁷⁵⁸ Verschiedene Studienergebnisse legen die Vermutung nahe, dass das Anlageverhalten privater Kapitalanleger, besonders auch in Bezug auf börsenpsychologische Ausprägungen, in Abhängigkeit ihrer kulturellen Prägung unterschiedlich ist. Allerdings wird bei Menschen gleicher Nationalität häufig eine ähnliche kulturelle Prägung angenommen. Siehe dazu auch Unterabschnitt 3.3.2.

⁷⁵⁹ Siehe dazu Unterabschnitt 4.2.2.

⁷⁶⁰ Die Kreditinstitute bieten Bankdienstleistungen unabhängig vom Vermögen des privaten Kapitalanlegers an. Sie nutzen als Vertriebskanäle die Bankfiliale, den mobilen Vertrieb, das Telefon sowie das Internet.

Wertpapiere, die der Anleger in Form von effektiven Stücken⁷⁶¹ selbständig verwahrt, in den nachfolgenden Analysen unberücksichtigt. Es zeigt sich also, dass in vielen Fällen kein vollständiges Bild der Vermögensanlagen privater Kapitalanleger im vorliegenden Datensatz vorhanden ist, da zahlreiche Möglichkeiten bestehen, Vermögenswerte auch außerhalb eines Wertpapierdepots zu investieren bzw. zu verwahren.⁷⁶²

Aber auch Kapitalanlagen in Wertpapierdepots können anlegerindividuell nicht vollständig erfasst werden, da einige private Kapitalanleger vermutlich über ein oder mehrere zusätzliche Wertpapierdepots bei anderen Kreditinstituten verfügen. So gaben im Jahr 2010 in einer Befragung 55,8 Prozent der Privatkunden deutscher Banken an, mindestens zwei Bankverbindungen zu unterhalten.⁷⁶³ Sofern die privaten Kapitalanleger aus dieser Untersuchung Zweitdepots bei anderen Banken unterhalten, können daraus Verzerrungen in Bezug auf die Interpretation der Untersuchungsergebnisse entstehen, weil möglicherweise nur Bruchteile des gesamten in Wertpapieren allokierten Vermögens dieser Investoren in die Analyse einbezogen werden können.

Auch innerhalb der betrachteten drei Kreditinstitute können bestimmte Wertpapierdepots mangels vorhandener Daten nicht in diese Untersuchung einbezogen werden. So bestehen etwa vereinzelt für Kunden zusätzliche Wertpapierdepots bei ausländischen Tochtergesellschaften der kooperierenden Fondsbank der drei Banken. Die entsprechenden Beratungsleistungen können dabei sowohl durch Mitarbeiter der analysierten Kreditinstitute, als auch durch Berater der ausländischen Tochterunternehmen des Fondsdienstleisters erfolgen.⁷⁶⁴ Da es sich bei diesen Wertpapierdepotkonten jedoch fast ausschließlich um Vermögensverwaltungsmandate bzw. fondesgebundene Vermögensverwaltungen handelt, müssten die Depotkonten selbst bei Datenverfügbarkeit aus dieser Untersuchung ausgeschlossen werden, weil

⁷⁶¹ Effektive Stücke sind physisch gedruckte Wertpapiere, welche der Anleger selbständig verwahren kann. Vgl. auch Adrian/ Heidorn (2000), S. 262f.

⁷⁶² Dem Verfasser dieser Arbeit ist keine Analyse zum Anlageverhalten privater Kapitalanleger bekannt, welche diese zusätzlichen Möglichkeiten der Vermögensanlage überwiegend oder vollständig beinhaltet. Die meisten Untersuchungen fokussieren sich auf die Auswertung von Wertpapierdepots.

⁷⁶³ Vgl. o. V. (2010), S. 5. Über zwei oder mehr Bankverbindungen zu verfügen, muss nicht zwangsläufig bedeuten, ebenso viele Wertpapierdepotkonten zu unterhalten.

⁷⁶⁴ Die Anzahl der privaten Kapitalanleger, die zusätzlich zu den in die Untersuchung einbezogenen Vermögensanlagen auch ebensolche bei den ausländischen Töchtern des Fondsanbieters unterhalten, kann nur geschätzt werden. Aufgrund vorliegender Auskünfte der drei untersuchten Banken, sollte deren Anzahl im niedrigen einstelligen Prozentbereich liegen.

es bei einer Vermögensverwaltung in der Regel weder eine auf einzelne Wertpapiertransaktion bezogene Anlageberatung, noch ein Beratungswahlrecht auf Seiten des privaten Kapitalanlegers gibt.⁷⁶⁵

Für 2,11 Prozent aller in die Untersuchung einbezogenen Wertpapierdepotkonten⁷⁶⁶ besteht mindestens ein zusätzliches Depot für den gleichen Depotinhaber bei derselben Bank. Methodisch wäre es für einige Untersuchungen sinnvoll, wenn diese Mehrfachdepots synthetisch auf Anlegerebene zu einem Wertpapierdepot zusammengefasst würden. Aus technischen Gründen ist die Zusammenlegung jedoch nicht erfolgt.

In Bezug auf die Qualität der Daten ist kritisch anzumerken, dass einige Datenmerkmale nicht für alle in die Untersuchung einbezogenen Depotkonten verfügbar sind.⁷⁶⁷ So liegen mit 13.426 Wertpapierdepots beispielsweise nur für rund die Hälfte aller 27.064 Depotkonten Informationen über den Bildungsstand des jeweiligen Depotinhabers vor.⁷⁶⁸ Darüber hinaus wird der Wahrheitsgehalt der Kundenangaben durch die Kreditinstitute nicht überprüft. Es ist daher zumindest denkbar, dass manche Kunden bewusst oder unbewusst falsche Angaben machen. So könnte ein Kunde etwa bei der Frage nach dem Vermögen einerseits Gelder bei anderen Banken verschweigen, andererseits aber auch Vermögenswerte angeben, die tatsächlich überhaupt nicht vorhanden sind oder auch einzelne Vermögenswerte bei der Beantwortung der Frage schlichtweg „vergessen“.⁷⁶⁹

Auch die gegebenenfalls vorhandene zeitliche Verzögerung zwischen einer Anlageberatung und der daraus resultierenden Ausführung bzw. Umsetzung des Anlagevorschlags, könnte in Ausnahmefällen dazu führen, dass einzelne Auswertungsergebnisse verzerrt interpretiert werden könnten. Da die zeitliche Verzögerung zwischen Auftragserteilung und tatsächlicher

⁷⁶⁵ Vgl. dazu Unterabschnitt 2.2.2.3.

⁷⁶⁶ Auf Basis der Umsatzdaten der Bankdepots.

⁷⁶⁷ Vgl. dazu Abbildung 20 in Unterabschnitt 4.2.1.4.

⁷⁶⁸ Die fehlenden Daten lassen sich damit erklären, dass die Kreditinstitute diese Datenfelder i. d. R. erst dann füllen, wenn sich mit dem einzelnen Kunden ein Wertpapierkontakt, z. B. aufgrund einer bevorstehenden oder unmittelbar beabsichtigten Transaktion, ergibt. Häufig machen regulatorische Veränderungen erst zu diesem Zeitpunkt die Erfassung entsprechender Datenmerkmale für die Banken verpflichtend. Darüber hinaus gibt es auch Kunden, welche einzelne oder sämtliche Angaben dieser Art gegenüber dem Bankberater verweigern. Siehe dazu auch Unterabschnitt 2.5.4.

⁷⁶⁹ Der Kunde beantwortet nach Auskünften der beteiligten Banken die Frage zu dessen Vermögen in der Beratungspraxis in der Regel „aus dem Stehgreif“ mündlich. Daher erscheint es denkbar, dass gerade im Zusammenhang mit größeren bzw. komplexen Vermögen Ungenauigkeiten in Bezug auf die Antworten entstehen können.

Ausführung entsprechender Wertpapieraufträge in der Regel jedoch bei maximal einem Werktag liegt, sollte dieser Effekt, wenn überhaupt vorhanden, minimal sein.⁷⁷⁰

Im Zusammenhang mit der Definition zweier synthetischer Kundenklassen auf Basis der in den drei Banken tatsächlich zu beobachtenden unterschiedlichen Privatkundensegmentierungskonzepten, kann die Reduktion auf ein dichotomes Merkmal mit nur zwei Kundenklassen (Retailkunden und Vermögenskunden) kritisiert werden. Alternativ hätte beispielsweise ein drittes Kundensegment „Private Banking“ zusätzlich aufgenommen werden können. Zur Reduzierung der Komplexität der nachfolgenden Auswertungen und um weitere Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen den zu bildenden Kundenklassen zu vermeiden, wurde jedoch von der Erweiterung Abstand genommen. Auch die Abgrenzung der beiden gebildeten Klassen voneinander kann kontrovers diskutiert werden, zumal auch andere Abgrenzungskriterien und -grenzen denkbar gewesen sind. Unterstützend wirkt, dass aufgrund der gewählten Vorgehensweise zwei nahezu gleich große Kundenklassen für die nachfolgenden Auswertungen entstanden sind.⁷⁷¹

Auch die gewählte Methodik, mit der sämtliche in den nachfolgenden Untersuchungen genutzten Daten in Hinblick auf das Merkmal „Beratungsart“ operationalisiert wurden, bietet verschiedentlich Anlass zur Kritik. Ausgehend vom einzigem Datensatz, in dem dieses Merkmal zu Beginn der Datenaufbereitung vorhanden war, den Umsatzdaten der Bankdepots im Zeitraum 01.01.2007 bis 30.09.2010, ist zunächst fragwürdig, ob diese Daten überhaupt vom einzelnen Wertpapiergeschäft losgelöst und in aggregierter Form auf die Kundenebene übertragen werden dürfen.⁷⁷² Die darüber hinaus gewählte Transformation der zunächst kundenindividuell errechneten Beratungsintensität auf das dichotome Beratungsmerkmal mit den Ausprägungen Beratungskunde und Selbstentscheider-Kunde, könnte aufgrund des resultierenden Genauigkeitsverlustes ebenfalls Anlass zur Kritik bieten.

Zusätzlich kommt es teilweise dazu, dass auf Basis sehr weniger oder nur eines einzigen Depotumsatzes mit vorhandenem Beratungsmerkmal, eine Merkmalsausprägung für möglicherweise deutlich mehr Wertpapierumsätze, die zunächst ohne Angabe zur Beratungsart sind, geschaffen wird. Da jedoch für insgesamt 169.038 der 262.044 Depotumsatz-

⁷⁷⁰ Vgl. Müller (2008), S. 107.

⁷⁷¹ Vgl. dazu Tabelle 14 in Unterabschnitt 4.2.1.7.

⁷⁷² Die gewählte Vorgehensweise in Hinblick auf das Beratungsmerkmal orientiert sich an der bereits durch MÜLLER entwickelten Methodik. Siehe dazu Unterabschnitt 4.2.1.5 und vgl. Müller (2008).

daten (64,51 Prozent) das Merkmal im Datensatz vorhanden ist und es zudem durchschnittlich 6,25-mal je Depotkunde vorzufinden ist, erscheint die Ausgangsinformation bereits vergleichsweise umfangreich.

Nach der gewählten Methodik kann die möglicherweise bewusst getroffene Entscheidung eines Kunden, sich nur in einer bestimmten Anlageklasse beraten zu lassen und Geschäfte in einer anderen Anlageklasse grundsätzlich ohne Anlageberatung eigeninitiiert vorzunehmen, nicht entsprechend berücksichtigt werden. Im Gegenteil kann dieser Aspekt in Extremfällen sogar dazu führen, dass einem Kunden, der sich normalerweise in einer Anlageklasse nicht beraten lässt, bei nicht vorhandenem Beratungsmerkmal im Kontext von Geschäften in dieser Anlageklasse, trotzdem ein hoher Grad an Inanspruchnahme von Anlageberatung in dieser Anlageklasse aufgrund der regelmäßigen Anlageberatung in anderen Anlageklassen zugeschrieben wird. Allerdings erscheint das Risiko des regelmäßigen Auftretens genau dieser Konstellation und damit einhergehend die Gefahr verfälschter Ergebnisse nach Rücksprache mit den Experten der untersuchten Banken sehr gering.

Die gewählte Methodik impliziert zudem eine spürbare Verkleinerung der analysierten Datensätze. Während die ursprünglich vorhandenen Umsatzdaten der Bankdepots aufgrund fehlender herzuleitender bzw. vorhandener Beratungsmerkmale nur um 7,34 Prozent vermindert werden mussten (262.044 auf 242.803), fällt die Reduzierung bei den Bestandsdaten mit 35,36 Prozent (30.315 auf 19.595) bereits deutlich größer aus.⁷⁷³

Insgesamt ist festzuhalten, dass die aufgeführten kritischen Anmerkungen in Teilen zu einem verzerrten Ergebnis der nachfolgenden Untersuchungen führen können. Gleichzeitig erscheint die Datenbasis der folgenden Untersuchungen hinsichtlich verschiedener Aspekte vergleichsweise robust und umfangreich. So werden in vielen Untersuchungen im Kontext des Anlageverhaltens deutscher privater Kapitalanleger häufig weniger Depotkonten umfassende Stichproben verwendet.⁷⁷⁴ Zudem stützen sich diese Analysen, wie auch viele empirische Untersuchungen im Bereich der Behavioral Finance, zumeist auf Wertpapierdaten von

⁷⁷³ Den Unterschied in der Höhe der Reduzierung der Datensätze verursachen private Kapitalanleger, für die kein Beratungsmerkmal hergeleitet werden kann bzw. vorhanden ist, weil diese im Zeitraum vom 01.01.2007 bis 30.09.2010 keinerlei Depotumsätze getätigt haben.

⁷⁷⁴ Blechschmidt analysiert in seiner Stichprobe zum Anlageverhalten insgesamt 5.751 Wertpapierdepots; Kottke (2005) liegen bei den Bestandsdaten 10.899 Depots und bei den Transaktionsdaten 15.414 Wertpapierdepots vor; Kudlich (2002) verwendet eine Stichprobe zweier Banken mit jeweils 10.000 Kunden und Müller (2008) untersucht in seiner Hauptstichprobe 4.461 Depotkunden.

Direktbanken.⁷⁷⁵ Daher können die nachfolgenden Untersuchungsergebnisse, auf Basis der vergleichsweise umfangreichen Daten von deutschen Universalkreditinstituten, eher als Seltenheit innerhalb der Finance-Forschung eingestuft werden.

4.3 Analyse diverser Einflussfaktoren im Kontext der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Nachdem im vorangegangenen Abschnitt die Datenbasis dieser Untersuchung ausführlich vorgestellt wurde, soll nachfolgend der mögliche Einfluss verschiedener demographischer, psychographischer, sozioökonomischer und sonstiger Faktoren auf die Inanspruchnahme von Anlageberatung analysiert werden. Sofern sich die Inanspruchnahme von Anlageberatung bei privaten Kapitalanlegern nicht als unabhängig von sämtlichen Einflussfaktoren erweist, liegt der Fokus darauf, auffällige Einflussfaktoren und Umstände für eine Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen durch private Investoren herauszuarbeiten und nach Möglichkeit aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance zu bewerten oder zu interpretieren.

4.3.1 Methodische Vorüberlegungen

Zunächst sollen die verschiedenen vorliegenden demographischen, psychographischen, sozioökonomischen und sonstigen Faktoren dahingehend untersucht werden, inwieweit in Bezug auf deren Merkmalsausprägungen Unterschiede in Hinblick auf die Inanspruchnahme von Anlageberatung durch private Kapitalanleger vorliegen. In einem ersten Schritt soll es darum gehen, Hinweise auf mögliche Zusammenhänge zwischen der abhängigen Variable „Inanspruchnahme von Anlageberatung“ sowie diversen unabhängigen Variablen zu erhalten. Die unabhängigen Variablen entstammen dabei größtenteils den Kundenangaben der privaten Kapitalanleger, welche in Unterabschnitt 4.2.1.4 ausführlich vorgestellt wurden.

Mithilfe der Kontingenzanalyse werden diese Zusammenhänge einzeln analysiert und die inhaltlichen Resultate werden in gruppierten Balkendiagrammen dargestellt. Über die Ergebnisse der statistischen Unabhängigkeitstests wird an gleicher Stelle berichtet. Da bei großen Fallzahlen die Ergebnisse vergleichsweise schnell eine hohe Signifikanz einnehmen

⁷⁷⁵ Vgl. beispielsweise Anderson (2007); Bailey/ Kumar/ Ng (2008); Barber/ Odean (2000); Barber/ Odean (2002); Gerhardt/ Hackethal (2009); Glaser (2003); Glaser/ Weber (2004); Glaser/ Weber (2007); Hoffmann/ Post/ Pennings (2011); Kudlich (2002); Odean (1999) und Weber/ Camerer (1998).

können, werden zusätzlich Zusammenhangsmaße berechnet und interpretiert.⁷⁷⁶ Damit können ergänzend Aussagen über die Effektstärke des Zusammenhangs der Variablen getroffen werden. Für die nachfolgenden nominalskalierten dichotomen Variablen wird dazu der Phi-Koeffizient als Maßzahl genutzt, während in den Fällen mit mindestens einer Variablen mit mehr als zwei Ausprägungen der Kontingenzkoeffizient Cramers V verwendet wird. Der Phi-Koeffizient liegt mit seinen Werten bei jeder Kontingenztafel stets zwischen -1 und 1, während der Koeffizient Cramers V immer Werte zwischen 0 und 1 annimmt.

In Hinblick auf die Interpretation der Werte wird sich in dieser Arbeit für beide zuvor genannten Zusammenhangsmaße an den nachfolgend aufgeführten Vorschlägen von COHEN orientiert. Für die Effektstärke ist dabei ein ggf. negatives Vorzeichen beim Phi-Koeffizienten irrelevant.⁷⁷⁷

- Cramers V \geq .10 entspricht einer KLEINEN Effektstärke
- Cramers V \geq .30 entspricht einer MITTLEREN Effektstärke
- Cramers V \geq .50 entspricht einer GROSSEN Effektstärke

COHEN gibt zusätzlich zu Bedenken, dass in Abhängigkeit vom Forschungsgebiet allerdings auch regelmäßig mit niedrigeren Effektstärken gerechnet werden muss und große Effektstärken auch strittig sein können.⁷⁷⁸

Im zweiten Schritt werden die potentiellen Abhängigkeiten der Inanspruchnahme von Anlageberatung von den verschiedenen Merkmalen mithilfe einer Regressionsanalyse auf ihre statistische Bedeutung hin überprüft. Zu diesem Zweck wird eine explorative Vorgehensweise gewählt, damit Strukturen und Zusammenhänge zwischen den Variablen auch unabhängig von möglicherweise vermuteten Kausalbeziehungen aufgedeckt werden können. Zudem existieren bisher nur wenige wissenschaftlich fundierte Vorkenntnisse darüber, welche Einflussfaktoren auf die Inanspruchnahme von Anlageberatung bei deutschen Kapitalanlegern wirken.

⁷⁷⁶ Vgl. Bortz (1999), S. 119.

⁷⁷⁷ Vgl. Cohen (1988), S. 223 ff. Darüber hinaus finden sich in der wissenschaftlichen Literatur diverse ähnliche Interpretationsvorschläge. Siehe dazu beispielsweise auch Rea/ Parker (1992), S. 203. Teilweise wird auch bereits deutlich niedrigeren Werten eine größere Effektstärke zugeordnet. Vgl. dazu beispielsweise Bühl/ Zöfel (2000), S. 231 ff. und Gignac/ Szodorai (2016), S. 74 ff.

⁷⁷⁸ Siehe dazu und weiterführend Cohen (1988), S. 13 ff.

Im Kontext der folgenden Auswertungen wird angenommen, dass jeder Kunde der untersuchten Kreditinstitute grundsätzlich und jederzeit zu den Betriebszeiten der analysierten Banken Beratungsleistungen in Wertpapiergeschäften ohne Kostenberechnung in Anspruch nehmen kann. Eventuelle Ausschlüsse einzelner Kunden oder Kundengruppen, z. B. aufgrund der Kundensegmentierung bzw. des individuellen sozioökonomischen Status der Kunden, sind nicht bekannt.⁷⁷⁹

Die Experteninterviews haben darüber hinaus ergeben, dass keine in dieser Arbeit näher untersuchte Assetklasse in Hinblick auf Anlageberatungsangebote durch die untersuchten Banken ausgeschlossen wurde. Lediglich in Bezug auf die Abbildung der verschiedenen Anlageklassen in den Portfolien privater Kapitalinvestoren existierten laut den Experten Einschränkungen. So wurden beispielsweise Beratungsleistungen in Einzelaktien häufig nur für solche Aktienwerte angeboten, für welche auch entsprechende Analysen der Researchpartner der Banken zur Verfügung standen.⁷⁸⁰ Da die drei untersuchten Kreditinstitute im ausgewerteten Zeitraum kein eigenes Aktienresearch durchführten, bezogen sie diese Dienstleistung einheitlich über ein anderes Kreditinstitut des öffentlich-rechtlichen Kreditsektors. Eine ähnliche Vorgehensweise beschreiben die Experten für die Selektion von Einzelwerten im Rentensektor.

4.3.2 Analytierte Einflussfaktoren

Nachfolgend werden verschiedene demographische, psychographische, sozioökonomische und sonstige Faktoren zunächst einzeln dahingehend untersucht, inwieweit in Bezug auf deren Merkmalsausprägungen Unterschiede in Hinblick auf die Inanspruchnahme von Anlageberatung durch private Kapitalanleger vorliegen.

⁷⁷⁹ Insbesondere bei Retailkunden erfolgt die Anlageberatung bei Direktinvestitionen in Aktien nach Auskunft der untersuchten Banken teilweise nicht bzw. nicht ausschließlich durch den dem Kunden zugeordneten Bankberater. Zu entsprechenden Beratungsgesprächen werden daher bei dieser Kundenklasse häufig entweder Wertpapierexperten oder Vermögensberater der jeweiligen Banken hinzugezogen, was zur Folge hat, dass häufig ein zusätzlicher Termin vereinbart werden muss. Inwieweit dieser Aspekt für einzelne Kunden die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen erschwert und diese aufgrund dessen möglicherweise sogar darauf verzichten, kann durch die Experten der drei Kreditinstitute nicht beziffert werden.

⁷⁸⁰ Der zentrale Researchpartner der drei Kreditinstitute bot i. d. R. durchgängig Analysen für alle Aktienwerte der Indices DAX, Dow Jones und EURO STOXX 50 an. Dazu kamen zahlreiche weitere Werte des deutschen Aktienmarktes, einige zusätzliche Aktientitel aus europäischen Ländern und Nordamerika sowie vereinzelt Aktiengesellschaften aus anderen Regionen, wie beispielsweise aus Asien.

4.3.2.1 Explorative Untersuchungen zu demographischen Einflussfaktoren

In den untersuchten Kundendaten der Wertpapierdepots privater Kapitalanleger liegen Angaben über die demographischen Faktoren Alter, Geschlecht und Staatsangehörigkeit vor. Die Inanspruchnahme von Anlageberatung nach verschiedenen Altersklassen ist in Abbildung 26 dargestellt.

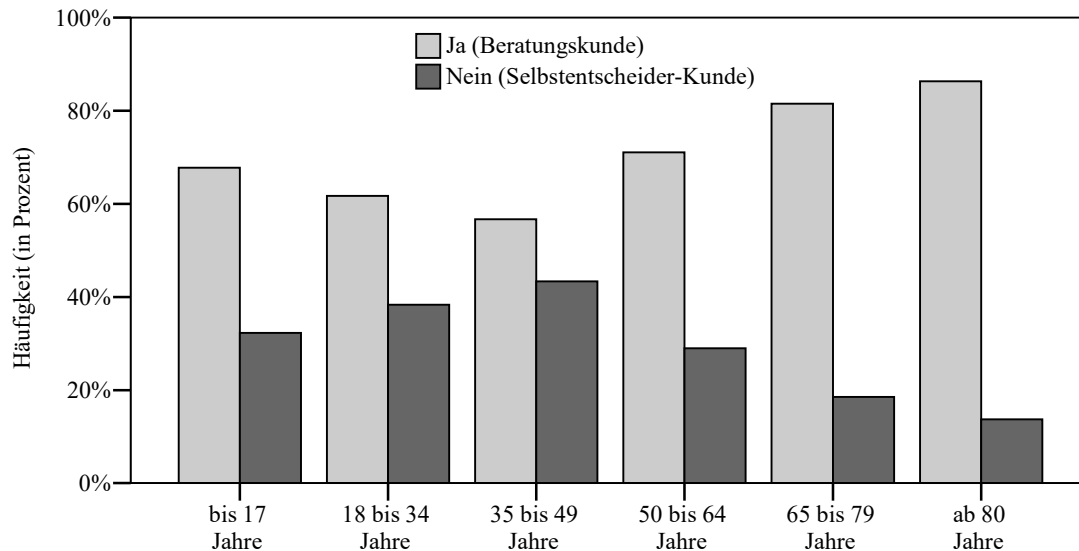


Abb. 26: Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Altersklassen⁷⁸¹

Insgesamt nehmen 74,1 Prozent der 20.604 Kunden, zu denen Altersangaben im Datensatz vorhanden sind, regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen von ihrem Kreditinstitut entgegen. Es fällt auf, dass der Anteil der Beratungskunden mit zunehmendem Alter von der jüngsten Altersklasse mit 67,7 Prozent bis zur Altersklasse der 35-49 Jahre alten Kapitalanleger mit 56,7 Prozent zunächst abnimmt. In den drei darauffolgenden Altersklassen nimmt der Anteil der Beratungskunden in der jeweiligen Altersklasse dann stetig zu. Die privaten Kapitalanleger ab 80 Jahren nehmen schließlich zu 86,3 Prozent Anlageberatungsdienstleistungen der untersuchten Kreditinstitute in Anspruch. Da bei den nicht volljährigen privaten Kapitalanlegern nur die gesetzlichen Vertreter handeln dürfen und demnach auch nur sie ggf. rechtlich wirksame Anlageberatungsdienstleistungen von Seiten der Bank entgegennehmen dürfen, ist eine Interpretation der Beratungshäufigkeit innerhalb dieser Altersklasse aufgrund des Nichtvorhandenseins von Informationen zur Altersklasse der jeweiligen gesetzlichen Vertreter in diesem Kontext schwierig. Da die Experteninterviews ergaben, dass das

⁷⁸¹ Die Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Altersklassen ist in Tabelle 48 im Anhang aufgeführt.

Anlageverhalten von gesetzlichen Vertretern in Ausübung ihrer Vertretungsfunktion für Minderjährige regelmäßig von deren Anlageverhalten in Bezug auf ihre eigenen Vermögensanlagen in Wertpapieren abweicht, wurde entschieden, die Wertpapierdepots Minderjähriger dennoch im auszuwertenden Datensatz zu belassen.⁷⁸² Der Anteil der Minderjähri-
gdepots ist mit 2,3 Prozent an allen in die Analyse einbezogenen Wertpapierdepots ver-
gleichsweise niedrig.

Insbesondere in den Altersklassen von 18 bis 49 Jahren nehmen die privaten Anleger deut-
lich seltener Beratungsdienstleistungen entgegen als in den höheren Altersklassen, in denen
der Beratungsanteil dann mit zunehmendem Alter immer größer wird. Wird berücksichtigt,
dass die Erfahrungswerte und Kenntnisse in Finanzangelegenheiten bei Menschen im Re-
gelfall mit zunehmendem Alter ansteigen, wäre an dieser Stelle auch eine andere Verteilung
der Inanspruchnahme von Anlageberatung vorstellbar gewesen.⁷⁸³

Die vielfach in der wissenschaftlichen Literatur aufgeführte Erkenntnis, dass mit einem hö-
heren Alter in der Regel auch eine höhere Risikoaversion der privaten Kapitalanleger ein-
hergeht, bestätigt sich auch in der Datenbasis der vorliegenden Untersuchung. So nimmt ab
der Altersklasse der 35- bis unter 50-Jährigen der Anteil der spekulativ ausgerichteten In-
vestoren mit ansteigendem Alter kontinuierlich ab, während der Anteil der konservativ ori-
entierten privaten Kapitalanleger von Altersklasse zu Altersklasse größer wird.⁷⁸⁴ Diese Ent-
wicklung passt intuitiv auch zu der höheren Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienst-
leistungen in den oberen Altersklassen dieser Analyse. Trotzdem ist anzumerken, dass es
gerade in der jüngeren Vergangenheit auch eine steigende Anzahl von Untersuchungen gab,
welche in Hinblick auf das Risikoverhalten entweder das Gegenteil belegen oder zumindest
aber keinen Einfluss des Alters auf das Risikoverhalten von Investoren aufzeigen.⁷⁸⁵

Insgesamt scheinen die privaten Kapitalanleger mit einem höheren Alter tendenziell eher
Anlageberatungsdienstleistungen der Banken in Anspruch zu nehmen als jüngere Menschen

⁷⁸² Es wurde beispielsweise angegeben, dass das Anlageverhalten hinsichtlich des Anlagehorizonts, der Ri-
sikoklasse sowie des Umfangs und der Häufigkeit von Wertpapiergeschäften bei gesetzlichen Vertretern
in deren zwei verschiedenen Rollen regelmäßig Unterschiede aufweist.

⁷⁸³ Vergleiche dazu auch Unterabschnitt 2.1.2.1. Es gibt auch Studien, welche zumindest in Teilen zu einem
gegenläufigen Ergebnis kommen. DORN/ HUBERMAN finden beispielsweise bei jüngeren Investoren
ein besseres Finanzwissen als bei älteren Anlegern. Siehe dazu Dorn/ Huberman (2005), S. 452 ff.

⁷⁸⁴ Vergleiche dazu die in Tabelle 49 im Anhang aufgeführte Kontingenzanalyse zur Analyse der Beziehung
zwischen den Merkmalen Altersklasse und Risikoaversion.

⁷⁸⁵ Einen ausführlichen Überblick zu Untersuchungen zur Risikoaversion in Abhängigkeit vom Alter geben
Hallahan/ Faff/ McKenzie (2004), S. 58.

und Menschen mittleren Alters. Der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest nach Pearson belegt, dass eine statistisch signifikante Abhängigkeit zwischen den Merkmalen Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen und Altersklassen besteht.⁷⁸⁶ Die Effektstärke ist jedoch klein (Cramers V = .230).

Die Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem Geschlecht der privaten Anleger ist in Abbildung 27 dargestellt. Insgesamt nehmen 71,7 Prozent der 3.159 Kunden, zu denen Angaben zum Geschlecht im Datensatz vorhanden sind, regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen von ihrem Kreditinstitut entgegen. Auffallend ist, dass deutliche Unterschiede hinsichtlich der Beratungsanspruchnahme bei Frauen und Männern bestehen. Während Frauen mit einem Anteil von 79,9 Prozent vergleichsweise häufig Beratungsdienstleistungen in Wertpapierangelegenheiten bei ihrer Bank in Anspruch nehmen, folgen Männer mit 62,0 Prozent mit einem deutlichen Abstand.

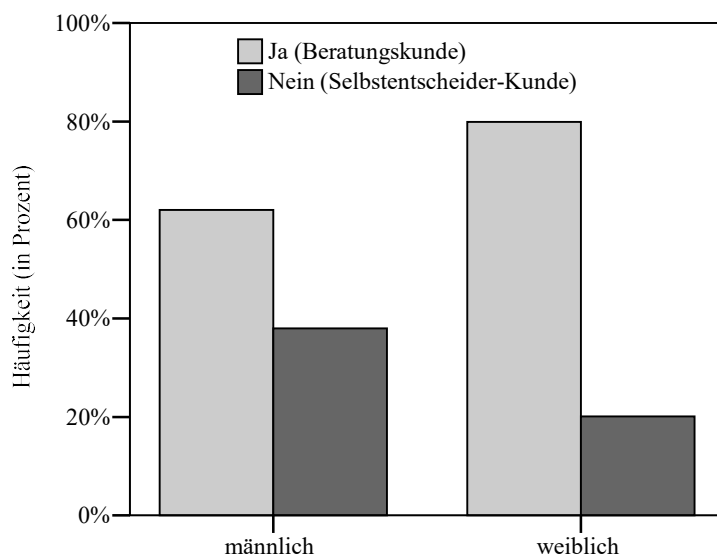


Abb. 27: Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Geschlecht⁷⁸⁷

Da Frauen im Allgemeinen im Kontext von Finanzanlagen weniger geneigt sind, Risiken einzugehen und darüber hinaus auch über ein durchschnittlich geringeres Finanzwissen ver-

⁷⁸⁶ Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 1.093,671$; $df = 5$; $p\text{-Wert} \leq 0,001$.

⁷⁸⁷ Die Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Geschlecht ist in Tabelle 48 im Anhang aufgeführt.

fügen als Männer, erscheinen diese Unterschiede im Zusammenhang mit der Inanspruchnahme von Anlageberatung nachvollziehbar.⁷⁸⁸ Allerdings bleibt offen, inwieweit diese für das weibliche Geschlecht allgemein geltenden Erkenntnisse auch für die Teilmenge der Frauen gelten, welche über ein eigenes Wertpapierdepot verfügen und möglicherweise im Gegensatz zu vielen anderen Frauen ein ausgeprägteres Wissen zu Vermögensanlagen in Wertpapieren aufweisen. Insgesamt scheinen Frauen tendenziell häufiger Anlageberatungsdienstleistungen von Banken in Anspruch zu nehmen als Männer. Der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest nach Pearson bestätigt, dass eine statistisch signifikante Abhängigkeit zwischen den Merkmalen Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen und Geschlecht besteht.⁷⁸⁹ Die Effektstärke ist jedoch klein (Phi-Koeffizient = .198).

Die Inanspruchnahme von Anlageberatung nach der Staatsangehörigkeit der privaten Anleger ist in Abbildung 28 dargestellt. Insgesamt nehmen 74,4 Prozent aller 18.869 Kunden, zu denen Angaben zur Nationalität im Datensatz vorhanden sind, regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen von ihrem Kreditinstitut entgegen.

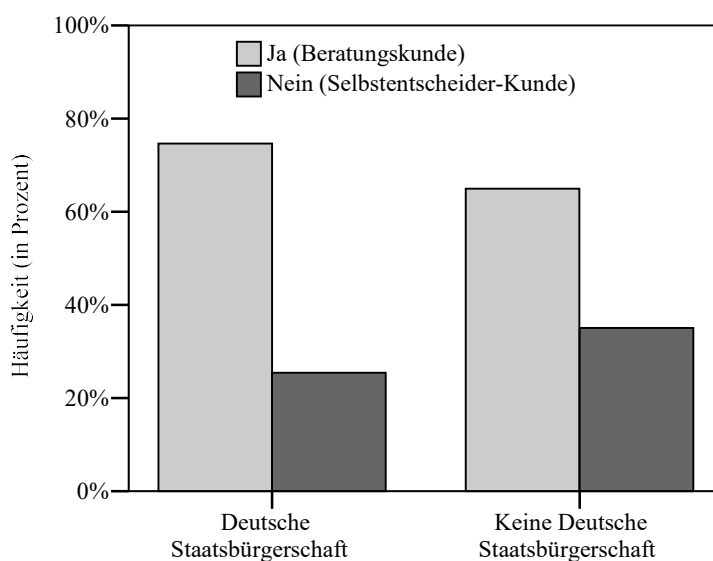


Abb. 28: Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Staatsbürgerschaft⁷⁹⁰

⁷⁸⁸ Vgl. dazu ausführlich Unterabschnitt 2.1.2.2.

⁷⁸⁹ Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 123,329$; $df = 1$; $p\text{-Wert} \leq 0,001$.

⁷⁹⁰ Die Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Staatsbürgerschaft ist in Tabelle 48 im Anhang aufgeführt.

Es fällt auf, dass deutsche Staatsangehörige mit einem Beratungsanteil von 74,6 Prozent häufiger regelmäßige Beratungsdienstleistungen bei ihrer Bank in Anspruch nehmen als private Kapitalanleger mit fremder Nationalität mit einem Anteil von 65,0 Prozent. Hintergründe könnten Sprachbarrieren sein, da ein Großteil der Ausländer in Deutschland die deutsche Sprache nicht als Muttersprache erlernt hat. Andererseits bieten die untersuchten Kreditinstitute laut der Experteninterviews im gesamten Analysezeitraum auch Anlageberatungen in verschiedenen Muttersprachen großer ausländischer Gruppierungen in Deutschland an.⁷⁹¹ Daneben könnte die allgemein hin häufig höhere Risikopräferenz von fremden Staatsbürgern ebenfalls ein Grund dafür sein, dass diese Personengruppe seltener Anlageberatungsdienstleistungen in Anspruch nimmt.⁷⁹²

Der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest nach Pearson bestätigt eine statistisch signifikante Abhängigkeit zwischen den Merkmalen Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen und Staatsbürgerschaft.⁷⁹³ Die Effektstärke ist sehr klein (Phi-Koeffizient = -.034).

4.3.2.2 Explorative Untersuchungen zu psychographischen und verhaltensbasierten Einflussfaktoren

Für die psychographischen Faktoren Anlagehorizont und Risikobereitschaft im Kontext von Wertpapiergeschäften liegen in den Kundendaten der Wertpapierdepots privater Kapitalanleger Angaben vor. Darüber hinaus sind Kundenangaben über die durchschnittliche Häufigkeit von Wertpapiergeschäften sowie den durchschnittlichen finanziellen Umfang je Wertpapiergeschäft Bestandteil der nachfolgend dargestellten Ergebnisse der Kontingenzanalyse. Im Kern soll aufgezeigt werden, inwieweit ein Zusammenhang zwischen diesen Variablen und dem Beratungsmerkmal besteht.

Die Inanspruchnahme von Anlageberatung nach verschiedenen Anlagehorizonten ist in Abbildung 29 dargestellt. Die drei untersuchten Kreditinstitute unterscheiden in einen kurzfristigen Anlagehorizont von unter drei Jahren, in einen mittelfristigen von drei bis fünf Jahren und in einen langfristigen Anlagehorizont von über fünf Jahren.⁷⁹⁴ Insgesamt nehmen 77,2

⁷⁹¹ Trotzdem ist nach Ansicht der Experten der drei Kreditinstitute die individuelle Intensität und Verfügbarkeit von Anlageberatung in einer Fremdsprache nicht mit der in deutscher Sprache vergleichbar.

⁷⁹² Vgl. Heinen/ Alberts/ Bitter (2015), S. 1 ff.

⁷⁹³ Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 21,491$; $df = 1$; $p\text{-Wert} \leq 0,001$.

⁷⁹⁴ Eine allgemeingültige Definition, unter welchen Zeiträumen kurz-, mittel- oder langfristige Anlagehorizonte zu verstehen sind, existiert nicht. Siehe dazu auch Unterabschnitt 2.1.3.

Prozent der 18.067 Kunden, zu denen Angaben über deren Anlagehorizont im Datensatz vorhanden sind, regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen von ihrem Kreditinstitut entgegen.

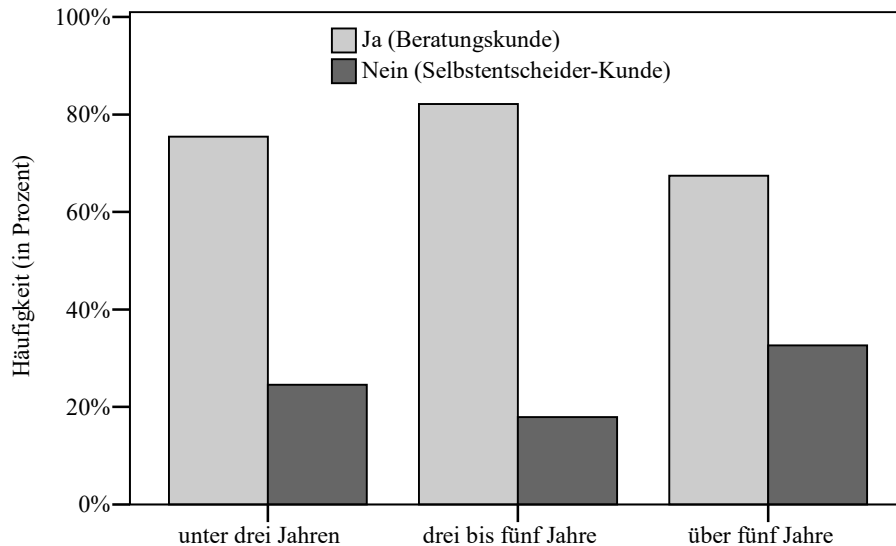


Abb. 29: Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Anlagehorizont⁷⁹⁵

In Abhängigkeit von ihrem individuellen Anlagehorizont schwanken die Quoten der regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen in Anspruch nehmender privaten Anleger zwischen 67,4 und 82,1 Prozent. Den höchsten Anteil nehmen dabei die Anleger mit einem Anlagehorizont von drei bis fünf Jahren ein, während die am langfristigsten (über fünf Jahre) orientierten privaten Investoren den im Vergleich niedrigsten Wert bei der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen aufweisen.

Der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest nach Pearson belegt, dass eine statistisch signifikante Abhängigkeit zwischen den Merkmalen Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen und Anlagehorizont besteht.⁷⁹⁶ Die Effektstärke ist klein (Cramers $V = .150$).

Die Inanspruchnahme von Anlageberatung nach der Risikobereitschaft der privaten Anleger ist in Abbildung 30 dargestellt. Die untersuchten Kreditinstitute unterscheiden dabei drei verschiedene Risikoklassen. Insgesamt nehmen 77,1 Prozent aller 18.077 Kunden, zu denen

⁷⁹⁵ Die Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Anlagehorizont ist in Tabelle 50 im Anhang aufgeführt.

⁷⁹⁶ Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 408,492$; $df = 2$; $p\text{-Wert} \leq 0,001$.

Angaben zur Risikobereitschaft im Datensatz vorhanden sind, regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen von ihrem Kreditinstitut entgegen.

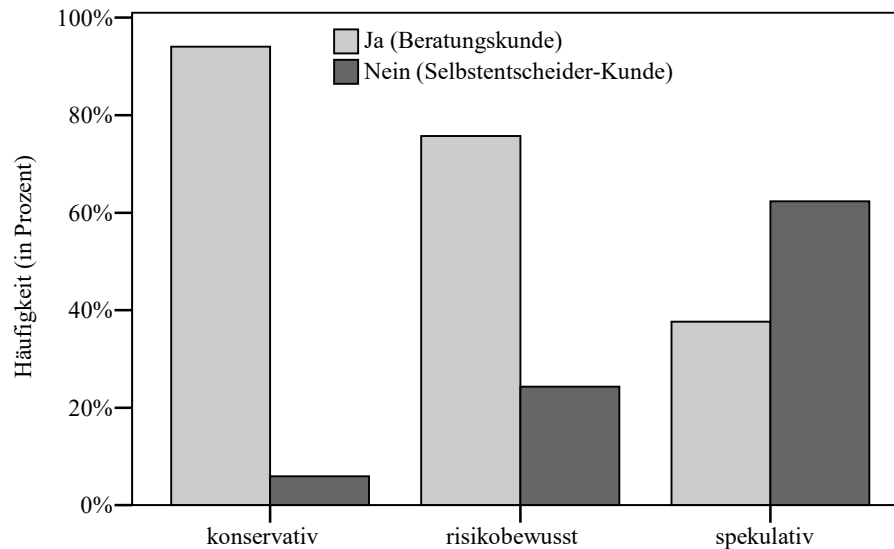


Abb. 30: Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Risikobereitschaft⁷⁹⁷

Es wird deutlich, dass offenbar mit ansteigender individueller Risikobereitschaft von privaten Kapitalanlegern die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen deutlich rückläufig ist. So nehmen risikoaverse (konservative) private Investoren mit einem Anteil von 94,1 Prozent nahezu vollständig regelmäßige Anlageberatungsdienstleistungen entgegen, während Anleger mit geringer Risikoaversion (spekulativ) sich nur mit einem Anteil von 37,6 Prozent regelmäßig bei ihrem Kreditinstitut beraten lassen. Die Menschen mit mittlerer Risikoneigung liegen mit einem Anteil regelmäßiger Inanspruchnahme von Anlageberatung von 75,7 Prozent zwischen diesen Werten.

Die Unterschiede in Bezug auf die Inanspruchnahme von Anlageberatung bei den verschiedenen Risikoklassen erscheinen vergleichsweise groß, zugleich erscheint der Zusammenhang zwischen der Neigung zu regelmäßiger Beratungsleistung im Kontext von Wertpapieranlagen und der Risikobereitschaft eines privaten Investoren plausibel. Desto risikoaverser private Kapitalanleger sind, desto höher ist vice versa deren Bedürfnis nach Sicherheit. Und dieses subjektive Sicherheitsgefühl kann durch eine Beratung eines Vermögensanlageexperten einer Bank in der Regel erhöht werden.

⁷⁹⁷ Die Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Risikobereitschaft ist in Tabelle 50 im Anhang aufgeführt.

Zudem wird angenommen, dass eine höhere Risikobereitschaft auch durch einen höheren Bildungsgrad begünstigt wird.⁷⁹⁸ Die Ergebnisse auf Basis einer Kontingenzanalyse im vorliegenden Datensatz stützen diese Annahme. So sind private Kapitalanleger mit den Bildungsabschlüssen Allgemeine Hochschulreife und Studium zu 14,7 bzw. 13,5 Prozent in Wertpapierangelegenheiten spekulativ orientiert, während dieser Anteil bei den Bildungsabschlüssen Hauptschulabschluss und Fachoberschulreife bei 6,7 bzw. 10,0 Prozent liegt.

Die Anteile der risikoaversen privaten Investoren bestätigen zusätzlich diese Annahme. So sind Privatanleger mit einem Hauptschulabschluss als höchstem Bildungsabschluss zu 38,1 Prozent in Bezug auf Vermögensanlagen in Wertpapieren konservativ ausgerichtet, während Investoren mit Mittlerer Reife zu 26,4 Prozent, mit Allgemeiner Hochschulreife zu 18,2 Prozent und mit einem abgeschlossenem Studium zu 18,0 Prozent als Risikobereitschaft „konservativ“ angegeben haben.⁷⁹⁹ Da gebildetere Menschen über ein durchschnittlich höheres objektiv wie subjektiv verankertes Finanzwissen verfügen, erscheint die geringere Neigung zur Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen bei privaten Kapitalanlegern mit höherer Risikoneigung intuitiv erklärbar.⁸⁰⁰

Der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest nach Pearson zeigt, dass eine statistisch signifikante Abhängigkeit zwischen den Merkmalen Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen und Risikobereitschaft besteht.⁸⁰¹ Es liegt zudem eine mittlere Effektstärke vor (Cramers $V = .362$).

Die Inanspruchnahme von Anlageberatung nach der durchschnittlichen Häufigkeit von Wertpapiergeschäften privater Kapitalanleger ist in Abbildung 31 dargestellt. Insgesamt nehmen 75,4 Prozent der 12.873 Kunden, zu denen Angaben zur Häufigkeit von Wertpapiergeschäften im Datensatz vorhanden sind, regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen bei ihrem Kreditinstitut in Anspruch.

Es fällt auf, dass mit zunehmender Wertpapierumsatzhäufigkeit der Grad an regelmäßiger Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen bei den untersuchten Kreditinstitu-

⁷⁹⁸ Vgl. Grable (2000), S. 626 ff.

⁷⁹⁹ Vergleiche dazu die in Tabelle 51 im Anhang aufgeführte Kontingenzanalyse zur Analyse der Beziehung zwischen den Merkmalen Bildungsstand und Risikoaversion.

⁸⁰⁰ Vgl. Wang (2009), S. 210 f.

⁸⁰¹ Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 2.367,887$; $df = 2$; p -Wert $\leq 0,001$.

ten deutlich rückläufig ist. Mit rund 97,7 Prozent der privaten Anleger in dieser Datensample tätigen die allermeisten Wertpapierkunden der untersuchten Kreditinstitute jährlich zwischen ein und zehn Wertpapiergeschäften. Diese Kundengruppe lässt sich mit einem Anteil von 76,0 Prozent regelmäßig bei ihren Wertpapiergeschäften von den analysierten Kreditinstituten beraten. Mit steigender Anzahl an Wertpapiertransaktionen nimmt der Anteil deutlich ab bis hin zu nur noch 40,0 Prozent bei einer jährlichen Umsatzhäufigkeit von 25 und mehr Wertpapiergeschäften.

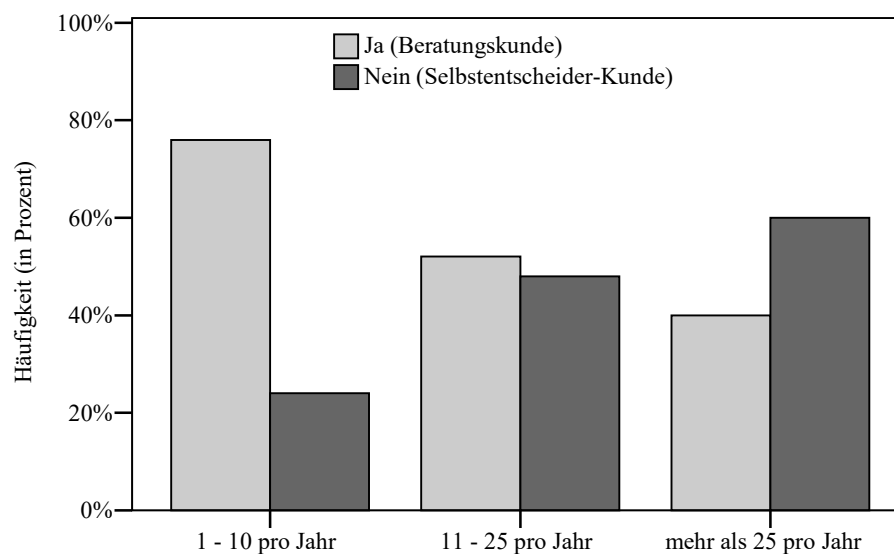


Abb. 31: Inanspruchnahme von Anlageberatung nach der durchschnittlichen Häufigkeit von Wertpapiergeschäften⁸⁰²

Der scheinbar negative Einfluss einer höheren durchschnittlichen Häufigkeit von Wertpapiergeschäften auf den Grad an Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen durch private Investoren in diesem Bereich scheint ebenfalls nachvollziehbar. So könnte eine höhere Umsatzaktivität in Wertpapieren durchschnittlich allein schon aufgrund der intensiveren Beschäftigung mit Wertpapieren sowie der schnelleren Generierung von Erfahrungswerten auch mit einem daraus resultierenden höheren Finanzwissen einhergehen. Und dieser höhere Grad an Finanzwissen wiederum könnte ceteris paribus einen niedrigeren Grad an Inanspruchnahme von Anlageberatung bei den umsatzaktivsten privaten Kapitalanlegern erklären.

⁸⁰² Die Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach der durchschnittlichen Häufigkeit von Wertpapiergeschäften ist in Tabelle 50 im Anhang aufgeführt.

Der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest nach Pearson belegt eine statistisch signifikante Abhängigkeit zwischen den Merkmalen Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen und der durchschnittlichen Häufigkeit von Wertpapiergeschäften.⁸⁰³ Die Effektstärke ist allerdings klein (Cramers V = .090).

Die Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem durchschnittlichen finanziellen Umfang von Wertpapiergeschäften privater Kapitalanleger ist in Abbildung 32 dargestellt. Insgesamt nehmen 75,4 Prozent von 12.873 Kunden, zu denen Angaben zum finanziellen Umfang von Wertpapiergeschäften im Datensatz vorhanden sind, regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen bei ihrem Kreditinstitut in Anspruch.

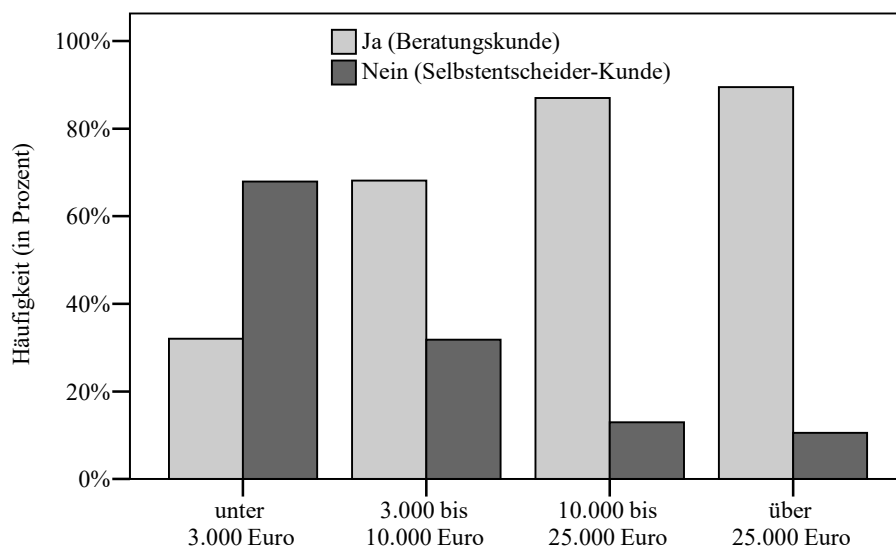


Abb. 32: Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem durchschnittlichen finanziellen Umfang der Wertpapiergeschäfte⁸⁰⁴

Die Entwicklung des Anteils der Inanspruchnahme von Anlageberatung steigt mit einem größeren finanziellen Umfang der Wertpapiergeschäfte stetig an. Während private Anleger mit durchschnittlichen Losgrößen pro Wertpapierumsatz von unter 3.000 Euro mit 32,1 Pro-

⁸⁰³ Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 104,855$; $df = 2$; $p\text{-Wert} \leq 0,001$.

⁸⁰⁴ Die Cluster sind mit mangelnder Trennschärfe in Hinblick auf den Grenzwert zwischen den beiden mittleren Variablen von den drei Banken in dieser Form übernommen worden. So ist für einen durchschnittlichen finanziellen Umfang von genau 10.000 Euro beispielsweise unklar, welcher Gruppe der private Kapitalanleger in diesem Fall zugeteilt werden müsste und auch in einem entsprechenden Realfall zugeteilt wurde. Die Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem durchschnittlichen finanziellen Umfang der Wertpapiergeschäfte ist in Tabelle 50 im Anhang aufgeführt.

zent vergleichsweise selten Anlageberatungsdienstleistungen beanspruchen, nehmen Investoren besonders in den beiden höchsten Umsatzklassen zwischen 10.000 und 25.000 Euro bzw. über 25.000 Euro mit 87,0 und 89,5 Prozent sehr regelmäßig Beratungsdienstleistungen bei den untersuchten Kreditinstituten in Anspruch.

Die Ergebnisse des Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstests nach Pearson bestätigen eine statistisch signifikante Abhängigkeit zwischen den Merkmalen Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen und dem durchschnittlichen finanziellen Umfang von Wertpapiergeschäften.⁸⁰⁵ Es liegt zudem eine mittlere Effektstärke vor (Cramers V = .417).

4.3.2.3 Explorative Untersuchungen zu sozioökonomischen Einflussfaktoren

Im untersuchten Datensatz zu den Kundendaten der Wertpapierdepots privater Kapitalanleger liegen Angaben über die sozioökonomischen Faktoren Bildungsabschluss, Nettoeinkommen, Geld- und Wertpapiervermögen sowie zum Sonstigen Vermögen der Investoren vor. Diese Einflussfaktoren werden nachfolgend explorativ analysiert.

Beginnend ist die Inanspruchnahme von Anlageberatung nach verschiedenen Bildungsabschlüssen in Abbildung 33 dargestellt. Die drei untersuchten Kreditinstitute unterscheiden die Bildungsabschlüsse in Hauptschulabschluss (HA), Fachoberschulreife (FOR), Allgemeine Hochschulreife (AHR) und das abgeschlossene Studium.⁸⁰⁶ Insgesamt nehmen 74,3 Prozent der 11.460 Kunden, zu denen Angaben über deren Bildungsabschluss im Datensatz vorhanden sind, regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen von ihrem Kreditinstitut entgegen.⁸⁰⁷

⁸⁰⁵ Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 2.233,625$; $df = 3$; p-Wert $\leq 0,001$.

⁸⁰⁶ Für ausführliche Informationen zu vorgenommenen Anpassungen beim Datenmerkmal Bildungsabschluss siehe Unterabschnitt 4.2.2.

⁸⁰⁷ Aufgrund der vorliegenden singulären Betrachtung des Einflussfaktors Bildungsabschluss auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen wird an dieser Stelle die Analyse ohne Einbezug der Merkmalsausprägung „Sonstiges“ durchgeführt. Siehe zur näheren Erläuterung auch Unterabschnitt 4.2.2.

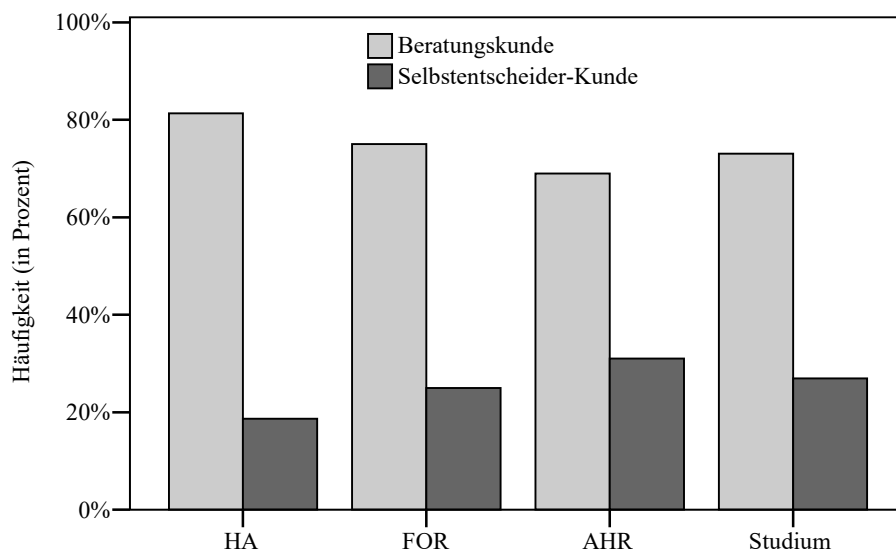


Abb. 33: Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Bildungsabschluss⁸⁰⁸

Beim Vergleich des Grades der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach den verschiedenen Bildungsabschlüssen fällt auf, dass die Unterschiede in den verschiedenen prozentualen Anteilen insgesamt eher gering ausfallen. So zeigt sich der Beratungsanteil bei den Wertpapierkunden mit Hauptschulabschluss mit 81,3 Prozent am höchsten, während die privaten Kapitalanleger mit Allgemeiner Hochschulreife mit einem Anteil von 69,0 Prozent im Vergleich den niedrigsten Anteil aufweisen. Die privaten Investoren mit dem höchsten Bildungsabschluss (Studium) lassen sich mit 73,1 Prozent regelmäßig im Kontext von Wertpapiern beraten.

Der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest nach Pearson hat jedoch ergeben, dass eine statistisch signifikante Abhängigkeit zwischen den Merkmalen Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen und Bildungsstand besteht.⁸⁰⁹ Die Effektstärke ist klein (Cramers $V = .094$).

⁸⁰⁸ Die Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem Bildungsabschluss ist in Tabelle 52 im Anhang aufgeführt.

⁸⁰⁹ Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 100,534$; $df = 3$; $p\text{-Wert} \leq 0,001$.

Eine im Kontext eines höheren Bildungsabschlusses tendenziell fallende Beratungsquote könnte dadurch erklärt werden, dass bei Menschen mit einem höheren Grad an Allgemeinbildung auch ein höherer Grad an finanzieller Bildung vermutet werden kann.⁸¹⁰ Dieses ausgeprägtere Finanzwissen könnte wiederum zur Folge haben, dass in den Gruppen mit höheren Bildungsabschlüssen die privaten Kapitalanleger seltener Beratungsdienstleistungen der Banken in Anspruch nehmen. Dem stehen allerdings die höheren Beratungsanteile von privaten Investoren mit abgeschlossenem Studium im Vergleich zum Bildungsabschluss Allgemeine Hochschulreife entgegen, wenngleich der Unterschied mit 4,1 Prozentpunkten nicht auffällig hoch ausfällt.

Die Inanspruchnahme von Anlageberatung nach verschiedenen Einkommensklassen ist in Abbildung 34 dargestellt. Insgesamt nehmen 77,6 Prozent der 17.940 Kunden, zu denen Angaben über deren monatliches Nettoeinkommen im Datensatz vorhanden sind, regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen von ihrem Kreditinstitut entgegen.

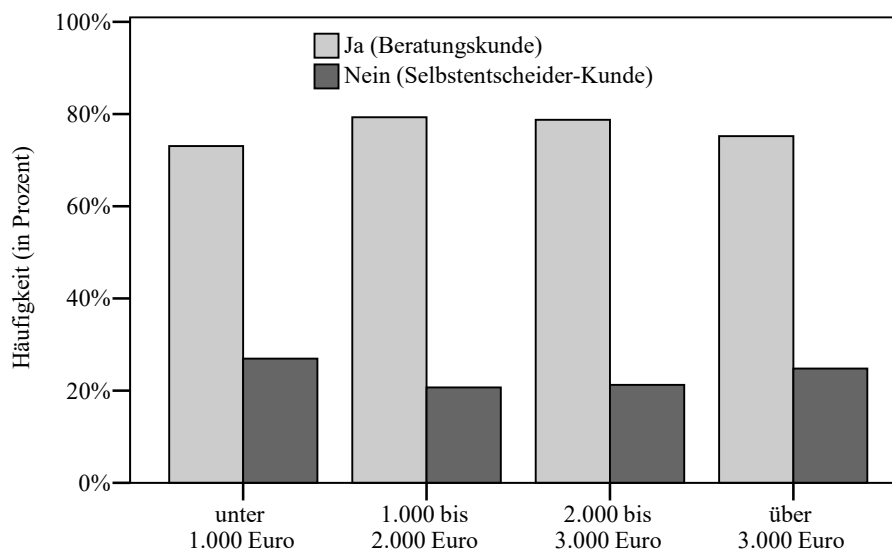


Abb. 34: Inanspruchnahme von Anlageberatung nach monatlichem Nettoeinkommen⁸¹¹

⁸¹⁰ Vgl. weiterführend Kaminski/ Friebe (2012), S. 4 ff.

⁸¹¹ Die Cluster sind mit mangelnder Trennschärfe in Hinblick auf die Grenzwerte der beiden mittleren Variablen von den drei Banken in dieser Form übernommen worden. So ist beispielsweise für ein monatliches Nettoeinkommen von genau 2.000 Euro unklar, welcher Gruppe der private Kapitalanleger in diesem Fall zugeteilt werden müsste und auch in einem entsprechenden Realfall zugeteilt wurde. Die Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem monatlichen Nettoeinkommen ist in Tabelle 52 im Anhang aufgeführt.

Die Unterschiede in Bezug auf die regelmäßige Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen fallen bei den verschiedenen aufgeführten Nettoeinkommensklassen vergleichsweise gering aus. Die höchsten Beratungskundenanteile sind mit 79,3 und 78,7 Prozent bei den mittleren Nettoeinkommensklassen von 1.000 bis 2.000 Euro und von 2.000 bis 3.000 Euro zu beobachten. Auf die privaten Kapitalanleger mit einem Nettoeinkommen von unter 1.000 Euro entfällt im Vergleich der niedrigste Beratungsanteil mit immer noch 73,0 Prozentpunkten.

Der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest nach Pearson hat ergeben, dass eine statistisch signifikante Abhängigkeit zwischen den Merkmalen Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen und monatliches Nettoeinkommen vorliegt.⁸¹² Die Effektstärke ist allerdings sehr niedrig (Cramers $V = .051$).

Ein im Kontext steigenden Einkommens stärker abfallender Beratungskundenanteil hätte im Ergebnis nicht verwundert, da zwischen der Höhe des Einkommens und dem Bildungsniveau häufig ein starker Zusammenhang besteht.⁸¹³ Die Kontingenzanalyse scheint das für diesen Datensatz zu bestätigen. So befinden sich 46,0 Prozent der privaten Kapitalanleger mit einem abgeschlossenen Studium in der höchsten Einkommensklasse (über 3.000 Euro monatlich). Beim Bildungsabschluss „Allgemeine Hochschulreife“ sind es 23,7 Prozent, bei der „Fachoberschulreife“ 15,4 Prozent und beim „Hauptschulabschluss“ verfügen 8,5 Prozent der Menschen über ein monatliches Einkommen oberhalb von 3.000 Euro.⁸¹⁴ Und einem höheren Bildungsniveau hätte man dann ceteris paribus auch wieder einen durchschnittlich höheren Grad an finanzieller Allgemeinbildung zurechnen können, woraus eine geringere Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen im Kontext von Wertpapiergeschäften hätte resultieren können. Allerdings haben die Ergebnisse im Bereich der höheren Bildungsklassen bereits Zweifel an einem starken Effekt dieser Deutung aufkommen lassen.

Die Inanspruchnahme von Anlageberatung in Abhängigkeit vom Geld- und Wertpapiervermögen der privaten Kapitalanleger ist in Abbildung 35 dargestellt. Insgesamt nehmen 77,5 Prozent der 17.981 Kunden, zu denen Angaben über deren Geld- und Wertpapiervermögen

⁸¹² Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 47,359$; $df = 3$; $p\text{-Wert} \leq 0,001$.

⁸¹³ Vgl. dazu Unterabschnitt 2.1.2.3.

⁸¹⁴ Vergleiche dazu die in Tabelle 53 im Anhang aufgeführte Kontingenzanalyse zur Analyse der Beziehung zwischen den Merkmalen Bildungsabschluss und monatliches Nettoeinkommen.

im Datensatz vorhanden sind, regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen von ihrem Kreditinstitut entgegen.

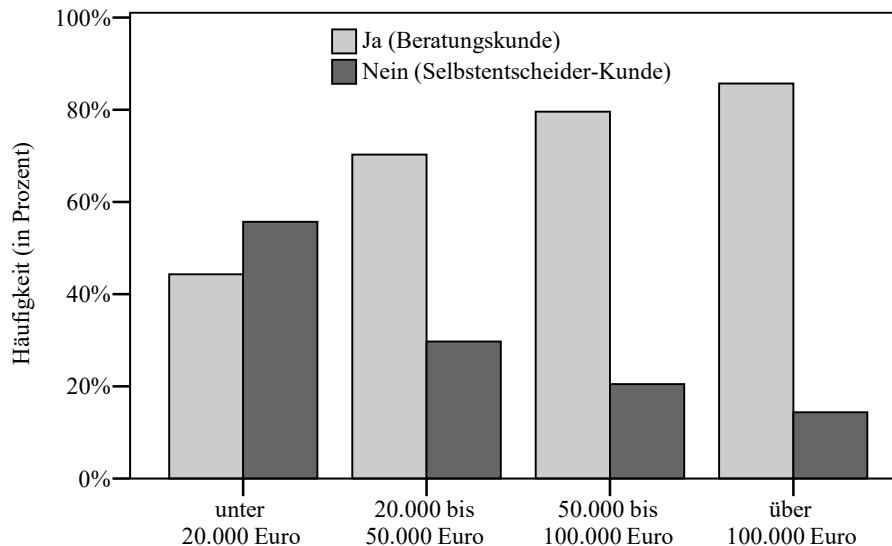


Abb. 35: Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem Geld- und Wertpapiervermögen (Liquides Vermögen)⁸¹⁵

Es bestehen deutliche Unterschiede in Hinblick auf den Grad der Inanspruchnahme von Anlageberatung in Abhängigkeit vom liquiden Geld- und Wertpapiervermögen der privaten Investoren. Mit steigendem Geld- und Wertpapiervermögen nimmt das Beratungsbedürfnis der privaten Investoren im Kontext von Wertpapiergeschäften deutlich zu. Während private Investoren mit einem Vermögen von unter 20.000 Euro mehrheitlich keine regelmäßigen Anlageberatungsdienstleistungen beanspruchen, nehmen Anleger in der nächsthöheren Vermögenskategorie zwischen 20.000 und 50.000 Euro bereits zu 70,3 Prozent regelmäßig Wertpapieranlageberatung bei den untersuchten Banken entgegen. Die in Hinblick auf das Geld- und Wertpapiervermögen wohlhabendsten privaten Kapitalanleger (über 100.000 Euro Geld- und Wertpapiervermögen) lassen sich mit einem Beratungsanteil von 85,7 Prozent am häufigsten von ihren Kreditinstituten bei Wertpapiertransaktionen beraten.

⁸¹⁵ Die Cluster sind mit mangelnder Trennschärfe in Hinblick auf die Grenzwerte der beiden mittleren Variablen von den drei Banken in dieser Form übernommen worden. So ist beispielsweise für ein Geld- und Wertpapiervermögen von genau 50.000 Euro unklar, welcher Gruppe der private Kapitalanleger in diesem Fall zugeteilt werden müsste und auch in einem entsprechenden Realfall zugeteilt wurde. Die Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem Geld- und Wertpapiervermögen ist in Tabelle 52 im Anhang aufgeführt.

Die Ergebnisse zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem Geld- und Wertpapiervermögen überraschen besonders aufgrund der sehr deutlichen Abweichungen im Vergleich zu den zuvor dargestellten Ergebnissen nach dem Nettoeinkommen von privaten Investoren. Denn in der Regel besteht zwischen den sozio-ökonomischen Faktoren Einkommen und Vermögen ein starker Zusammenhang, welcher sodann auch in Bezug auf die Ergebnisse zur Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen hätte erwartet werden können.⁸¹⁶

Der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest nach Pearson hat ergeben, dass eine statistisch signifikante Abhängigkeit zwischen den Merkmalen Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen und Liquidies Vermögen besteht.⁸¹⁷ Die Effektstärke ist klein (Cramers V = .287).

Die Ergebnisse einer Kontingenzanalyse der Merkmale Nettoeinkommen und Liquidies Vermögen lassen den zuvor beschriebenen Zusammenhang auch für den vorliegenden Datensatz vermuten. So verfügen etwa die privaten Kapitalanleger, welche der höchsten Kategorie beim monatlichen Nettoeinkommen zugeteilt sind (über 3.000 EUR), zu 70,8 Prozent über ein Geld- und Wertpapiervermögen von über 100.000 Euro. In der Kundengruppe mit einem monatlichem Einkommen von 2.000 bis 3.000 Euro verfügen dagegen 52,3 Prozent, in der Gruppe mit einem Nettoeinkommen von 1.000 bis 2.000 Euro 33,7 Prozent und in der Gruppe mit einem monatlichen Nettoeinkommen unter 1.000 Euro schließlich 15,6 Prozent über ein entsprechendes Vermögen. Umgekehrt sind die Anteile in den unteren Vermögensklassen in Bezug auf die verschiedenen Nettoeinkommensklassen verteilt.⁸¹⁸

Ebenso besteht zumeist ein deutlicher Zusammenhang zwischen dem Vermögen und dem psychographischen Merkmal Risikobereitschaft. So kann etwa beobachtet werden, dass mit zunehmendem Vermögen auch die Risikobereitschaft von Menschen in Bezug auf Kapitalanlagen durchschnittlich ansteigt.⁸¹⁹ Für den vorliegenden Datensatz kann dieser Aspekt auf Basis einer Kontingenzanalyse allerdings nicht bestätigt werden. So sind etwa die privaten Kapitalanleger der beiden höchsten Kategorien zum Geld- und Wertpapiervermögen (50.000

⁸¹⁶ Vgl. Hauser/ Stein (2001), S. 13 ff. und Spannagel (2013), S. 85 ff.

⁸¹⁷ Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 1.483,736$; $df = 3$; p -Wert $\leq 0,001$.

⁸¹⁸ Vergleiche dazu die in Tabelle 54 im Anhang aufgeführte Kontingenzanalyse zur Analyse der Beziehung zwischen den Merkmalen monatliches Nettoeinkommen und Geld- und Wertpapiervermögen.

⁸¹⁹ Vgl. Hallahan/ Faff/ McKenzie (2004), S. 58 ff. sowie die dort zahlreich zitierte Literatur.

Euro bis 100.000 Euro und über 100.000 Euro) in den untersuchten Kreditinstituten zu 8,1 bzw. 8,4 Prozent „spekulativ“ orientiert. Dagegen weisen die privaten Investoren mit einem kleineren liquiden Vermögen (25.000 Euro bis 50.000 Euro bzw. unter 25.000 Euro) mit 10,1 und 18,4 Prozent sogar höhere Werte für den Anteil der in diesen Kategorien „spekulativ“ ausgerichteten Privatanleger aus.⁸²⁰

Die Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem Sonstigen Vermögen der privaten Kapitalanleger ist in Abbildung 36 dargestellt. Zum Sonstigen Vermögen zählen alle Vermögenswerte, welche nicht dem Geld- und Wertpapiervermögen zuzurechnen sind. Dazu zählt insbesondere Immobilienvermögen. Insgesamt nehmen 77,6 Prozent der 17.951 Kunden, zu denen Angaben über ihr Sonstiges Vermögen im Datensatz vorhanden sind, regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen von ihrem Kreditinstitut entgegen.

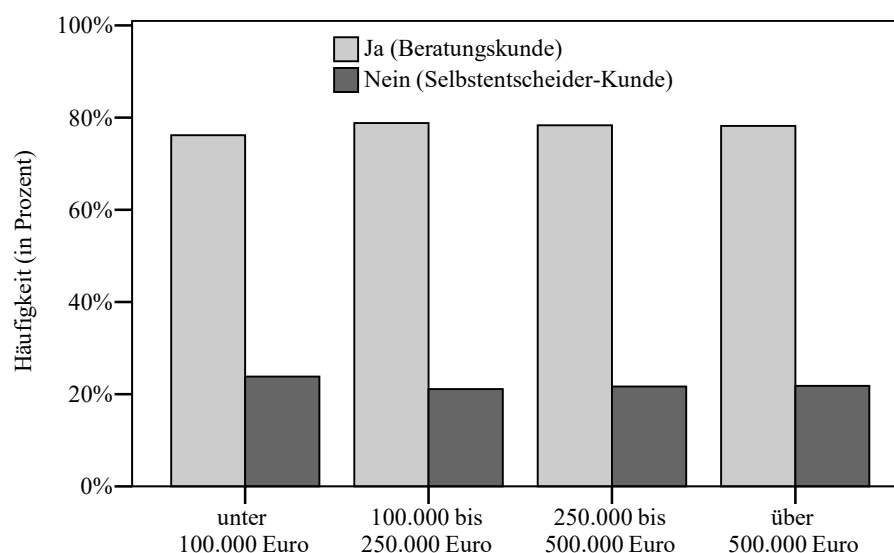


Abb. 36: Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem Sonstigen Vermögen⁸²¹

Die Inanspruchnahme von Anlageberatung scheint unabhängig von der Höhe des Sonstigen Vermögens der privaten Kapitalanleger zu sein. Die Beratungskundenquote verläuft inner-

⁸²⁰ Vergleiche dazu die in Tabelle 55 im Anhang aufgeführte Kontingenzanalyse zur Analyse der Beziehung zwischen den Merkmalen Geld- und Wertpapiervermögen und Risikobereitschaft.

⁸²¹ Die Cluster sind mit mangelnder Trennschärfe in Hinblick auf die Grenzwerte der beiden mittleren Variablen von den drei Banken in dieser Form übernommen worden. So ist beispielsweise für ein Sonstiges Vermögen von genau 250.000 Euro unklar, welcher Gruppe der private Kapitalanleger in diesem Fall zugeteilt werden müsste und auch in einem entsprechenden Realfall zugeteilt wurde. Die Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach dem Sonstigen Vermögen ist in Tabelle 52 im Anhang aufgeführt.

halb der vier dargestellten Vermögensklassen zwischen 76,2 und 78,8 Prozent. Den niedrigsten Wert weist dabei die kleinste Vermögensklasse, mit Sonstigen Vermögenswerten von unter 100.000 Euro, auf.

Trotz der sehr geringen Unterschiede weist der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest eine statistisch signifikante Abhängigkeit zwischen den Merkmalen Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen und Sonstigen Vermögen aus.⁸²² Die Effektstärke ist jedoch sehr niedrig (Cramers V = .029).

4.3.2.4 Explorative Untersuchungen zur Einflussnahme der Kundenklassen

Neben den zuvor dargestellten Wirkungen verschiedener demographischer, psychographischer und sozioökonomischer Faktoren soll nachfolgend auch die mögliche Einflussnahme der Art der Kundenklasse dahingehend überprüft werden, inwieweit Unterschiede in Hinblick auf die Inanspruchnahme von Anlageberatung durch private Kapitalanleger vorliegen.

Die Experteninterviews haben ergeben, dass den Kundenberatern der untersuchten Banken im Retailkundengeschäft bis zu 1.500 Kundenverbünde⁸²³ zugeordnet sind. Im Private Banking-Segment der Kreditinstitute und damit dem Top-Segment der Vermögenskunden, reduziert sich die Kundenanzahl dann bis auf 150 Kundenverbünde je Kundenberater. Diese deutlichen Unterschiede lassen vermuten, dass den Kundenberatern der untersuchten Banken bei Retailkunden durchschnittlich weniger Zeit für Beratungsgespräche pro Kunde zur Verfügung steht als dies bei Vermögenskunden im Mittel der Fall ist. Dementsprechend könnten die Berater der Retailkunden der untersuchten Banken, insbesondere bei überwiegend niedrigen anzulegenden Geldbeträgen, geneigt sein, ihren Kunden vergleichsweise aufwändig zu beratene Wertpapierprodukte nicht aktiv anzubieten, sondern auf Sparprodukte oder Versicherungslösungen auszuweichen.⁸²⁴

⁸²² Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 15,164$; $df = 3$; p -Wert = 0,002.

⁸²³ Ein Kundenverbund besteht beispielsweise aus einer Einzelperson, aus Eheleuten oder auch aus Eheleuten mit minderjährigen Kindern.

⁸²⁴ Die Experteninterviews haben ergeben, dass jeder Kunde der untersuchten Kreditinstitute unabhängig von der Höhe seines Vermögens und mindestens auf Nachfrage im für die Untersuchung relevanten Zeitraum eine kostenfreie Anlageberatung durch die Banken erhalten konnte. Die Beratung konnte zudem grundsätzlich sowohl Anleihen- bzw. Aktiendirektinvestments, als auch indirekte Investitionen in alle wesentlichen Anlageklassen über Investmentfondsprodukte umfassen.

Auf der anderen Seite verfügen die Kundenberater der Vermögenskunden über die zeitlichen Kapazitäten, ihre Kunden aktiv und intensiv in Bezug auf Wertpapieranlagen zu beraten. Somit besteht für diese Kundenberater vermutlich auch in einem größeren Maße die Möglichkeit, nicht nur reaktiv, sondern auch aktiv die Vermögenssituation ihrer Kunden zu analysieren und damit möglicherweise auch Anlagebedarfe aufzudecken bzw. diese bei ihren Kunden zu initiieren. Auch eine bei den Vermögenskunden durchschnittlich höhere Bindung bzw. ein ausgeprägteres Vertrauensverhältnis zwischen Berater und Kunde könnte einen höheren Grad der Inanspruchnahme von Anlageberatung bei Vermögenskunden bedeuten.⁸²⁵

Die Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklasse, in welcher der private Kapitalanleger individuell betreut wird, ist in Abbildung 37 dargestellt. Von den in dieser Studie insgesamt ausgewerteten 27.064 Wertpapierkunden der drei untersuchten Kreditinstitute sind 52,8 Prozent Retailkunden und 47,2 Prozent Vermögenskunden. Insgesamt nehmen 70,3 Prozent aller Kunden regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen von ihrem Kreditinstitut entgegen.

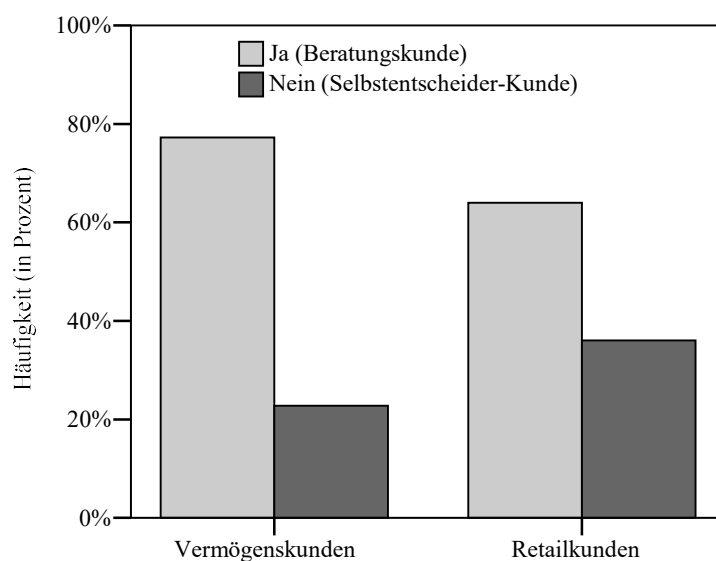


Abb. 37: Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklasse⁸²⁶

Der Anteil der Beratungskunden liegt erwartungsgemäß bei den Vermögenskunden höher als bei den Retailkunden. So lassen sich 77,3 Prozent der Vermögenskunden regelmäßig bei

⁸²⁵ Vgl. dazu auch Abschnitt 2.2.

⁸²⁶ Die Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen ist in Tabelle 56 im Anhang aufgeführt.

ihrem Kreditinstitut beraten, während bei den Retailkunden 64,0 Prozent überwiegend Anlageberatungsdienstleistungen bei ihrer Bank in Anspruch nehmen.

Der Chi-Quadrat-Unabhängigkeitstest bestätigt, dass eine statistisch signifikante Abhängigkeit zwischen den Merkmalen Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen und Kundenklasse besteht.⁸²⁷ Die Effektstärke ist klein (Phi-Koeffizient = .145).

4.3.3 Analyse der Einflussfaktoren

Nachdem mithilfe von Kontingenztabelle zuvor einzeln die Zusammenhänge zwischen den verschiedenen demographischen, psychographischen, sozioökonomischen und sonstigen Faktoren und der Inanspruchnahme von Anlageberatung durch private Kapitalanleger analysiert wurden, sollen nun in einem Gesamtmodell die Merkmalsbeziehungen auf ihre Kausalität und statistische Bedeutung hin überprüft werden.

4.3.3.1 Methodisches Vorgehen

Damit Strukturen und Zusammenhänge zwischen den verschiedenen Variablen auch unabhängig von möglicherweise bereits vermuteten Kausalbeziehungen aufgedeckt werden können, soll explorativ vorgegangen werden. Zudem existieren bisher nur sehr wenige wissenschaftlich fundierte Vorkenntnisse darüber, welche Einflussfaktoren auf die Inanspruchnahme von Anlageberatung bei deutschen Kapitalanlegern wirken.

In der ökonomischen Forschung kommt es regelmäßig zu Untersuchungen, welche im Zusammenhang mit binären Variablen⁸²⁸ stehen. Darunter sind Variablen zu verstehen, die dadurch gekennzeichnet sind, dass sie nur exakt zwei Ausprägungen annehmen können.⁸²⁹ In der vorliegenden Untersuchung liegt genau diese Konstellation vor. So wird bei der abhängigen Variable „Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen“ lediglich zwischen den zwei Merkmalsausprägungen „Beratungskunde“ und „Selbstentscheider-Kunde“ differenziert. Es liegt demnach ein sogenanntes 0/1-Ereignis mit den Ausprägungen 0 für den „Selbstentscheider-Kunden“, welcher keine regelmäßigen Anlageberatungsdienstleis-

⁸²⁷ Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 568,631$; $df = 1$; $p\text{-Wert} \leq 0,001$.

⁸²⁸ Dichotome Variablen werden alternativ auch als binäre Variablen bezeichnet.

⁸²⁹ Vgl. Backhaus et al. (2008), S. 244.

tungen in Anspruch nimmt, und 1 für den „Beratungskunden“, der sich regelmäßig bei seinem Kreditinstitut im Zusammenhang mit Wertpapiergeschäften beraten lässt, vor. Die Eintrittswahrscheinlichkeiten p stehen für diese Ereignisse in nachfolgender Beziehung:

$$p(y = 0) + p(y = 1) = 1 \quad \text{und folglich} \quad p(y = 0) = 1 - p(y = 1) \quad (4.1)$$

Eine klassische lineare Regressionsanalyse kann nicht verwendet werden, da insbesondere mit dem nominalen Skalenniveau der abhängigen Variable eine wesentliche Voraussetzung für deren Nutzung nicht vorliegt.⁸³⁰ Da die abhängige Variable mit den Ausprägungen „Beratungskunde“ und „Selbstentscheider-Kunde“ dichotom ist und die unabhängigen Variablen kategorial bzw. metrisch skaliert sind, wird für die nachfolgenden Untersuchungen die logistische Regression als Analyseverfahren gewählt.

Grundsätzlich hätte auch ein Probit-Modell Anwendung finden können, da sich Logit- und Probitverfahren nur durch die zugrundeliegenden Verteilungsannahmen unterscheiden. So unterliegt der logistischen Regression die Annahme einer logistischen Verteilung, während das Probit-Modell auf der Normalverteilungsannahme basiert. Beide Verfahren liefern in der Regel sehr ähnliche Ergebnisse und finden als wissenschaftliche ökonometrische Schätzverfahren weite Verbreitung, wobei das Logit-Modell das noch etwas häufiger genutzte Schätzverfahren zu sein scheint.⁸³¹ Daher fällt die Entscheidung für diese Untersuchung auf das Logit-Modell, welches nachfolgend kurz vorgestellt wird.⁸³²

Über den Regressionsansatz lässt sich mithilfe der logistischen Regression die Wahrscheinlichkeit bestimmen, mit welcher die Inanspruchnahme einer Anlageberatungsdienstleistung in Abhängigkeit von verschiedenen Einflussgrößen, wie etwa dem Alter, dem Geschlecht oder der Risikobereitschaft, zu erwarten ist. Diese verschiedenen einflussnehmenden Größen bilden für diese Untersuchung den Kreis der unabhängigen Variablen. Sie dürfen bei der logistischen Regression grundsätzlich sowohl kategorial, als auch metrisch skaliert sein, wobei beide Skalenniveaus in den nachfolgenden Analysen Anwendung finden. Während bei metrisch skalierten unabhängigen Variablen nur ein Koeffizient geschätzt wird, müssen kategoriale Variablen zunächst durch die Bildung sogenannter Dummy-Variablen in binäre

⁸³⁰ Vgl. Backhaus et al. (2008), S. 244 ff.

⁸³¹ Vgl. Agresti (2002), S. 125 ff.; Best/ Wolf (2010), S. 836; Fahrmeir/ Kneib/ Lang (2007), S. 190 ff.; Geil/ Zimmermann (1995), S. 115 f. und Greene (1993), S. 729 ff.

⁸³² Eine Validierung der Ergebnisse durch die vergleichende Anwendung eines Probit-Modells führte zu den vermutet lediglich geringfügigen Abweichungen.

Variablen zerlegt werden, um anschließend für jede Dummy-Variable einen eigenen Koeffizienten schätzen zu können, welcher die Stärke der Einflussnahme auf die abhängige Variable anzeigt.⁸³³

Anders als bei der klassischen linearen Regressionsanalyse versucht die logistische Regression Eintrittswahrscheinlichkeiten für die beobachteten binären abhängigen Variablen abzuleiten, anstelle Schätzungen für die beobachteten Werte vorzunehmen. In diesem Zusammenhang wird die Ausprägung $y = 1$ für das Ereignis y als „Ereignis eintretend“ und die Ausprägung $y = 0$ als „Ereignis nicht eintretend“ interpretiert. Damit die Wahrscheinlichkeit $p(y = 1)$ bestimmt werden kann, wird zudem angenommen, dass es die empirisch nicht beobachtete latente Variable „ z “ gibt, welche in Abhängigkeit der Ausprägungen der unabhängigen Variablen x_i ($i = 1, \dots, n$) die dichotome Ausprägung der abhängigen Variablen y erzeugen kann. Diese Beziehung kann für einen Beobachtungsfall k formal folgendermaßen formuliert werden:⁸³⁴

$$y_k = \begin{cases} 1 & \text{falls } z_k > 0 \\ 0 & \text{falls } z_k \leq 0 \end{cases} \quad (4.2)$$

$$\text{mit: } z_k = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i \cdot x_{ik} + u_k$$

β_i = Regressionskoeffizienten ($i = 1, \dots, n$)

x_i = Ausprägung der unabhängigen Variable ($i = 1, \dots, n$)

Mithilfe der latenten Variable z wird eine Verbindung zwischen der dichotomen abhängigen Variablen sowie den beobachteten unabhängigen Variablen x_i hergestellt. Dabei wird angenommen, dass die Variable z , die empirisch nicht beobachtet werden kann, die dichotome Ausprägung der abhängigen Variablen in Abhängigkeit der Ausprägungen der unabhängigen Variablen x_i bestimmen kann. Diese aggregierte Stärke des Einflusses der verschiedenen unabhängigen Variablen führt das Ereignis $y = 1$ herbei und stellt die Verbindung zwischen den unabhängigen Variablen sowie der dichotomen abhängigen Variablen her. Um eine

⁸³³ Vgl. Backhaus et al. (2008), S. 244 f.

⁸³⁴ Vgl. ebd., S. 248 f.

Wahrscheinlichkeitsaussage tätigen zu können, wird allerdings eine Wahrscheinlichkeitsfunktion benötigt, welche in Abhängigkeit der aggregierten Einflussstärke z die Ereignisse $y = 1$ bzw. $y = 0$ erzeugt. Dazu wird auf die nachfolgend dargestellte Logistische Funktion zurückgegriffen.⁸³⁵

$$p = \frac{1}{1 + e^{-z}} \quad (4.3)$$

mit $e = 2,71828183$

Der logistische Regressionsansatz berechnet unter der Verwendung der logistischen Funktion als Link-Funktion die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten von $y = 1$. Die Regressionskoeffizienten geben die Einflussstärke der einzelnen unabhängigen Variablen x_i auf die Höhe der Wahrscheinlichkeit des Eintretens von $p(y = 1)$ wieder. Damit entsteht durch die logistische Funktion eine Wahrscheinlichkeitsbeziehung zwischen den unabhängigen Variablen x_i sowie dem Ereignis $y = 1$. Der logistische Regressionsansatz ist demnach unter Berücksichtigung der formulierten Zusammenhänge in den Gleichungen (4.2) und (4.3) wie folgt definiert:⁸³⁶

$$p_k(y=1) = \frac{1}{1 + e^{-z_k}} \quad (4.4)$$

$$\text{mit: } z_k = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i \cdot x_{ik} + u_k$$

In Abbildung 38 ist beispielhaft die logistische Funktion graphisch dargestellt. Die Funktion weist einen s-förmigen Verlauf auf und hat die Eigenschaft, dass sich die Wahrscheinlichkeit für das Auftreten des Ereignisses $y = 1$ immer im Intervall $(0,1)$ befindet.

⁸³⁵ Vgl. Backhaus et al. (2008), S. 249.

⁸³⁶ Vgl. ebd., S. 248 f.

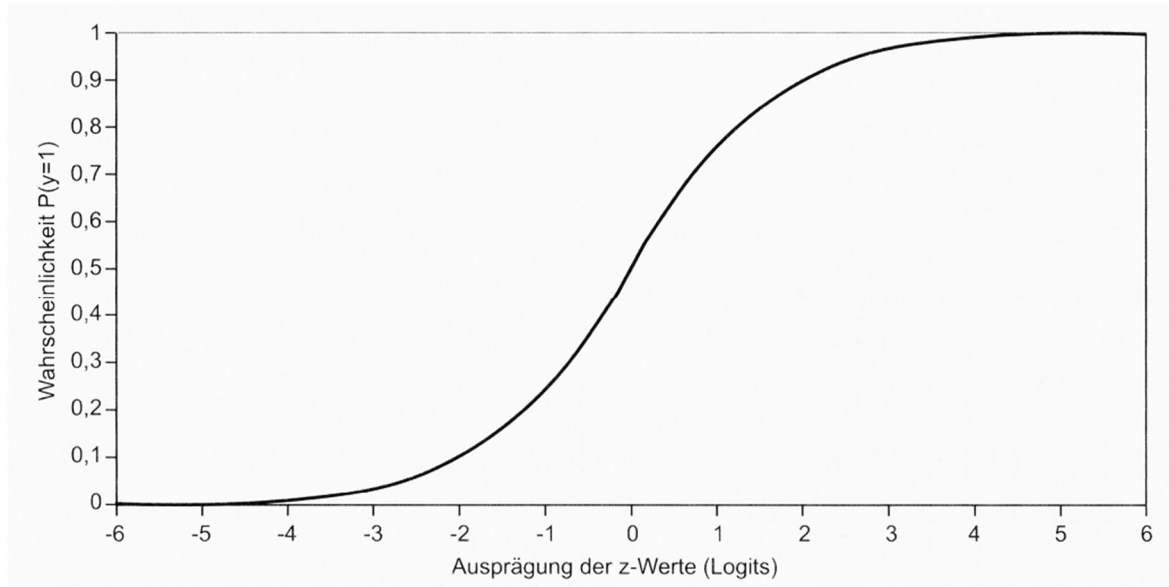


Abb. 38: Verlauf der logistischen Funktion (Quelle: Backhaus et al.)⁸³⁷

Darüber hinaus ist die logistische Funktion stets symmetrisch zu ihrem Wendepunkt $p(y = 1) = 0,5$. Abbildung 38 zeigt beispielhaft für z-Werte im Intervall $[-6; +6]$ den Verlauf der logistischen Funktion.⁸³⁸

Die logistische Regressionsfunktion unterstellt zudem als Modellprämisse einen nicht linearen Zusammenhang zwischen den unabhängigen Variablen und der dichotomen abhängigen Variable. Daher sind die Regressionskoeffizienten untereinander weder vergleichbar, noch ist eine lineare Interpretation der geschätzten Ergebnisse der logistischen Regressionsanalyse möglich. Somit ist aufgrund des logistischen Funktionsverlaufs ohne weiteres nur die Einflussrichtung der unabhängigen Variablen erkennbar. So folgt aus negativen Regressionskoeffizienten bei steigenden Werten von x eine kleinere Wahrscheinlichkeit der Ausprägung $y = 1$ und umgekehrt bei positiven Regressionskoeffizienten und einem Anstieg der x -Werte eine folglich größere Wahrscheinlichkeit der Ausprägung von $y = 1$.⁸³⁹

Die Grundlage des Ansatzes ist eine schrittweise monotone Transformation. Im ersten Schritt wird das Verhältnis der Eintrittswahrscheinlichkeit $p(y = 1)$ mit der Gegenwahrscheinlichkeit $p(y = 0)$ gebildet. Auf diese Weise ergeben sich zunächst die sog. „Odds“ der logistischen Regression:

⁸³⁷ Vgl. Backhaus et al. (2008), S. 250.

⁸³⁸ Vgl. ebd., S. 249 f.

⁸³⁹ Vgl. Backhaus et al. (2008), S. 249 ff.

$$\text{Odds}(y = 1) = \frac{p(y = 1)}{1 - p(y = 1)} \quad (4.5)$$

Der Wertebereich des Ereignisses $Y = 1$ ist nach unten mit $[0; +\infty]$ beschränkt. Daher werden im zweiten Schritt die Odds logarithmiert und es ergeben sich die Logits der logistischen Regression:

$$\ln \left\{ \frac{p(y = 1)}{1 - p(y = 1)} \right\} = \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i \cdot x_{ik} + u_k \quad (4.6)$$

Die logarithmierten Odds werden auch als Logits bezeichnet und entsprechen auch der aggregierten Einflussstärke z (vgl. dazu die Gleichungen (4.2) und (4.4)). Da sie eine Linearkombination der unabhängigen Variablen abbilden, dürfen sie analog der linearen Regressionsanalyse interpretiert werden. Der Wertebereich der Logits dehnt sich auf das Intervall $[-\infty; +\infty]$ aus, weil für Werte zwischen 0 und 1 der Logarithmus naturalis negativ wird. Die durch die Regressionskoeffizienten bestimmte aggregierte Einflussstärke z auf die Eintrittswahrscheinlichkeit des Ereignisses $y = 1$ beschreibt den exakt identischen Sachverhalt wie die Logits und die Odds, sodass folgende Beziehung gilt:⁸⁴⁰

$$z = \text{Logit} = \ln (\text{Odds}) \quad (4.7)$$

Neben den zuvor beschriebenen reinen Tendenzaussagen über eine Erhöhung oder Verkleinerung der Wahrscheinlichkeit des Eintretens des Ereignisses $y = 1$ in Abhängigkeit vom Vorzeichen des Regressionskoeffizienten, sind nun mithilfe der sog. "Odds Ratio" genauere Aussagen über die Höhe der Einflussstärken der unabhängigen Variablen möglich: Wenn der Wert einer unabhängigen Variable um eine Einheit ansteigt, erhöht sich das Chancenverhältnis für das Ereignis $y = 1$ um den Faktor e^{β_i} . Damit kann die „Odds Ratio“ Werte zwischen 0 und $+\infty$ annehmen.⁸⁴¹

⁸⁴⁰ Vgl. Backhaus et al. (2008), S. 258 f.

⁸⁴¹ Vgl. ebd., S. 256 ff.

Neben den bisher dargestellten Anwendungsvoraussetzungen für das Logit-Modell sollte zudem keine hohe Multikollinearität zwischen den unabhängigen Variablen im Modell vorliegen. Ein Test der Datenbasis auf Multikollinearität der unabhängigen Variablen hat daraufhin ergeben, dass keine sehr hohe Korrelation zwischen den erklärenden Variablen der nachfolgenden Untersuchungen vorliegt und somit auch die letzte Voraussetzung für die Anwendung eines Logit-Modells erfüllt ist.

4.3.3.2 Einflussfaktoren für die Inanspruchnahme von Anlageberatung

Nachfolgend soll nun mithilfe des Logit-Modells überprüft werden, inwieweit die Wirkungen der zuvor mithilfe von Kontingenztabellen einzeln untersuchten Einflussfaktoren auf die Inanspruchnahme von Anlageberatung auch der Analyse in einem Gesamtmodell standhalten. Die Ergebnisse der Kontingenzanalyse lassen vermuten, dass private Kapitalanleger tendenziell stärker dazu neigen, Anlageberatungsdienstleistungen im Kontext von Wertpapieranlagen in Anspruch zu nehmen, wenn sie

- älter sind,
- weiblichen Geschlechts sind,
- über die deutsche Staatsbürgerschaft verfügen,
- einen mittleren Anlagehorizont haben,
- eine niedrige Risikobereitschaft aufweisen,
- vergleichsweise wenige Wertpapierumsätze pro Jahr tätigen,
- Wertpapierumsätze im vergleichsweise größeren finanziellen Umfang je individuellem Geschäft tätigen,
- über einen niedrigeren Bildungsabschluss verfügen,
- über ein mittleres monatliches Nettoeinkommen verfügen,
- über ein höheres Geld- und Wertpapiervermögen verfügen,
- und in den höheren Kundensegmenten einer Bank betreut werden.

Dagegen scheint in der bivariaten Betrachtung das „Sonstige Vermögen“, also Vermögenswerte, die nicht dem Geld- und Wertpapiervermögen zuzurechnen sind, keine Auswirkung auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen durch private Investoren zu haben.

Nach Sichtung der gemeinsamen Häufigkeiten der in ein Gesamtmodell einzubeziehenden abhängigen Variablen fällt auf, dass eine Hinzunahme des Merkmals „Geschlecht“ dazu führen würde, dass sich die Anzahl der verarbeiteten Fälle von 10.964 auf 2.163 und damit um über 80 Prozent reduzieren würde.⁸⁴² Daher wird das Geschlecht als Einflussfaktor von der nachfolgenden Analyse im Logit-Gesamtmodell ausgeschlossen. Eine Prüfung auf Basis des stark verkleinerten Datensatzes bestätigt jedoch die Ergebnisse der Kontingenzanalyse. Demnach kann vermutet werden, dass bei Frauen tatsächlich eine höhere Wahrscheinlichkeit besteht, Anlageberatungsleistungen in Wertpapierprodukten in Anspruch zu nehmen als bei Männern.⁸⁴³

Ein Ausschluss der Merkmalsausprägung „Sonstiges“ bei der unabhängigen Variablen „Bildungsstand“ würde dazu führen, dass der Datensatz um 1.463 Fälle deutlich verringert werden müsste. Daher verbleibt diese Merkmalsausprägung trotz der beschriebenen Schwierigkeiten hinsichtlich der Interpretation im Datensatz.⁸⁴⁴

Das Signifikanzniveau für alle nachfolgenden Untersuchungen wird auf 95 Prozent festgelegt. Die dem nachfolgenden Logit-Modell zugehörigen Kodierungen der kategorialen unabhängigen Variablen sind in Tabelle 59 im Anhang aufgeführt. Dabei bildet immer die niedrigste Kategorie der jeweiligen Variablen die Referenzkategorie. Es werden nahezu sämtliche im Rahmen der Kontingenzanalyse untersuchten möglichen Einflussfaktoren in das Logit-Modell eingebracht. Aufgrund des Ausschlusses aller fehlenden Werte in den interessierenden Variablen reduziert sich der Datensatz auf 10.964 private Kapitalanleger. Der Ausschluss erfolgt, damit die Vergleichbarkeit der Modelle untereinander gewährleistet ist.

⁸⁴² Vgl. dazu Tabelle 57 im Anhang.

⁸⁴³ Siehe dazu Tabelle 58 im Anhang.

⁸⁴⁴ Die Experteninterviews haben ergeben, dass eine zweifelfreie Interpretation der Position „Sonstiges“ nicht möglich ist. Die befragten Vertreter der untersuchten Banken vermuten, dass dieses Feld möglicherweise häufig irrtümlich befüllt wurde, wenn beispielsweise die Antwort des Kunden in Bezug auf seinen Bildungsabschluss nicht exakt einem der anderen vorgegebenen Bildungsabschlüsse zuzuordnen war. Vgl. dazu Unterabschnitt 4.2.2.

In Tabelle 18 ist zunächst das Nullmodell, eine logistische Regression ohne Einbeziehung der unabhängigen Variablen, dargestellt. Dabei werden 100 Prozent der Kunden als Beratungskunden vorhergesagt, entsprechend werden alle beobachteten Beratungskunden auch als solche richtig prognostiziert. Im Gegenzug werden annahmegemäß alle Selbstentscheider-Kunden falsch vorhergesagt. Es ergibt sich damit ein Gesamtprozentsatz der richtig vorhergesagten Kunden von 75,3 Prozent.

Beobachtet		Vorhergesagt		
		Inanspruchnahme von Anlageberatung		Prozent- satz der Richtigen
		Selbstentscheider- Kunde	Beratungskunde	
Inanspruchnahme von Anlageberatung	Selbstentscheider- Kunde	0	2.704	,0
	Beratungskunde	0	8.260	100,0
Gesamtprozentsatz				75,3

Hinweis: Konstante in das Modell einbezogen. Der Trennwert lautet ,500.

Tab. 18: Klassifizierungstabelle zum Nullmodell

Das Modell unter Einbeziehung sämtlicher unabhängiger Variablen muss also einen höheren Vorhersagewert aufweisen, wenn die unabhängigen Variablen als geeignete Prädiktoren akzeptiert werden sollen. In Tabelle 19 ist die Klassifizierungstabelle zum nachfolgenden Logit-Modell aufgeführt. Während nun unter Einbeziehung der unabhängigen Variablen zwar nur noch 94,1 Prozent der Beratungskunden richtig vorhergesagt werden, kommen aber 46,9 Prozent richtig prognostizierte Selbstentscheider-Kunden hinzu.

Beobachtet		Vorhergesagt		
		Inanspruchnahme von Anlageberatung		Prozent- satz der Richtigen
		Selbstentscheider- Kunde	Beratungskunde	
Inanspruchnahme von Anlageberatung	Selbstentscheider- Kunde	1.269	1.435	46,9
	Beratungskunde	485	7.775	94,1
Gesamtprozentsatz				82,5

Hinweis: Der Trennwert lautet ,500.

Tab. 19: Klassifizierungstabelle zum Gesamtmodell

Damit steigt der Prozentsatz der Richtigen im Gesamtmodell deutlich auf 82,5 Prozent, was wiederum darauf hindeutet, dass die unabhängigen Variablen einen Beitrag leisten, die abhängige Variable „Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen“, zu erklären. Diese Interpretation wird durch den signifikanten Omnibus-Test der Modellkoeffizienten bestätigt. Das bedeutet, dass das Gesamtmodell aufgrund der Hinzunahme der unabhängigen Variablen besser ist als das Nullmodell, um die abhängige Variable zu beschreiben.⁸⁴⁵

In Tabelle 20 sind die Ergebnisse der Analyse nach dem Logit-Modell für die beschriebenen Variablen sowie einige zentrale Gütemaße für den logistischen Regressionsansatz aufgeführt. Die beiden Pseudo-R-Quadrat-Werte sind akzeptabel und bestätigen somit die Güte des Gesamtmodells. So lassen sich nach dem Nagelkerkes R-Quadrat 37,7 Prozent Fehlerreduktion im Vergleich zum Nullmodell feststellen.⁸⁴⁶

Insgesamt zeigen sich signifikante Einflüsse der Merkmale „Alter“, „Finanzieller Umfang von Wertpapiergeschäften“, „Kundenklasse“, „Liquides Vermögen“, „Risikobereitschaft“ und „Sonstiges Vermögen“ für alle Ausprägungen dieser Merkmale auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen. Bei den Merkmalen „Häufigkeit von Wertpapiergeschäften“ und „Monatliches Nettoeinkommen“ weisen dagegen einzelne Ausprägungen keine signifikanten Werte auf. Zudem ergibt die logistische Regression für die Variablen „Bildungsstand“ und „Staatsangehörigkeit“ keine signifikanten Einflüsse auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen. Die aus der Kontingenzanalyse zu diesen Variablen abgeleiteten Erkenntnisse, dass Menschen mit einem niedrigeren Bildungsabschluss bzw. mit deutscher Staatsbürgerschaft scheinbar eher dazu neigen, Anlageberatungsdienstleistungen im Kontext von Wertpapieranlagen in Anspruch zu nehmen, können unter der Berücksichtigung weiterer Einflussgrößen auf dem vorgegeben Signifikanzniveau nicht bestätigt werden.

In einem zweiten, modifizierten Logit-Modell werden die nicht signifikanten Variablen „Bildungsstand“ und „Staatsangehörigkeit“ aus dem Modell entfernt. Zusätzlich werden Merkmalausprägungen von Kovariablen, die keinen signifikanten Einfluss haben, mit den jeweiligen Referenzkategorien zusammengefasst. Dieses Vorgehen entspricht dem Prinzip der Sparsamkeit, wonach nur notwendige Variablen im Modell enthalten sein sollen.

⁸⁴⁵ Vgl. dazu den Omnibus-Test der Modellkoeffizienten im Gesamtmodell in Tabelle 60 im Anhang.

⁸⁴⁶ Siehe dazu und für weitergehende Informationen zu den Gütemaßen Backhaus et al. (2008), S. 261 ff. sowie Best/ Wolf (2010), S. 842 ff.

Merkmal	Merkmalsausprägung	Regressions- koeffizient β	Standardfehler
Alter	in Jahren	,008**	,002
Staatsangehörigkeit	Deutsche Staatsbürgerschaft	Ref.	Ref.
	keine deutsche Staatsbürgerschaft	-,241	,166
Anlagehorizont	unter drei Jahren	Ref.	Ref.
	drei bis fünf Jahre	,506**	,079
	über fünf Jahre	,163*	,085
Risikobereitschaft	konservativ	Ref.	Ref.
	risikobewusst	-1,287**	,089
	spekulativ	-2,684**	,109
Häufigkeit von WP- Geschäften	1 - 10 pro Jahr	Ref.	Ref.
	11 - 25 pro Jahr	-,166	,168
	mehr als 25 pro Jahr	-1,383**	,409
Finanzieller Umfang von WP-Geschäften	durchschnittlich unter 3.000 Euro	Ref.	Ref.
	durchschnittlich 3.000 bis 10.000 Euro	,952**	,081
	durchschnittlich 10.000 bis 25.000 Euro	1,674**	,093
	durchschnittlich über 25.000 Euro	1,942**	,116
Bildungsstand	Hauptschulabschluss	Ref.	Ref.
	Fachoberschulreife	-,167	,088
	Allgemeine Hochschulreife	-,073	,098
	Studium	,023	,102
	Sonstiges	,024	,110
Monatliches Nettoeinkom- men	unter 1.000 Euro	Ref.	Ref.
	1.000 bis 2.000 Euro	-,041	,103
	2.000 bis 3.000 Euro	-,309**	,107
	über 3.000 Euro	-,649**	,121
Liquides Vermögen	unter 20.000 Euro	Ref.	Ref.
	20.000 bis 50.000 Euro	,737**	,096
	50.000 bis 100.000 Euro	1,072**	,101
	über 100.000 Euro	1,446**	,112
Sonstiges Vermögen	unter 100.000 Euro	Ref.	Ref.
	100.000 bis 250.000 Euro	-,191**	,066
	250.000 bis 500.000 Euro	-,304**	,084
	über 500.000 Euro	-,403**	,141
Kundenklasse	Vermögenskunden	Ref.	Ref.
	Retailkunden	-,327**	,060
Konstante		-,006	,192

* = Signifikanzniveau $\alpha = 5\%$ ** = Signifikanzniveau $\alpha = 1\%$

Schritt	-2 Log- Likelihood	Cox & Snell R-Quadrat	Nagelkerkes R-Quadrat
1	9.040,714	,254	,377

Tab. 20: Logit-Modell zur Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen⁸⁴⁷⁸⁴⁷ Weitere Gütemaße zum Logit-Modell sind im Anhang in Tabelle 60 aufgeführt.

Aus Tabelle 21 ist ersichtlich, dass dieses modifizierte Modell trotz der vorgenommenen Reduzierung um zwei Variablen mit einem Prozentsatz der Richtigen von 82,3 Prozent nahezu die gleiche Vorhersagestärke aufweist, wie das Gesamtmodell. Zudem weisen die in Tabelle 22 dargestellten Gütemaße nur sehr geringe Abweichungen zum Gesamtmodell auf und deuten somit ebenfalls auf eine vergleichbar hohe Modellgüte hin, wodurch die gewählte Vorgehensweise des Ausschlusses noch einmal bestätigt wird.

Beobachtet		Vorhergesagt		
		Inanspruchnahme von Anlageberatung		Prozent- satz der Richtigen
		Selbstentscheider- Kunde	Beratungskunde	
Inanspruchnahme von Anlageberatung	Selbstentscheider- Kunde	1.264	1.440	46,7
	Beratungskunde	496	7.764	94,0
Gesamtprozentsatz				82,3

Hinweis: Der Trennwert lautet ,500.

Tab. 21: Klassifizierungstabelle zum modifizierten Modell

Das modifizierte Logit-Modell zur Inanspruchnahme von Anlageberatung ist in Tabelle 22 aufgeführt. In Bezug auf die Interpretation der Regressionskoeffizienten muss, wie zuvor beschrieben, beachtet werden, dass zunächst nur die Richtung des Einflusses der unabhängigen Variablen abgelesen werden kann. Der positive Regressionskoeffizient bei der Variable „Alter“ deutet so etwa darauf hin, dass mit höherem Alter auch die Wahrscheinlichkeit der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen im Kontext von Wertpapiergeschäften ansteigt.

Für die unabhängige Variable „Anlagehorizont“ kann festgehalten werden, dass längere Anlagehorizonte (ab drei Jahren) die Beratungsinanspruchnahme im Gegensatz zu einem kurzen Anlagehorizont (unter drei Jahren) ebenfalls positiv beeinflussen. Negativen Einfluss auf die Inanspruchnahme von Anlageberatung haben dagegen eine hohe „Häufigkeit von Wertpapiergeschäften“ (mehr als 25 pro Jahr) und die Tatsache, bei den analysierten Kreditinstituten dem Segment der „Retailkunden“ anzugehören. Auch eine höhere Bereitschaft risikoreiche Wertpapieranlagen zu tätigen (Merkmalsausprägungen „risikobewusst“ und „spekulativ“) hat im Vergleich zum „konservativen“ Handeln negativen Einfluss auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen in Wertpapieren. Die risikoaversen

Investoren fragen demnach aus der Gesamtheit aller privaten Kapitalanleger am häufigsten bei den untersuchten Banken Anlageberatung in Wertpapieren nach.

Merkmal	Merkmalsausprägung	Regressions- koeffizient β	Standardfehler
Alter	in Jahren	,008**	,002
Anlagehorizont	unter drei Jahren	Ref.	Ref.
	drei bis fünf Jahre	,508**	,079
	über fünf Jahre	,173*	,084
Risikobereitschaft	konservativ	Ref.	Ref.
	risikobewusst	-1,297**	,088
	spekulativ	-2,703**	,109
Häufigkeit von WP- Geschäften (modifiziert)	1 – 25 pro Jahr	Ref.	Ref.
	mehr als 25 pro Jahr	-1,400**	,410
Finanzieller Umfang von WP-Geschäften	durchschnittlich unter 3.000 Euro	Ref.	Ref.
	durchschnittlich 3.000 bis 10.000 Euro	,957**	,081
	durchschnittlich 10.000 bis 25.000 Euro	1,690**	,093
	durchschnittlich über 25.000 Euro	1,954**	,115
Monatliches Nettoein- kommen (modifiziert)	unter 2.000 Euro	Ref.	Ref.
	2.000 bis 3.000 Euro	-,270**	,065
	über 3.000 Euro	-,585**	,084
Liquides Vermögen	unter 20.000 Euro	Ref.	Ref.
	20.000 bis 50.000 Euro	,731**	,096
	50.000 bis 100.000 Euro	1,070**	,101
	über 100.000 Euro	1,441**	,112
Sonstiges Vermögen	unter 100.000 Euro	Ref.	Ref.
	100.000 bis 250.000 Euro	-,196**	,066
	250.000 bis 500.000 Euro	-,309**	,084
	über 500.000 Euro	-,414**	,141
Kundenklasse	Vermögenskunden	Ref.	Ref.
	Retailkunden	-,329**	,059
Konstante		,123	,160

* = Signifikanzniveau $\alpha = 5\%$

** = Signifikanzniveau $\alpha = 1\%$

Schritt	-2 Log- Likelihood	Cox & Snell R-Quadrat	Nagelkerkes R-Quadrat
1	9.052,568	,253	,376

Tab. 22: Modifiziertes Logit-Modell zur Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen⁸⁴⁸

⁸⁴⁸ Die Variablen „Bildungsstand“ und „Staatsangehörigkeit“ wurden im modifizierten Modell im Vergleich zum Gesamtmodell ausgeschlossen. Darüber hinaus wurden Merkmalsausprägungen der Variablen „Monatliches Nettoeinkommen“ und „Häufigkeit von WP-Geschäften“ teilweise zusammengelegt. Siehe zu den genauen Kodierungen auch Tabelle 61 im Anhang dieser Arbeit. Das vollständige modifizierte Logit-Modell inkl. weiterer Gütemaße ist in Tabelle 62 im Anhang aufgeführt.

Auch die sozioökonomischen Einflussfaktoren „Monatliches Nettoeinkommen“ und „Sonstiges Vermögen“ weisen bei höheren Werten einen negativen Einfluss auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsleistungen in Wertpapieren im Gegensatz zu den jeweiligen Referenzkategorien mit den niedrigen Einkommen und Vermögen aus. Somit gilt für die höheren Ausprägungen eine niedrigere Neigung Anlageberatungsleistungen entgegen zu nehmen.

Genau gegenteilig ist es beim „Liquiden Vermögen“ und beim „Finanziellen Umfang von Wertpapiergeschäften“. In den höheren Klassen zum liquiden Geld- und Wertpapiervermögen bzw. zum durchschnittlichen finanziellen Umfang von Wertpapiergeschäften, nimmt die Wahrscheinlichkeit, dass der private Kapitalanleger Anlageberatung bei seiner Bank im Kontext entsprechender Transaktionen in Anspruch nimmt, im Vergleich zur Referenzkategorie zu. Wie aus Tabelle 22 hervorgeht, weisen alle dargestellten Zusammenhänge p-Werte unter dem gewählten Signifikanzniveau von 5 Prozent auf, wonach diese Beziehungen sämtlich als signifikant zu bezeichnen sind.⁸⁴⁹

Die zuvor getroffenen Aussagen über die Stärke des Einflusses bei den verschiedenen unabhängigen kategorialen Variablen, sind nicht ohne weiteres aus den Regressionskoeffizienten ableitbar. Stattdessen werden zu diesem Zweck häufig die Effekt-Koeffizienten, also die bereits zuvor beschriebenen „Odds Ratios“ herangezogen.⁸⁵⁰ Je weiter die Werte der „Odds Ratio“ vom neutralen Wert 1 entfernt sind, desto stärker ist tendenziell der Einfluss der jeweiligen Merkmalsausprägung. Oberhalb des Wertes 1 ist der Einfluss der unabhängigen Variable dabei positiv, während er unter diesem Schwellenwert eine negative Wirkung zeigt. Allerdings führen selbst formal korrekte Interpretationen der „Odds Ratios“ nicht selten zu inhaltlich wenig sinnvollen Erkenntnissen und begünstigen damit in der Folge doch Fehlinterpretationen.⁸⁵¹

BEST/ WOLF raten daher explizit von der Verwendung der „Odds Ratios“ zu Interpretationszwecken ab und empfehlen stattdessen vorhergesagte Wahrscheinlichkeiten zu berechnen. Dazu eignen sich beispielsweise sog. Conditional-Effect-Plots, mit deren Hilfe der Zu-

⁸⁴⁹ Zumeist liegen die p-Werte sogar deutlich unterhalb des Signifikanzniveaus von 1 Prozent. Vgl. dazu auch Tabelle 62 im Anhang.

⁸⁵⁰ Siehe zum modifizierten Logit-Modell auch Tabelle 62 im Anhang.

⁸⁵¹ Vgl. Backhaus et al. (2008), S. 256 ff. sowie Best/ Wolf (2010), S. 829ff.

sammenhang zwischen zwei Variablen auf Basis einer logistischen Regression über Vorzeichen und Signifikanz hinaus interpretiert werden kann.⁸⁵² Auf die Interpretation der „Odds Ratios“ soll daher in dieser Untersuchung verzichtet werden.⁸⁵³

4.3.4 Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance

Mithilfe eines Logit-Modells konnten verschiedene demographische, psychographische und sozioökonomische Faktoren identifiziert werden, die einen signifikanten Einfluss auf die Inanspruchnahme von Anlageberatung haben. Dabei konnten die Erkenntnisse der zuvor durchgeführten Kontingenzanalyse zumeist bestätigt werden. Demnach wird die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen im Kontext von Wertpapiergeschäften eines privaten Kapitalanlegers wahrscheinlicher, je älter dieser ist, wenn dieser weiblichen Geschlechts ist, wenn er über einen mittleren oder längeren Anlagehorizont verfügt, wenn seine Risikobereitschaft gering ist, wenn er nur wenige Wertpapierumsätze tätigt, wenn seine Transaktionen einen größeren finanziellen Umfang aufweisen, wenn er über ein kleineres bis mittleres Einkommen verfügt, wenn er ein hohes Geld- und Wertpapiervermögen besitzt und wenn er in einem höheren Kundensegment einer Bank betreut wird.⁸⁵⁴

Oder anders formuliert: Private Kapitalanleger, welche regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen in Wertpapieren bei den untersuchten Kreditinstituten nachfragen, können wie folgt beschrieben werden. Sie verfügen tendenziell über

- ein höheres Alter,
- sind weiblichen Geschlechts,
- haben einen mittleren oder längeren Anlagehorizont,
- weisen eine niedrige Risikobereitschaft auf,
- tätigen vergleichsweise wenige Wertpapierumsätze pro Jahr,

⁸⁵² Vgl. Best/ Wolf (2010), S. 832 f.

⁸⁵³ Vgl. dazu Tabelle 62 im Anhang.

⁸⁵⁴ Zwischen den beiden zuletzt aufgeführten Faktoren der wahrscheinlicheren Inanspruchnahme von Anlageberatung, einem hohen Geld- und Wertpapiervermögen sowie bei Betreuung in einem höheren Kundensegment der Bank, besteht systembedingt eine starke Wechselwirkung. Vgl. dazu die Ausführungen zur Kundensegmentierung in Unterabschnitt 4.2.1.6.

- tätigen Wertpapierumsätze im vergleichsweise größeren finanziellen Umfang je einzelner Transaktion,
- verfügen über ein kleineres bis mittleres monatliches Nettoeinkommen,
- besitzen ein höheres Geld-und Wertpapiervermögen,
- und werden in den höheren Kundensegmenten einer Bank betreut.

Eine Kausalbeziehung zwischen dem Bildungsstand und der Inanspruchnahme von Anlageberatung konnte auf dem zugrundeliegenden Signifikanzniveau nicht nachgewiesen werden, auch wenn die Kontingenzanalyse Hinweise darauf lieferte, dass tendenziell Menschen mit niedrigerem Bildungsabschluss in größerem Umfang dazu neigen könnten, Anlageberatungsleistungen von ihrem Kreditinstitut in Wertpapierthemen nachzufragen.

Ähnlich verhält es sich mit der Staatsbürgerschaft als Einflussfaktor. Auch hier lieferte die Kontingenzanalyse Hinweise darauf, dass deutsche Staatsbürger möglicherweise häufiger Anlageberatungsleistungen in Anspruch nehmen könnten. Mithilfe der logistischen Regression konnte aber auch hierbei keine statistisch signifikante Kausalbeziehung festgestellt werden. Möglicherweise handelt es sich bei den festgestellten signifikanten Zusammenhängen in der bivariaten Betrachtung um Drittvariableneinflüsse, die im Rahmen der Regressionsanalyse durch die gleichzeitige Betrachtung aller potentiell relevanten Einflussgrößen ausgeschlossen wurden.

Um diese Ergebnisse aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance interpretieren zu können, wird ein Vergleich zum börsenpsychologischen Effekt der Selbstüberschätzung gezogen. So halten sich Menschen, welche sich in einem bestimmten Kontext selbst überschätzen, in diesem Gebiet irrtümlicherweise für kompetent und sachkundig. Sie tendieren dazu übermäßig auf die eigenen Fähigkeiten, Kenntnisse und Prognosen zu vertrauen, was schließlich häufig zu einer systematischen Wahrnehmungsverzerrung führt. Verschiedene Studienergebnisse zeigen, dass tendenziell Menschen jüngeren Alters, männlichen Geschlechts, mit hoher Ri-

sikobereitschaft, einem kürzeren Anlagehorizont und einer vergleichsweise höheren Wertpapierhandelsaktivität diesem, auch als Overconfidence Bias bezeichneten Effekt, unterliegen.⁸⁵⁵

Wenn man diese Beschreibung mit der zuvor ermittelten Typisierung des Selbstentscheider-Kunden im vorliegenden Datensatz vergleicht, fällt eine hohe Deckungsgleichheit der beschreibenden Merkmale zwischen den sich selbst überschätzenden Kunden und den Selbstentscheider-Kunden auf. Damit könnten mutmaßlich diejenigen privaten Kapitalanleger, welche ihre Entscheidungen im Kontext von Wertpapiergeschäften selbständig und ohne die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen der analysierten Kreditinstitute treffen, häufiger dem börsenpsychologischen Effekt der Selbstüberschätzung unterliegen als die Beratungskunden im vorliegenden Datensatz. Nachzuweisen ist dieser mutmaßliche Zusammenhang in der vorliegenden Untersuchung an dieser Stelle nicht, aber auch die Ergebnisse der folgenden Untersuchungen deuten in Teilen auf einen möglichen Zusammenhang hin.

4.4 Portfolioallokation privater Kapitalanleger

Nachdem im vorangegangenen Abschnitt der Einfluss verschiedener demographischer, psychographischer, sozioökonomischer und sonstiger Faktoren auf die Inanspruchnahme von Anlageberatung analysiert wurde, soll nachfolgend untersucht werden, wie die Portfolien von Beratungs- und Selbstentscheider-Kunden in Bezug auf verschiedene strukturelle Kriterien zum Stichtag 31.10.2010 allokiert sind. Da sich die Inanspruchnahme von Anlageberatung bei privaten Kapitalanlegern bereits als abhängig von diversen Einflussfaktoren erwiesen hat, liegt in diesem Abschnitt der Fokus darauf, auffällige Unterschiede in der Portfolioallokation privater Investoren in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen herauszuarbeiten und nach Möglichkeit zusammenfassend aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance zu bewerten und zu interpretieren.

⁸⁵⁵ Vgl. hierzu Abschnitt 3.3.2 sowie Abreu/ Mendes (2012), S. 868 ff.; Barber/ Odean (2001), S. 264 ff.; Bhandari/ Deaves (2006), S. 6 ff.; Margolin (2013), S. 13 ff. und Statman/ Thorley/ Vorkink (2006), S. 1533 sowie die jeweils dort aufgeführte Literatur.

4.4.1 Einleitung und methodische Vorüberlegungen

Die Portfolioallokation bzw. Asset Allocation beschreibt die Aufteilung des anzulegenden Geldvermögens auf verschiedene Anlageklassen innerhalb eines Portfolios.⁸⁵⁶ Dieses Portfolio kann sowohl aus einem einzelnen Wertpapierdepot bestehen, als auch bereits ein auf der Ebene eines Investors aggregiertes Portfolio mehrerer Wertpapierdepots, beispielsweise bei unterschiedlichen Banken, abbilden. Für die folgenden Untersuchungen wurden, sofern kundenindividuell vorhanden, bereits zwei verschiedene Wertpapierdepots (Bankdepot und Fondsdepot) synthetisch für jeden privaten Kapitalanleger zu einem Gesamtportfolio zusammengefasst.⁸⁵⁷ Möglicherweise außerhalb der analysierten Kreditinstitute bestehende Wertpapierdepots der in dieser Untersuchung einbezogenen privaten Investoren können aufgrund mangelnder Datenverfügbarkeit keine Berücksichtigung finden.

Im Kontext der folgenden Auswertungen haben die Experteninterviews ergeben, dass jeder Kunde der untersuchten Kreditinstitute grundsätzlich und jederzeit zu den Geschäftszeiten der analysierten Banken im Auswertungszeitraum Beratungsdienstleistungen in Wertpapiergeschäften, und explizit auch in Aktieneinzelwerten, ohne separate Kostenberechnung in Anspruch nehmen konnte. Denkbare systematische Ausschlüsse einzelner Kunden oder Kundengruppen von Beratungsleistungen oder bestimmten Wertpapierprodukten aus den nachfolgend analysierten Sektoren, z. B. aufgrund der Kundensegmentierung der Kreditinstitute oder wegen des individuellen sozioökonomischen Status der Kunden, sind auf Basis der Experteninterviews weder bekannt noch im Zuge der Auswertungen erkennbar geworden.

In den folgenden Auswertungen wird zumeist zusätzlich in Bezug auf die bereits beschriebenen Kundenklassen Retailkunden und Vermögenskunden differenziert, mit dem Ziel, mögliche Unterschiede zwischen diesen beiden Kundengruppen aufzudecken. Den Bankberatern der Vermögenskunden sind deutlich weniger Kunden zugeordnet, als es bei den Retailkundenberatern der Fall ist.⁸⁵⁸ Die Experteninterviews haben darüber hinaus ergeben,

⁸⁵⁶ Die Portfolioallokation nach Anlageklassen wird auch in der deutschsprachigen Literatur häufig mit der englischen Bezeichnung „Asset Allocation“ umschrieben. Die Bezeichnungen werden in dieser Arbeit daher synonym verwendet. Zudem finden sich auch die Bezeichnungen Anlageaufteilung und Portfoliostrukturierung. Für ausführliche Informationen zum Thema Asset Allocation siehe Unterabschnitt 2.2.3.2 und die dort zitierte Literatur.

⁸⁵⁷ Siehe dazu und allgemein zu den in diesem Abschnitt ausgewerteten Wertpapierbestandsdaten die ausführliche Datenbeschreibung in Unterabschnitt 4.2.1.3.

⁸⁵⁸ Vgl. dazu auch Unterabschnitt 4.2.1.7.

dass die Berater der Vermögenskunden im Regelfall über eine breitere und fundiertere Ausbildung, insbesondere auch im Wertpapierbereich, verfügen. Dazu zählen auch Kenntnisse der Behavioral Finance sowie ihrer verschiedenen Anomalien und Ausprägungen. Aus diesem Grund könnte vermutet werden, dass es den Bankberatern der Vermögenskunden im Durchschnitt besser gelingt, ihre Beratungskunden vor den Anomalien, Fehlern, ungünstigen Heuristiken und weiteren negativen Ausprägungen im Kontext der Börsenpsychologie zu „schützen“, als dies den Beratern der Retailkunden möglich ist.⁸⁵⁹

Über das Analysespektrum bei Aktieneinzelwerten ist aus den Experteninterviews bekannt, dass es neben deutschen Standard- und Nebenwerten vor allem Standardwerte aus dem restlichen Europa, aus Japan und Nordamerika inkludierte. Hinsichtlich der angebotenen Beratungsleistungen in Einzelaktien und Renteneinzelwerten gelten zudem die bereits in Unterabschnitt 4.3.1 formulierten Besonderheiten.

In den folgenden Untersuchungen wird die jeweils zugrundeliegende Datenbasis im Zusammenhang mit jeder individuellen Forschungsfrage beschrieben. Dabei werden vermögensverwaltende Produkte zumeist von der Analyse ausgeschlossen, da eine Allokation auf die verschiedenen Assetklassen bei diesen Anlageprodukten vom privaten Kapitalanleger nicht selbständig gesteuert werden kann. Stattdessen wird der vollständige Asset Allocation-Prozess regelbasiert auf ein Management übertragen. Zudem ist die Durchschau auf die jeweils genaue Allokation innerhalb dieser Anlagelösungen im Datensatz nicht verfügbar.⁸⁶⁰

Die nachfolgenden Untersuchungen beginnen mit Analysen auf der Ebene der Gesamtwertpapierportfolien privater Kapitalanleger mit der Asset Allocation im engeren Sinne, also der Allokation des Geldvermögens auf die verschiedenen Wertpapieranlageklassen.⁸⁶¹ Darauf folgend wird der Asset Allocation-Prozess im weiteren Sinn, beginnend mit der Währungsallokation auf Gesamtportfolioebene, untersucht. Im Anschluss daran werden verschiedene Untersuchungen unter alleinigem Bezug auf die Anlageklasse Aktien und teilweise auch nochmals weiter fokussiert auf der Ebene der Aktieneinzelwerte des deutschen HDAX-

⁸⁵⁹ Siehe dazu weiterführend auch die Erläuterungen in den Unterabschnitten 4.2.1.7 und 4.3.2.4.

⁸⁶⁰ Dazu zählen neben Dachfondsprodukten mit vermögensverwaltendem Charakter auch Mischfonds und Multi-Asset-Investmentfonds. Die ausgeschlossenen Produkte haben nach Anzahl der Depotpositionen einen Anteil von 6,9 (Beratungskunden) bzw. 4,3 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) und nach dem Volumen der Depotpositionen einen Anteil von 4,0 (Beratungskunden) bzw. 3,7 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) am Gesamtwertpapierbestand.

⁸⁶¹ Vgl. Wolff (2010), S. 3 f.

Kursindex durchgeführt.⁸⁶² Dazu zählen Untersuchungen, die sich mit der Portfolioallokation nach Branchen, nach Ländern und Regionen sowie nach der Marktkapitalisierung, der in den Portfolien privater Kapitalanleger befindlichen Aktientitel, auseinandersetzen.

Das Kapitel schließt mit der Analyse der Portfoliodiversifikation auf der Ebene jedes einzelnen privaten Kapitalanlegers anhand dreier in einem gemeinsamen Modell untersuchter Diversifikationskriterien ab. Die wichtigsten inhaltlichen Ergebnisse werden zumeist in Form von Balkendiagrammen graphisch dargestellt. Darüber hinaus werden zusätzliche deskriptive Statistiken zu den jeweiligen Forschungsfragen im Regelfall im Anhang dieser Arbeit aufgeführt.

4.4.2 Portfolioallokation nach Anlageklassen

Die Portfolioallokation nach Anlageklassen, welche auch als Asset Allocation im engeren Sinne bezeichnet wird, beschreibt die Aufteilung des anzulegenden Vermögens auf verschiedene Anlageklassen. Dabei sind die Anlageklassen in Art, Abgrenzung und Anzahl nicht einheitlich definiert. Mehrheitlich werden in der Literatur regelmäßig die Anlageklassen Aktien, Anleihen, Immobilien und Liquidität im Kontext der Portfoliostrukturierung genannt. Darüber hinaus werden teilweise auch Geschlossene Beteiligungen, Derivate bzw. Zertifikate, Hedgefonds, Optionsstrategien, Private Equity, Rohstoffe sowie Währungen als separate Anlageklasse definiert. Stellenweise werden diese Kategorien zur Vermögensanlage auch unter dem Oberbegriff der „Alternativen Anlageklassen“ zusammengefasst. Aber auch Subkategorien dieser Anlageklassen werden teilweise als eigene Anlageklasse bezeichnet. So etwa bei Rohstoffen in Form der Unterkategorie „Edelmetalle“ oder dem einzelnen Edelmetall „Gold“ als eigene Anlageklasse.⁸⁶³

Nachfolgend wird sich unter Berücksichtigung der vorhandenen und auswertbaren Daten auf die regelmäßig in Untersuchungen genutzten Anlageklassen Aktien, Anleihen und Immobilien fokussiert.⁸⁶⁴ Eine eigene Anlageklasse Liquidität wird nicht gebildet, weil die Experteninterviews ergeben haben, dass die untersuchten privaten Kapitalanleger diese Anlageklasse

⁸⁶² Der HDAX ist ein von der Deutschen Börse errechneter Aktienindex, welcher die Aktienwerte sämtlicher DAX, MDAX und TecDax-Unternehmen umfasst. Mit insgesamt 110 Aktienwerten verfügt er damit gegenüber dem deutschen Leitindex DAX über eine in Bezug auf die Allokation nach Branchen, Regionen und Marktkapitalisierungen deutlich verbreiterte Unternehmensbasis.

⁸⁶³ Vgl. Arbib (2008), S. 195 ff.; Kabisch (2008), S. 481 ff.; Lechnitz (2008), S. 220 f.; Steiner/Bruns (2002), S. 90 ff.; Wickenkamp/ Yanar (2008), S. 283 ff. sowie Wolff (2010), S. 3 ff.

⁸⁶⁴ Für zusätzliche Informationen über das Datenmerkmal Anlageklasse siehe auch Unterabschnitt 4.2.1.3.

im Regelfall nicht über Wertpapierprodukte abbilden. Stattdessen nutzen die Investoren hierzu spezielle Konten zur Liquiditätsanlage und/ oder -vorhaltung, wie beispielsweise Geldmarktkonten, Girokonten, Sparkonten oder Wertpapierverrechnungskonten, zu denen im vorliegenden Datensatz keine Daten vorhanden sind. Mit Blick auf die folgenden Auswertungen zur Portfolioallokation nach Anlageklassen kann dies zu Verzerrungen führen, da Liquidität regelmäßig auch als eigene Anlageklasse im Rahmen einer Anlagestrukturierung definiert wird.⁸⁶⁵

Alle den Anlageklassen Aktien, Anleihen und Immobilien nicht eindeutig zurechenbaren Wertpapieranlagen werden in einer vierten Kategorie „Sonstige“ zusammengefasst. Manche Wertpapierprodukte können zudem mehreren Anlageklassen zugeordnet werden, weshalb eine regelbasierte Abgrenzung für diese Arbeit nötig ist. Ein Beispiel bilden etwa Immobilienaktiengesellschaften oder REITs, welche sowohl den Anlageklassen Aktien als auch Immobilien zugerechnet werden könnten. Nachfolgend werden – vor allem aus Gründen der Datenverfügbarkeit – grundsätzlich alle Aktien, unabhängig von der jeweiligen Branche des Unternehmens, der Anlageklasse Aktien zugeordnet. Damit setzt sich die Anlageklasse Immobilien in dieser Untersuchung aus Investmentfonds mit dem Schwerpunkt der Immobilienanlage zusammen.

Auch in Bezug auf den Umgang mit Investmentfonds sind regelbasierte Abgrenzungen erforderlich. So können lediglich Investmentfonds mit dem Anlagefokus auf eine der einbezogenen Anlageklassen auch zweifelsfrei einer Anlageklasse zugeordnet werden. Daher werden – wie bereits einleitend beschrieben – nur alle „reinen“ Aktienfonds, Immobilienfonds und Rentenfonds in den nachfolgenden Untersuchungen berücksichtigt, weil eine eindeutige Zuordnung zu den Anlageklassen hierbei möglich ist.

Einleitend in die Themenstellung ist in Abbildung 39 der durchschnittliche Depotbestand in den verschiedenen Assetklassen sowie der Gesamtdepotbestand aufgeteilt nach Beratungs- und Selbstentscheider-Kunden dargestellt. Die Beratungskunden verfügen demnach mit durchschnittlich 101.477 Euro allokiertem Vermögen über annähernd die doppelte durchschnittliche finanzielle Depotgröße, wie die Selbstentscheider-Kunden mit 54.940 Euro. Es fällt auf, dass die größten durchschnittlichen Bestände in den Anlageklassen Anleihen und

⁸⁶⁵ Vgl. Spremann (2008), S. 18 ff. Die Entwicklung des Zinsniveaus zum Ende des Auswertungszeitraums dieser Arbeit bzw. bis zum Stichtag für die Auswertungen zur Portfolioallokation am 31.10.2010 führt dazu, dass zumindest aus Ertragsaspekten eine vergleichsweise niedrige Liquiditätsquote wirtschaftlich sinnvoll erscheint. Siehe auch Unterabschnitt 4.2.4.

Aktien vorhanden sind. Während bei den Beratungskunden mit durchschnittlich 77.069 Euro der eindeutig größte Anteil des Vermögens in der Anlageklasse Anleihen investiert ist, bilden bei den Selbstentscheider-Kunden die Anlagen in der Anlageklasse Aktien mit 29.079 Euro den größten durchschnittlichen Depotbestand. Die Beteiligung der Anlageklasse Immobilien ist mit durchschnittlich 6.893 Euro bei den Beratungskunden bzw. 1.719 Euro bei den Retailkunden vergleichsweise niedrig. Nicht eindeutig zuzuordnende Wertpapieranlagen liegen bei beiden Gruppen nur in relativ niedrigem Umfang vor.

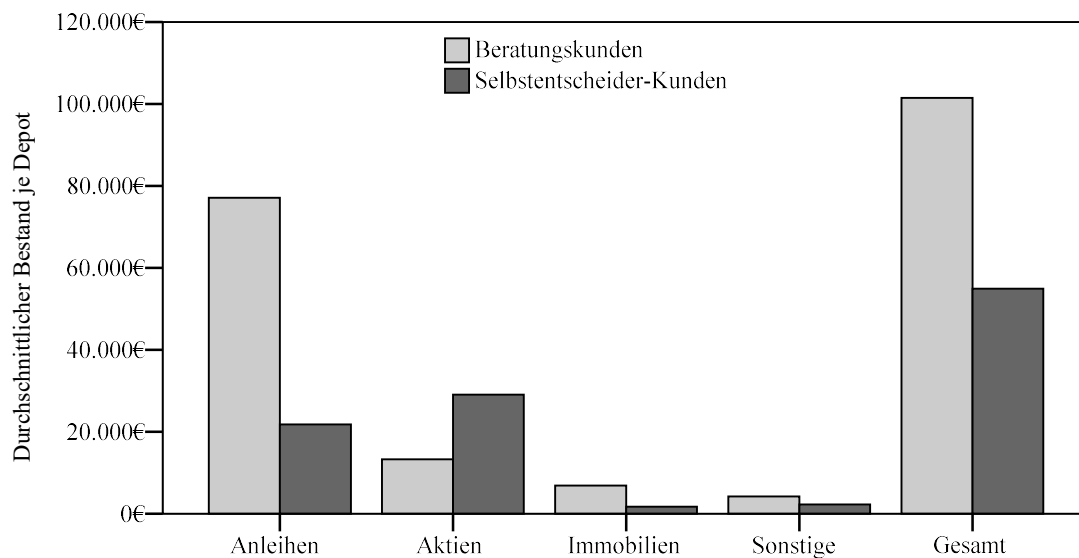


Abb. 39: Durchschnittlicher Depotbestand der verschiedenen Assetklassen je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁸⁶⁶

Die durchschnittlichen Gesamtdepotbestände sind erwartungsgemäß in Bezug auf die Kundenklassen sehr unterschiedlich. So verfügen Retailkunden durchschnittlich über ein Depotvolumen von 42.624 Euro (Beratungskunden) und 25.392 Euro (Selbstentscheider-Kunden), während Vermögenskunden mit 144.052 Euro (Beratungskunden) und 93.187 Euro (Selbstentscheider-Kunden) im Mittel mehr als dreifach so hohe Portfoliobestände aufweisen. Die zuvor aufgezeigten Unterschiede zwischen beratenen und nicht beratenen privaten Kapitalanlegern sind dabei in beiden Kundenklassen auffindbar.⁸⁶⁷

⁸⁶⁶ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Depotbeständen der verschiedenen Assetklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung siehe Tabelle 63 im Anhang.

⁸⁶⁷ Vergleiche hierzu Abbildung 78 im Anhang sowie für weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Depotbeständen der verschiedenen Assetklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen auch Tabelle 64 im Anhang.

Die Assetklasse Immobilien befindet sich in weniger als 20 Prozent der Portfolien der Beratungskunden und sogar in weniger als 10 Prozent der Anlagestrukturierungen der Selbstentscheider-Kunden.⁸⁶⁸ Wenn Immobilien in der Portfolioallokation jedoch Berücksichtigung finden, dann durchschnittlich mit deutlich höheren Beträgen (38.008 Euro bei Beratungskunden bzw. 25.568 Euro bei Selbstentscheider-Kunden) als es für die durchschnittliche Berücksichtigung in der Gesamtheit aller privaten Kapitalanleger gilt (6.893 Euro bei Beratungskunden bzw. 1.719 Euro bei Selbstentscheider-Kunden).⁸⁶⁹

In Abbildung 40 ist die durchschnittliche Anzahl an Depotpositionen je privatem Kapitalanleger für die verschiedenen Assetklassen abgebildet.

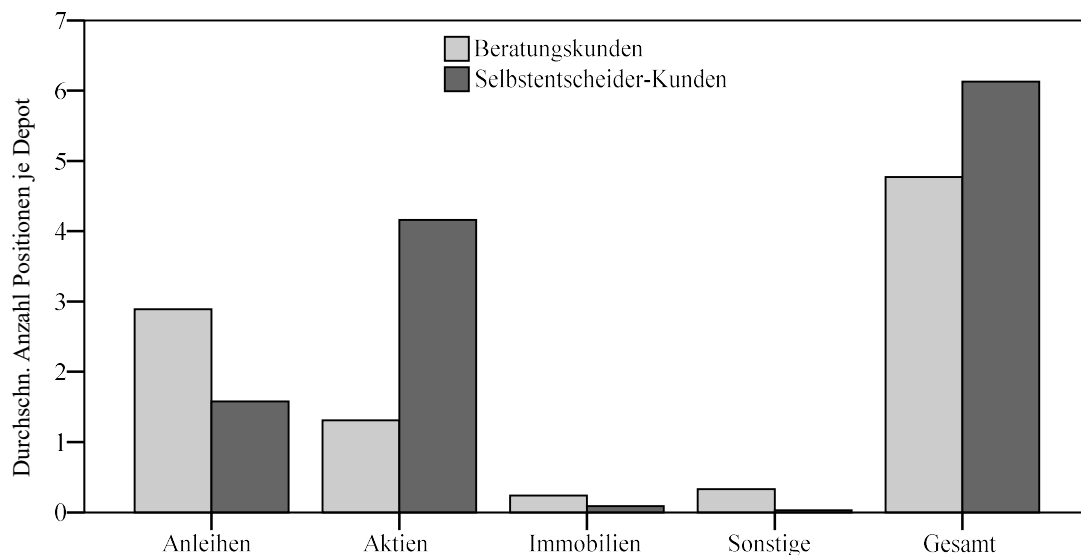


Abb. 40: Durchschnittliche Anzahl an Positionen in den verschiedenen Assetklassen je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁸⁷⁰

Insgesamt verfügen die Selbstentscheider-Kunden mit durchschnittlich 6,13 Depotpositionen gegenüber den Beratungskunden mit 4,77 Positionen über rund 28 Prozent mehr Depotpositionen. Diese höhere Anzahl an Depotpositionen bei den nicht beratenen Kunden hat ihren Ursprung – in Abbildung 40 deutlich erkennbar – in der durchschnittlichen Depotpo-

⁸⁶⁸ Vergleiche dazu die entsprechenden Perzentile in Tabelle 63 im Anhang.

⁸⁶⁹ Vergleiche dazu und weiterführend die Tabellen 63, 65 und 66 im Anhang.

⁸⁷⁰ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen in den verschiedenen Assetklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung siehe Tabelle 67 im Anhang.

sitionsanzahl in der Anlageklasse Aktien. Hier liegt der Wert bei den Selbstentscheider-Kunden mit im Mittel 4,16 Positionen sehr deutlich über den durchschnittlich 1,31 Positionen der Beratungskunden.

In der in Abbildung 41 dargestellten differenzierten Darstellung von Vermögens- und Retailkunden fallen insbesondere die durchgängig niedrigeren durchschnittlichen Positionszahlen der Retailkunden in den Assetklassen Anleihen, Aktien und Immobilien auf. Dies könnte auf eine schwächere Diversifikation von Retailkunden im Vergleich zu den Vermögenskunden hinweisen.⁸⁷¹

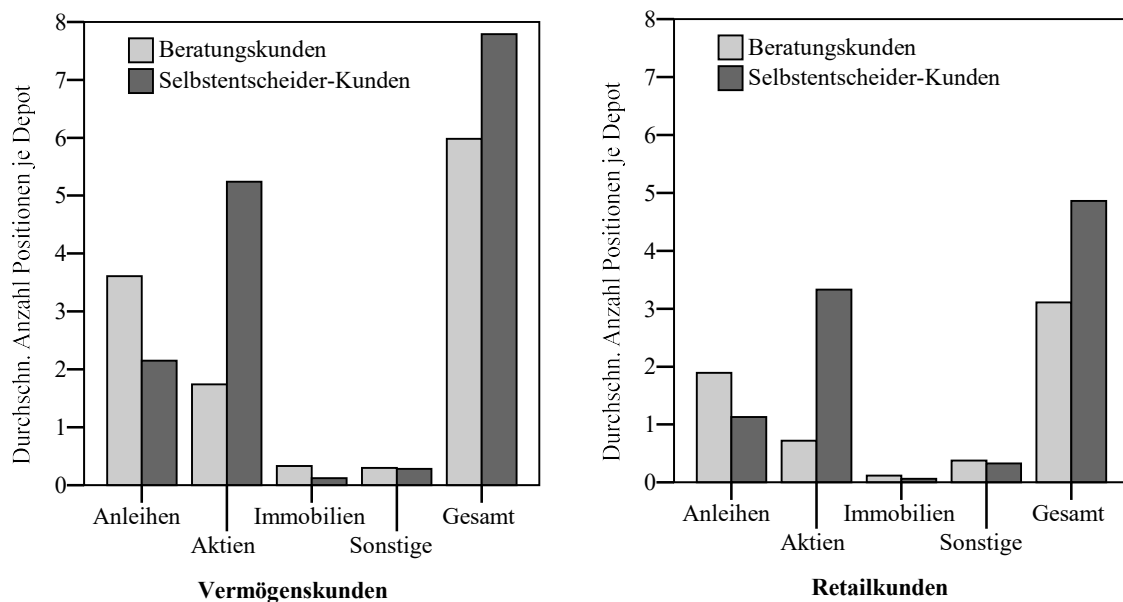


Abb. 41: Durchschnittliche Anzahl an Positionen in den verschiedenen Assetklassen je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen⁸⁷²

In Bezug auf die Diversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung weisen die Zahlen hingegen kein eindeutiges Bild aus: Hier könnte man mit Blick auf

⁸⁷¹ Die Bewertung in Hinblick auf die Qualität von Diversifikation im Portfoliokontext ist an dieser Stelle lediglich auf die Anzahl der Depotpositionen ausgerichtet. Allein daran kann die Güte der Diversifikation nicht festgemacht werden. Es zählen zusätzlich insbesondere die Diversifikation auf Assetklassenebene und die qualitative Diversifikation innerhalb der verschiedenen Assetklassen, z. B. in Hinblick auf eine sinnvolle und breite Streuung der Branchen, Länder und Regionen sowie Währungen der entsprechenden Wertpapiere. Im Verlauf dieser Arbeit werden daher weitere der genannten Aspekte in Hinblick auf ihre Diversifikationswirkung untersucht und bewertet.

⁸⁷² Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen in den verschiedenen Assetklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen siehe Tabelle 68 im Anhang.

die Abbildungen 40 und 41 vermuten, dass die Selbstentscheider-Kunden bei Aktien vermeintlich besser diversifizieren und die Beratungskunden bei Anleihen und Immobilien die Risiken insgesamt breiter streuen. Um dies besser beurteilen zu können, werden die in Abbildung 42 dargestellten durchschnittlichen Positionszahlen je Kunden für den Fall, dass die Kunden auch tatsächlich einen Bestand in den jeweiligen Anlageklassen aufweisen, genauer betrachtet.

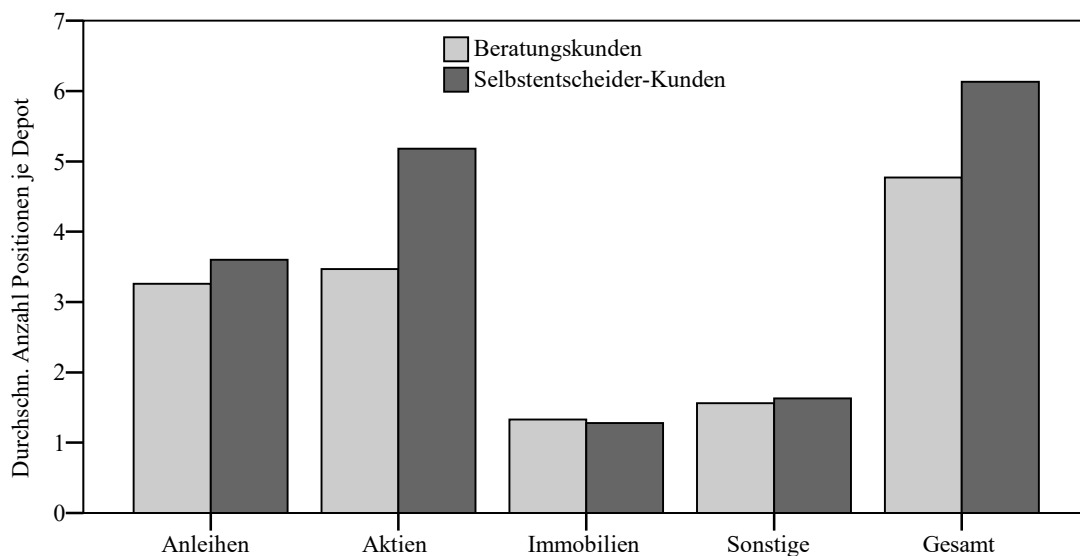


Abb. 42: Durchschnittliche Anzahl an Positionen in den verschiedenen Assetklassen je Kunde – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁸⁷³

So verteilen etwa die Beratungskunden mit einem Bestand in der Anlageklasse Aktien diesen auf durchschnittlich 3,47 verschiedene Depotpositionen. Die Selbstentscheider-Kunden streuen ihren Depotanteil in der Assetklasse Aktien hingegen auf 5,18 unterschiedliche Depotpositionen. Bei Anleihen finden sich im Mittel bei Beratungskunden 3,26 Depotpositionen, während die Selbstentscheider-Kunden hier mit durchschnittlich 3,60 Positionen breiter streuen. Bei Immobilien liegt die durchschnittliche Positionszahl bei 1,33 (Beratungskunden) bzw. 1,28 (Selbstentscheider-Kunden) Werten im Portfolio privater Kapitalanleger. Alle Werte unterliegen jeweils der Voraussetzung, dass in der jeweiligen Assetklasse kundenindividuell auch ein Bestand vorhanden ist.

⁸⁷³ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen in den verschiedenen Assetklassen, sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist und in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung, siehe Tabelle 69 im Anhang.

Obwohl es in Bezug auf die Diversifikation normalerweise unerheblich ist, welcher Anlagebetrag individuell für eine einzelne Assetklasse zur Verfügung steht, sind dennoch Gründe (etwa die gängige Transaktionskostengestaltung⁸⁷⁴) denkbar, welche eine breite Diversifikation bei abnehmenden Anlagebeträgen zumindest erschweren. Umso interessanter erscheinen daher die zuvor dargestellten Ergebnisse im Kontext der durchschnittlichen Depotbestände. Wenn ein Bestand in der Assetklasse Aktien vorhanden ist, liegen die durchschnittlichen Depotbestände in der Anlageklasse bei Beratungskunden mit 35.253 Euro und Selbstentscheider-Kunden mit 36.183 Euro auf ähnlicher Höhe, während die Depotpositionszahlen bei Selbstentscheider-Kunden deutlich höher liegen.

Die mittleren in Anleihen investierten Anlagesummen liegen bei Beratungskunden mit 86.833 Euro sogar deutlich oberhalb derer von Selbstentscheider-Kunden mit 49.819 Euro und trotzdem verfügen die Selbstentscheider-Kunden über durchschnittlich mehr Depotpositionen in dieser Assetklasse (3,60 zu 3,26). Bei der Anlageklasse Immobilien sind zwar die durchschnittlichen Positionszahlen bei Beratungskunden leicht größer (1,33 zu 1,28), aber dafür liegen die mittleren Depotbestände bei den Beratungskunden mit 38.008 Euro auch vergleichsweise deutlich über den Beständen der Retailkunden mit 25.568 Euro.⁸⁷⁵

In Abbildung 43 sind die durchschnittlichen Positionszahlen in den verschiedenen Assetklassen, sofern jeweils ein Bestand in der entsprechenden Anlageklasse kundenindividuell vorhanden ist, nach Kundenklassen sortiert dargestellt. Es fällt auf, dass die größere Anzahl an Depotpositionen in der jeweiligen Gesamtsicht, aber auch in den Anlageklassen Anleihen und Aktien, jeweils bei den Selbstentscheider-Kunden vorzufinden ist. In der Assetklasse Immobilien verlaufen die durchschnittlichen Positionszahlen bei Vermögenskunden (1,35 bei Beratungskunden und 1,34 bei Selbstentscheider-Kunden) und Retailkunden (1,23 bei Beratungskunden und 1,20 bei Selbstentscheider-Kunden) dagegen auf einem vergleichbaren Niveau.

⁸⁷⁴ Bei den analysierten Kreditinstituten setzen sich die Transaktionskosten für Börsenaufträge vereinfacht ausgedrückt aus einem prozentualen Wert vom Kurswert und einem Mindestbetrag zusammen. Dies hat zur Folge, dass bei vergleichsweise kleinen Ordergrößen der Mindestbetrag zur Anwendung kommt, was dann wiederum bei kleiner werdenden Ordergrößen zu immer größeren prozentualen Kostenanteilen in Bezug auf den einzelnen Wertpapierauftrag führt. Laut der Experteninterviews wird ein vergleichbares Gebührenmodell bei den meisten Geschäftsbanken genutzt.

⁸⁷⁵ Vgl. dazu und weiterführend die deskriptiven Statistiken zu den durchschnittlichen Depotbeständen der verschiedenen Assetklassen in Tabelle 65 sowie zu den durchschnittlichen Depotpositionszahlen der verschiedenen Assetklassen in Tabelle 69 im Anhang.

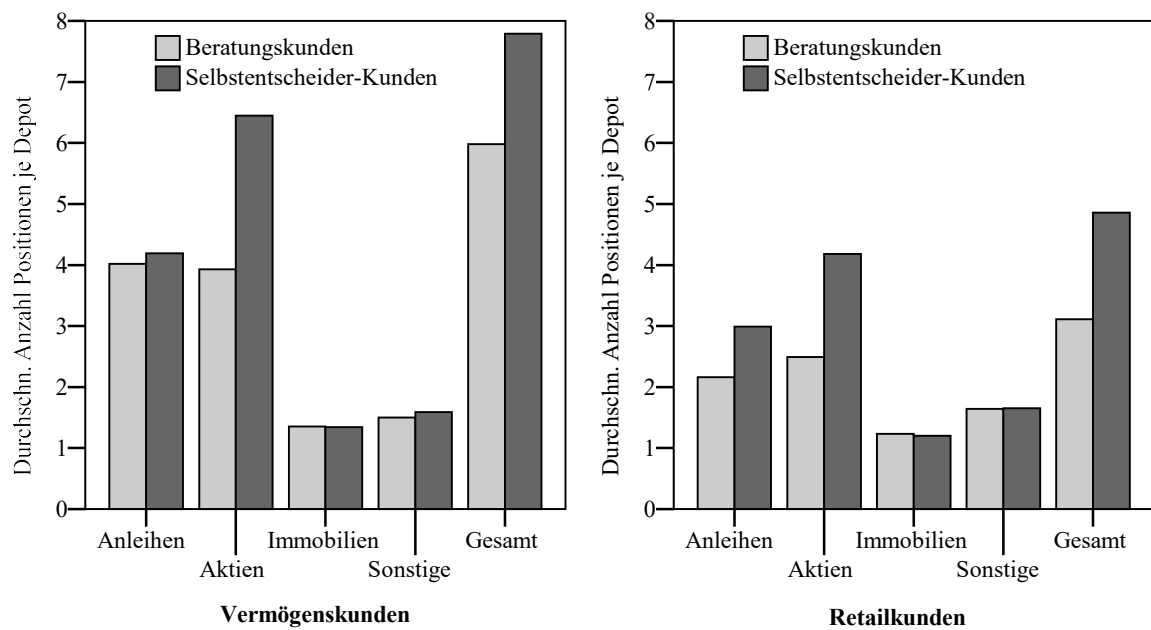


Abb. 43: Durchschnittliche Anzahl an Positionen in den verschiedenen Assetklassen je Kunde – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen⁸⁷⁶

Wie zuvor bereits ohne die Differenzierung in Kundenklassen dargestellt, bestätigt auch die Unterteilung in Vermögenskunden und Retailkunden für die Assetklasse Renten auf der einen Seite zwar jeweils höhere durchschnittliche Depotbestände bei den beratenen Vermögens- und Retailkunden (120.443 Euro vs. 71.041 Euro bei Vermögenskunden und 39.045 Euro vs. 27.630 Euro bei Retailkunden), auf der anderen Seite aber trotzdem jeweils eine kleinere Anzahl an Depotpositionen im Vergleich zu den Selbstentscheider-Kunden (4,02 vs. 4,19 bei Vermögenskunden und 2,16 vs. 2,99 bei Retailkunden).

In der Anlageklasse Immobilien sind – ebenfalls wie zuvor – die Depotpositionsanzahlen vergleichbar hoch, während die durchschnittlichen Depotbestände relativ deutlich voneinander abweichen (42.761 Euro vs. 33.938 Euro bei Vermögenskunden und 22.242 Euro vs. 14.427 Euro bei Retailkunden). Und in der Anlageklasse Aktien sind die Depotbestände bei den Selbstentscheider-Kunden in beiden Kundenklassen zwar jeweils etwa 33 Prozent größer (61.781 Euro vs. 46.241 Euro bei Vermögenskunden und 16.002 Euro vs. 12.006 Euro

⁸⁷⁶ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen in den verschiedenen Assetklassen, sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist und in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung, siehe Tabelle 70 im Anhang.

bei Retailkunden), aber die Anzahl der Depotpositionen liegt im Gegenzug um 64 (Vermögenskunden) bzw. 68 Prozent (Retailkunden) höher.⁸⁷⁷

Unter der Bezeichnung „(strategische) Asset Allocation“ wird allgemein die Portfolioallokation, also die Verteilung von Geldvermögen auf verschiedene Assetklassen, wie etwa in dieser Arbeit die Anlageklassen Anleihen, Aktien, Immobilien und Sonstige⁸⁷⁸, verstanden.⁸⁷⁹ Mehrheitlich sind Studien bisher zu dem Ergebnis gekommen, dass die Portfolioallokation, genauer die sog. strategische Asset Allocation⁸⁸⁰, ganz maßgeblich die Rendite und das Risiko eines Portfolios beeinflusst. Zusätzlich treten andere die Rendite und das Risiko beeinflussende Faktoren, wie etwa die Einzeltitelauswahl oder das Timing von Wertpapiertransaktionen, in Bezug auf deren Bedeutung in diesem Kontext in den Hintergrund.⁸⁸¹

Wenn die anlegerindividuell sinnvolle Gewichtung verschiedener Anlageklassen der wesentliche Erfolgstreiber für eine attraktive risikoadjustierte Rendite sein soll, liegt die Vermutung nahe, dass der Gebrauch möglichst mehrerer Anlageklassen im Rahmen der individuellen Portfolioallokation für alle privaten Kapitalanleger langfristig erfolgsversprechend ist. Diese These wird zusätzlich durch die Portfoliotheorie nach MARKOWITZ gestützt, wonach die wirkungsvolle Diversifikation über die Assetklassen sowie innerhalb der Assetklassen grundsätzlich eine positive Wirkung auf das Rendite-Risiko-Profil eines Portfolios aufweisen.⁸⁸² So führt die Assetklassendiversifikation im Regelfall gegenüber der singulären Anlage in nur eine Assetklasse zu einem deutlichen Effizienzgewinn. Sie bietet zudem bei richtiger Anwendung die Chance auf höhere Portfoliorenditen bei zugleich niedrigerem Portfoliorisiko.⁸⁸³

⁸⁷⁷ Vgl. dazu und weiterführend die deskriptiven Statistiken zu den durchschnittlichen Depotbeständen der verschiedenen Assetklassen nach Kundenklassen in Tabelle 66 sowie zu den durchschnittlichen Depotpositionsanzahlen der verschiedenen Assetklassen nach Kundenklassen in Tabelle 70 im Anhang.

⁸⁷⁸ Die Position „Sonstige“ ist nicht als eigene Anlageklasse zu verstehen. Stattdessen werden in ihr Wertpapiernanlagen vereinigt, welche ansonsten regelmäßig verschiedenen anderen, in dieser Arbeit nicht verwendeten, Anlageklassen zuzurechnen sind.

⁸⁷⁹ Siehe dazu und weiterführend auch Unterabschnitt 2.2.3.2 sowie die dort aufgeführte Literatur.

⁸⁸⁰ Für die aus dem englischen stammende Bezeichnung „Asset Allocation“ wird in dieser Arbeit synonym die deutsche Bezeichnung „Portfolioallokation“ verwendet.

⁸⁸¹ Vgl. beispielsweise Blake/ Lehmann/ Timmermann (1999); Brinson/ Hood/ Beebower (1986), Ibbotson (2010) sowie Ibbotson/Kaplan (2000).

⁸⁸² Voraussetzung ist, dass keine vollständige Korreliertheit der verschiedenen Anlagebestandteile existiert. Vgl. Markowitz (1952), S. 77 ff.

⁸⁸³ Vgl. Steiner/ Bruns (2002), S. 95.

In Abbildung 44 sind die Häufigkeiten der Anzahl anlegerindividuell genutzter Assetklassen in der Portfolioallokation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung dargestellt. Auffallend ist, dass die Mehrheit aller privater Kapitalanleger (52,7 Prozent der Beratungskunden und 61,5 Prozent der Selbstentscheider-Kunden) mit nur einer genutzten Assetklasse scheinbar keine Portfolioallokation im eigentlichen Sinne betreibt und somit auf depotindividuell sinnvolle Diversifikationseffekte verzichtet.⁸⁸⁴ Nur eine Minderheit von 15,9 Prozent der Beratungskunden bzw. 10,2 Prozent der Selbstentscheider-Kunden ist in seiner depotindividuellen Asset Allocation in drei oder vier Anlageklassen allokiert.

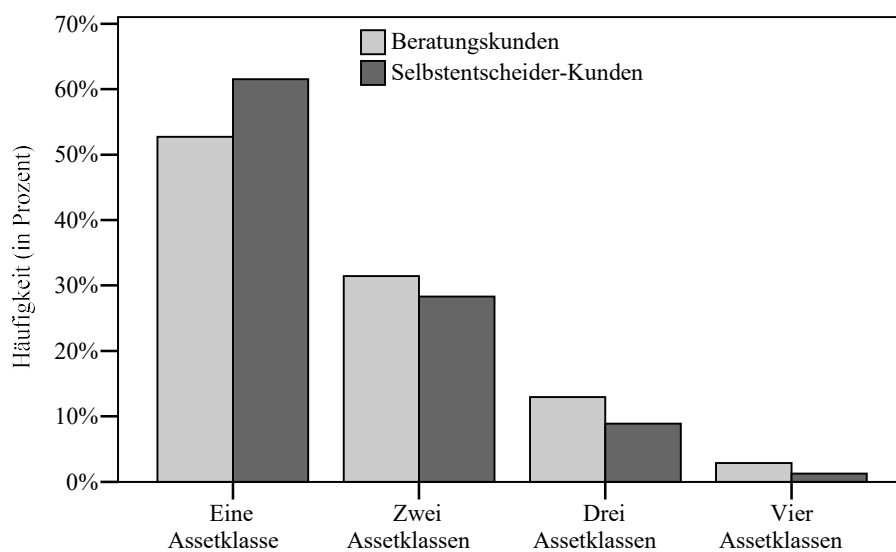


Abb. 44: Häufigkeiten der Anzahl genutzter Assetklassen in der Portfolioallokation auf Kundenebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁸⁸⁵

In Abbildung 45 sind die Häufigkeiten der Anzahl genutzter Assetklassen in der Portfolioallokation auf Kundenebene nach Kundenklassen aufgeteilt dargestellt. Es ist erkennbar, dass Retailkunden in noch stärkerem Maße auf Fokussierung statt Diversifikation in Hinblick auf die Portfolioallokation setzen. Insgesamt 62,9 Prozent der Beratungskunden und 66,3 Prozent der Selbstentscheider-Kunden setzen in diesem Kundensegment im Rahmen der Asset Allocation ausschließlich auf eine Anlageklasse. Nur ein Bruchteil der privaten

⁸⁸⁴ Je nach individuellen Anlagevoraussetzungen und -zielen der privaten Kapitalanleger können auch Investitionen in ausschließlich einer Assetklasse anlegerindividuell – auch unter Diversifikationsaspekten – sinnvoll sein. Dies könnte beispielsweise bei sehr risikoaversen Investoren mit kurzen und mittlerem zeitlichen Anlagehorizont und einer ausschließlichen Investition in der Assetklasse Renten sowie für risikofreudige Investoren mit langem zeitlichen Anlagehorizont und einer ausschließlichen Investition in der Assetklasse Aktien der Fall sein. Vgl. Wolff (2010), S. 26 ff.

⁸⁸⁵ Die Kreuztabelle zur Anzahl der genutzten Assetklassen in der Portfolioallokation auf Kundenebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung ist in Tabelle 71 im Anhang aufgeführt.

Kapitalanleger (10,7 Prozent der Beratungskunden und 8,2 Prozent der Selbstentscheider-Kunden) streut sein Anlagevermögen bei den Retailkunden auf drei oder vier Anlageklassen.

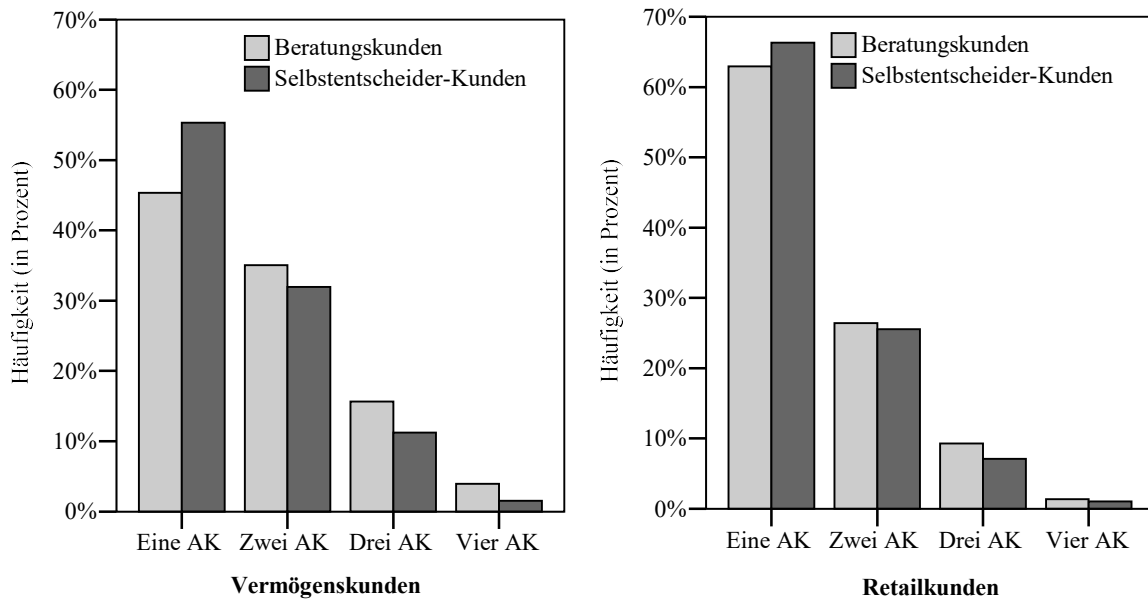


Abb. 45: Häufigkeiten der Anzahl genutzter Assetklassen in der Portfolioallokation auf Kundenebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen⁸⁸⁶

Bei den Vermögenskunden funktioniert Diversifikation, gemessen an der Berücksichtigung unterschiedlicher Assetklassen an der Portfolioallokation, zumindest etwas besser: So verfügen 45,4 Prozent der Beratungskunden und 55,3 Prozent der Selbstentscheider-Kunden lediglich über eine Assetklasse in ihrer Portfolioallokation. Immerhin 19,6 Prozent der beratenen Vermögenskunden und 12,7 Prozent der nicht beratenen Vermögenskunden allokieren ihr Wertpapiervermögen in drei oder vier Assetklassen. Trotzdem kann insgesamt festgehalten werden, dass der Diversifikationsgrad, gemessen an der Anzahl durchschnittlich in den Portfolien privater Investoren berücksichtigter Assetklassen, über beide Kundenklassen hinweg unzureichend ist.

In Abbildung 46 sind die durchschnittlichen volumengewichteten Anteile der verschiedenen Anlageklassen an der anlegerindividuellen Portfolioallokation aufgeführt. Demnach investieren beratene private Kapitalanleger ihre Wertpapieranlagen zu 74,0 Prozent in Anleihen,

⁸⁸⁶ Die Kreuztabelle zur Anzahl der genutzten Assetklassen in der Portfolioallokation auf Kundenebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und aufgeteilt nach Kundenklasse ist in Tabelle 72 im Anhang aufgeführt.

zu 13,9 Prozent in Aktien, zu 5,3 Prozent in Immobilien und zu 6,8 Prozent in sonstige Anlageklassen. Nicht beratene private Investoren legen dagegen 28,2 Prozent ihrer Wertpapieranlagen in der Assetklasse Anleihen an, 61,8 Prozent in Aktien, 2,4 Prozent in Immobilien und 7,6 Prozent in sonstigen Anlageklassen.

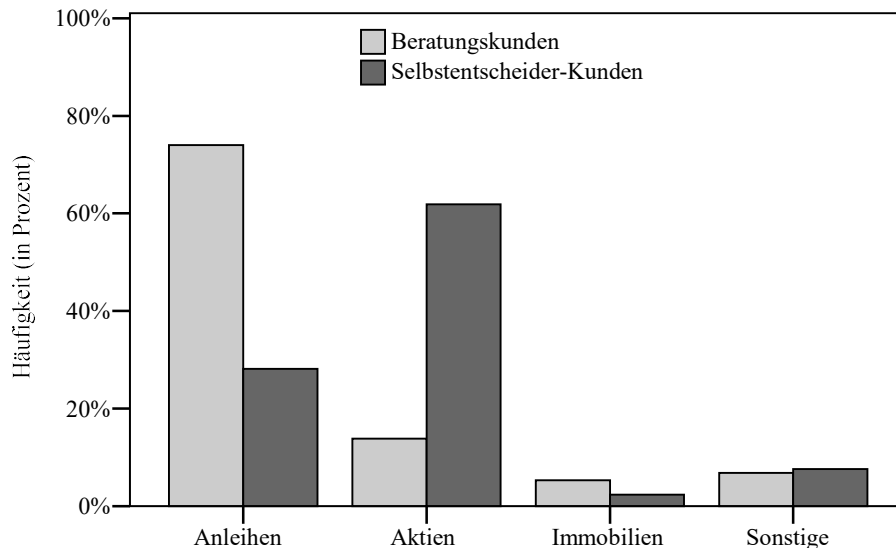


Abb. 46: Durchschnittliche volumengewichtete Anteile der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁸⁸⁷

Damit scheinen private Kapitalanleger in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen ihre Wertpapieranlagen grundlegend unterschiedlich zu allozieren. Während Beratungskunden fast drei Viertel ihres Kapitalvolumens in der Anlageklasse Anleihen investieren, legen Selbstentscheider-Kunden fast zwei Drittel ihres Kapitals in der Anlageklasse Aktien an. Die Deutlichkeit in der Unterschiedlichkeit dieser durchschnittlichen Anlagestrukturierungen überrascht und wird in Unterabschnitt 4.4.6 noch einmal aufgegriffen.

Während über 50 Prozent der Selbstentscheider-Kunden die Anlageklasse Anleihen in ihrer Portfoliostruktur nicht berücksichtigen, scheidet sie nur bei weniger als 20 Prozent der Beratungskunden gänzlich aus. Dafür verfügen Beratungskunden zu über 60 Prozent über keinen Depotbestand in der Anlageklasse Aktien, bei den Selbstentscheider-Kunden sind es

⁸⁸⁷ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene siehe Tabelle 73 im Anhang.

weniger als 20 Prozent. Die Anlageklasse Immobilien findet bei über 80 Prozent (Beratungskunden) bzw. bei über 90 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) der Kunden in der Portfolioallokation keine Berücksichtigung.⁸⁸⁸ Vor dem Hintergrund der guten Diversifikationseffekte, insbesondere bei den in dieser Untersuchung ausschließlich analysierten Offenen Immobilienfonds zur Abbildung dieser Anlageklasse, erscheinen die Werte zu hoch.⁸⁸⁹

Abbildung 47 zeigt die durchschnittlichen volumengewichteten Anteile der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene aufgeteilt nach Kundenklassen. Es zeigt sich im Vergleich zur Datenbasis beider Kundenklassen eine zusätzliche Verstärkung der gegenläufigen Anteile der Anlageklassen Anleihen und Aktien bei den Retailkunden. So fallen bei den beratenen Kunden des Retailsegments der Anleihenanteil mit 75,9 Prozent noch etwas höher und der Aktienanteil mit 11,2 Prozent noch etwas niedriger aus. Bei den Selbstentscheider-Kunden vice versa.

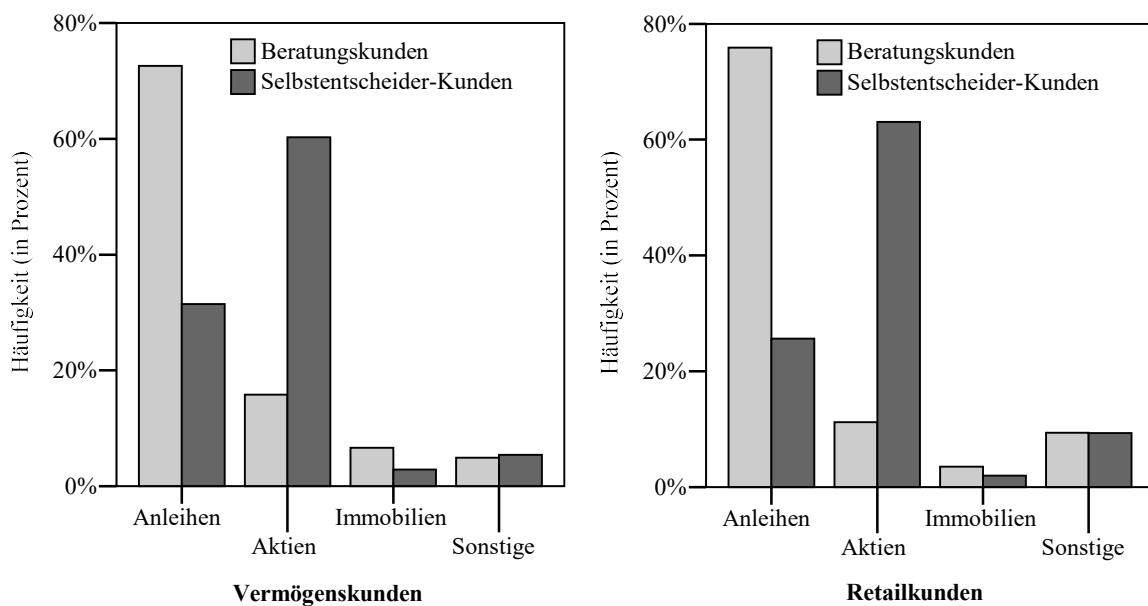


Abb. 47: Durchschnittliche volumengewichtete Anteile der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen⁸⁹⁰

⁸⁸⁸ Vgl. dazu und weiterführend auch Tabelle 66 im Anhang.

⁸⁸⁹ Vgl. Sachsenmaier (1999), S. 4 ff.

⁸⁹⁰ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene nach Kundenklassen siehe Tabelle 74 im Anhang.

Der Anteil in Anleihen fällt mit 25,6 Prozent noch etwas niedriger aus, während der Aktienanteil mit 63,1 Prozent nochmals höher liegt. Die volumengewichteten Anteile der Assetklasse Immobilien fallen unabhängig von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen bei den Retailkunden kleiner aus.

In Abbildung 48 werden nur noch Anteile in Assetklassen mit einem Bestand größer Null einbezogen, damit eine Aussage darüber möglich wird, wie hoch die durchschnittlichen volumengewichteten Anteile der verschiedenen Assetklassen sind, sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist. Im Vergleich zu Abbildung 46 fallen teilweise deutliche Unterschiede auf, welche ihren Ursprung zum Teil darin haben, dass zahlreiche private Kapitalanleger verschiedentlich Assetklassen in ihrer individuellen Strukturierung völlig meiden. Wenn beispielsweise Beratungskunden über Bestände in der Anlageklasse Aktien verfügen, dann machen diese durchschnittlich einen Depotanteil von 36,8 Prozent aus. Umgekehrt sind auch die Anteile der Assetklasse Anleihen bei Selbstentscheider-Kunden mit Bestand in der Anlageklasse mit durchschnittlich 64,3 Prozent Depotanteil ungleich höher als in der Gesamtbetrachtung.

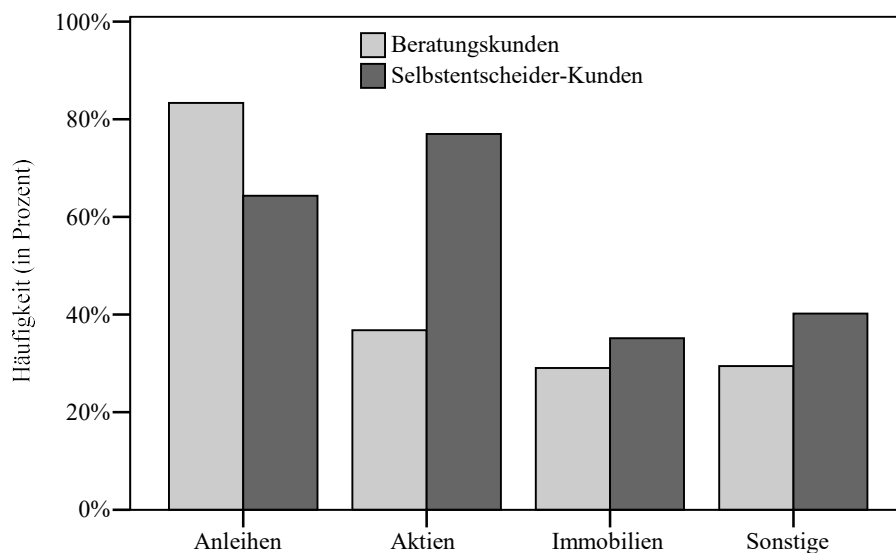


Abb. 48: Durchschnittliche volumengewichtete Anteile der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁸⁹¹

⁸⁹¹ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – siehe Tabelle 75 im Anhang.

Sehr deutlich werden die Unterschiede auch in Bezug auf die Anlageklasse Immobilien. Aus Abbildung 46 geht hervor, dass die durchschnittlichen Anteile des Immobilienbausteins über alle privaten Kapitalanleger hinweg mit 5,3 Prozent (Beratungskunden) bzw. 2,4 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) vergleichsweise gering sind, während der Immobilienanteil bei all denen, die den Baustein ihrer Portfolioallokation beigefügt haben, durchschnittlich 29,4 Prozent (Beratungskunden) bzw. 35,1 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) ausmacht.

Abbildung 49 stellt vervollständigend die durchschnittlichen volumengewichteten Anteile der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene unter der Bedingung, dass ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist und aufgeteilt nach Kundenklassen, dar. Hier zeigen sich nur geringfügige Unterschiede zwischen den volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Anlageklassen, sodass die wesentlichen Erkenntnisse aus der Analyse der aggregierten Datenbasis beider Kundenklassen auch an dieser Stelle Verwendung finden können.

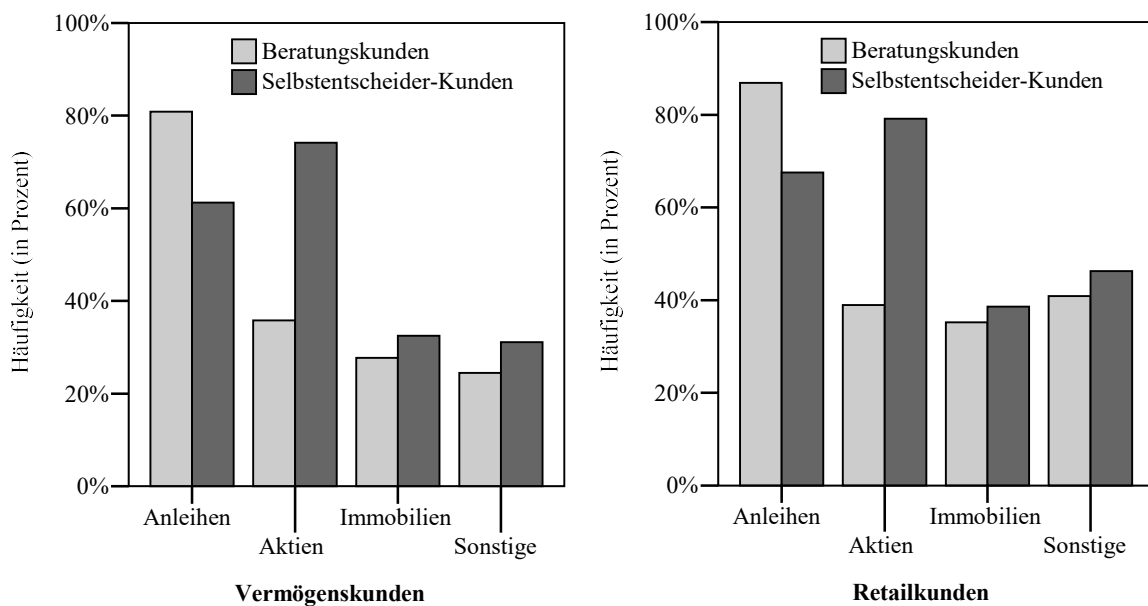


Abb. 49: Durchschnittliche volumengewichtete Anteile der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen⁸⁹²

⁸⁹² Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene nach Kundenklassen – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – siehe Tabelle 76 im Anhang.

Die Portfolioallokation nach Anlageklassen weist damit teilweise sehr deutliche Unterschiede im Anlageverhalten privater Kapitalanleger in Hinblick auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen sowie in Bezug auf die Kundenklasse auf. Diese Ergebnisse werden in Unterabschnitt 4.4.6 noch einmal zusammengefasst und ergänzend aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance bewertet.

4.4.3 Portfolioallokation nach Währungen

Wie bereits zuvor beschrieben, sollte sich die Portfolioallokation privater Kapitalanleger im Sinne einer anlegerindividuell geeigneten Diversifikation über verschiedene Assetklassen erstrecken. Obwohl Währungen teilweise bereits als eigene Assetklasse definiert werden, findet die Währungsstreuung häufig auch erst innerhalb der Assetklassen statt. In diesem Kontext ist die Allokation nach Währungen, beispielsweise separiert von der Diversifikation der Wertpapieranlagen über verschiedene Länder und Regionen, als eigene Diversifikationsform zu betrachten.⁸⁹³ Denn beispielsweise aufgrund gemeinsamer Währungsräume (z. B. die Europäische Währungs- und Wirtschaftsunion) oder bestimmter Wertpapierprodukte (z. B. Fremdwährungsanleihen in USD eines in der EWWU ansässigen Emittenten) können Währungen von Anlageprodukten und die dazugehörige Länder- bzw. Regionenzuordnung divergieren.⁸⁹⁴

Neben dem gezielten Versuch, positive Renditebeiträge aus der Währungsallokation zu generieren, ist auch denkbar, dass eine Währung aufgrund der gewählten Länder- und Regionendiversifikation im Portfolio Berücksichtigung findet, obwohl der Investor einen Wertverlust der entsprechenden Währung im Vergleich zu seiner Heimatwährung erwartet. Spätestens wenn der Kapitalanleger davon ausgeht, dass die erwartete negative Währungsrendite größer ausfällt als die kalkulierte positive Anlagerendite seiner Wertpapierposition, besteht aktiver Handlungsbedarf. Daher erscheint es aus Investorensicht sinnvoll, Währungsallokation nicht naiv zu betreiben, sondern ggf. die Zusammenstellung der verschiedenen Währungen aktiv zu managen. In diesem Kontext könnte je nach investierter Währung und der Einschätzung zur Entwicklung dieser Währung im Vergleich zur Referenzwährung des Anlegers auch eine Währungsabsicherung individuell notwendig oder sinnvoll sein. Auf

⁸⁹³ Vgl. dazu sowie auch weiterführend etwa zu der genauen Abgrenzung und Definition von Wechselkurs- und Währungsrisiken Steiner/ Bruns (2002), S. 100 ff.

⁸⁹⁴ Das Beispiel bezieht sich auf einen Investor mit der Referenzwährung Euro und damit auf den typischen privaten Kapitalanleger aus der Datenbasis dieser Untersuchung.

diese Weise würde das Wechselkursrisiko vollumfänglich oder in Teilen, durch Fixierung der betreffenden Währung gegenüber der Referenzwährung z. B. mithilfe von Termingeschäften, abgesichert werden.⁸⁹⁵

Während grundsätzlich allen privaten Kapitalanlegern der untersuchten Kreditinstitute Möglichkeiten zur Währungsabsicherung offen stehen, werden diese nach Auskunft der Experten der drei analysierten Banken nur selten genutzt. Die Experteninterviews haben darüber hinaus ergeben, dass die untersuchten Banken bei Investitionen in Fremdwährungsprodukten bzw. -räumen ihren Kunden im Regelfall empfehlen, diese über Investmentfondslösungen abzubilden, welche dann häufig über ein aktives Währungsmanagement auf der Fondsebene verfügen. Dieses verfolgt dann meist das Ziel, ein attraktives Rendite-/ Risikoverhältnis für Investoren in der Referenzwährung Euro zu generieren.

In welchem Umfang die nachfolgend aufgeführten Währungsallokationen individuell durch die privaten Kapitalanleger auf Depotebene bei den analysierten Kreditinstituten oder auf Ebene genutzter Investmentfonds abgesichert bzw. aktiv gemanagt werden, kann nicht beziffert und daher auch nicht beurteilt werden.⁸⁹⁶ In welchem Umfang Fremdwährungen⁸⁹⁷ in der Portfolioallokation privater Anleger eine Rolle bei den beratenen und nicht beratenen Wertpapierkunden bei den drei untersuchten Kreditinstituten spielen, ist in Abbildung 50 dargestellt.

Insgesamt ist das Wertpapiervermögen der Beratungskunden zu 99,0 Prozent in der Heimatwährung⁸⁹⁸ der untersuchten privaten Kapitalanleger – dem Euro – investiert. Bei den Selbstentscheider-Kunden liegt der Anteil des Euro niedriger bei 91,5 Prozent. Wie sich die Fremdwährungsanteile von 1,0 Prozent bei den beratenen und 8,5 Prozent bei den unberatenen Kunden auf die jeweils am häufigsten im Datensatz vorkommenden Fremdwährungen verteilen, ist in Abbildung 50 aufgeführt.

⁸⁹⁵ Vgl. Steiner/ Bruns (2002), S. 108 f.

⁸⁹⁶ Bei einer Wertpapieranlage in Investmentfonds liegt individuell für die einzelnen Fondsprodukte keine Durchsicht auf die Währungsallokation auf Fondsebene vor. Investmentfonds werden daher einheitlich mit der jeweiligen individuellen Fondswährung in die weiteren Analysen einbezogen. In diesem Kontext ist vorstellbar, dass die Fondsreferenzwährung der Euro ist, obwohl Teile des Fondsvermögens auch gesichert oder ungesichert in Fremdwährungen allokiert sind.

⁸⁹⁷ Unter Fremdwährungen sind hier alle Währungen außerhalb der Referenzwährung Euro zu verstehen.

⁸⁹⁸ Die Heimatwährung ist in der Regel die Währung des Landes bzw. des Währungsraums, in dem der private Kapitalanleger seinen dauerhaften Wohnsitz hat. Die Experteninterviews haben dazu ergeben, dass im analysierten Kundenkreis der Banken äußerst selten dauerhafte Wohnsitze außerhalb der EWWU, also außerhalb des Euro-Währungsraums, bestehen.

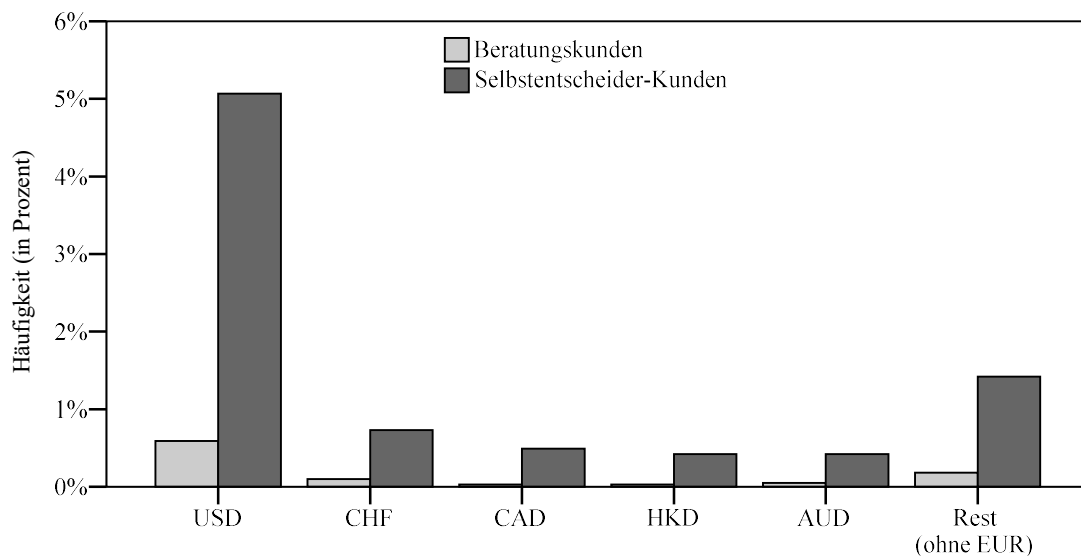


Abb. 50: Durchschnittliche volumengewichtete Anteile ausgewählter Währungen (ohne Euro) an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁸⁹⁹

Es fällt auf, dass der Anteil der jeweiligen Fremdwährungen in der Portfolioallokation bei den Selbstentscheider-Kunden grundsätzlich höher ausfällt als bei Beratungskunden. Deutlich wird dieser Unterschied auch an der am häufigsten in den Portfolios privater Kapitalanleger vertretenen Fremdwährung – dem US-Dollar. Während 5,9 Prozent der Wertpapieranlagen der Selbstentscheider-Kunden im US-Dollar investiert sind, liegt der Anteil bei den Beratungskunden mit 0,6 Prozent deutlich darunter. So findet sich bei einem Blick auf die Perzentile bei den beratenen Kunden auch keine Währung, die bei mindestens 10 Prozent der Anleger in der Portfolioallokation Berücksichtigung findet. Bei den durch die Banken regelmäßig nicht beratenen Kunden ist alleinig die Fremdwährung US-Dollar in mehr als jedem zehnten Wertpapierdepot nachweisbar.⁹⁰⁰

In Abbildung 51 sind die durchschnittlichen Anteile ausgewählter Fremdwährungen an der Portfolioallokation nach Kundenklassen aufgeteilt dargestellt. Auf sehr niedrigem Niveau sind die Fremdwährungsanteile mit insgesamt 1,3 Prozent bei den beratenen Vermögenskunden etwas höher als bei den beratenen Retailkunden (0,6 Prozent). Bei den Selbstentscheider-Kunden liegen die in Fremdwährungen investierten Portfolioanteile mit Werten

⁸⁹⁹ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen ausgewählter Währungen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene siehe Tabelle 77 im Anhang.

⁹⁰⁰ Vgl. dazu und weiterführend auch Tabelle 77 im Anhang.

von insgesamt 8,5 Prozent (Vermögenskunden) und 8,6 Prozent (Retailkunden) dagegen auf einem vergleichbaren Niveau.

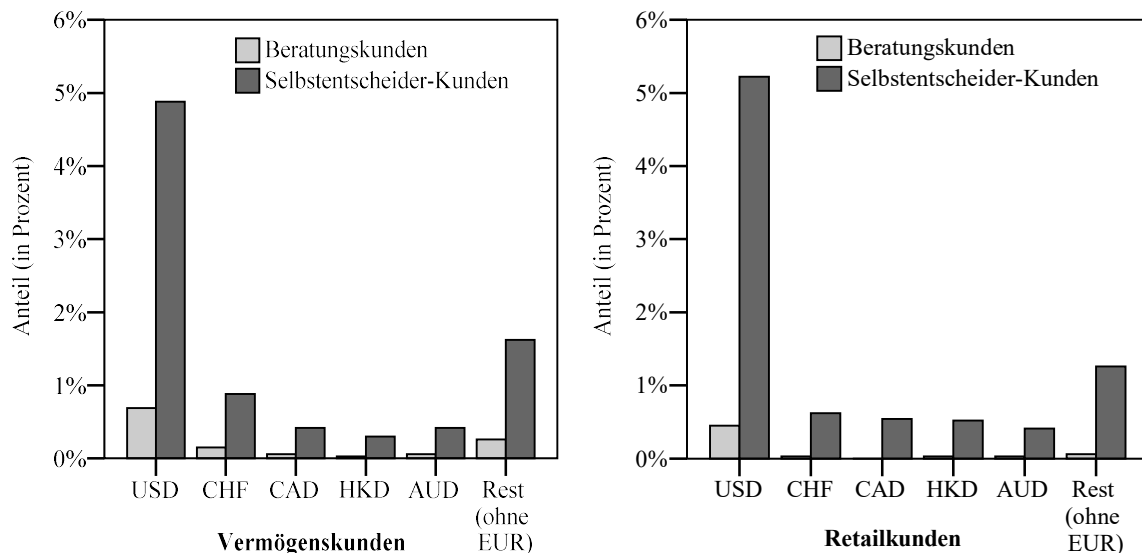


Abb. 51: Durchschnittliche volumengewichtete Anteile ausgewählter Währungen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen⁹⁰¹

Ein Blick auf die durchschnittlichen Anteile der Fremdwährungen, sofern diese anlegerindividuell in der Portfolioallokation Berücksichtigung finden, zeigt durchweg deutlich höhere Mittelwerte. Diese liegen bei den Beratungskunden zwischen 6,8 und 14,9 Prozent sowie bei den Selbstentscheider-Kunden zwischen 15,2 und 25,3 Prozent. Der jeweils deutlich unter diesen Werten liegende Median von 1,7 und 5,9 Prozent bei den beratenen Kunden sowie zwischen 3,0 und 12,9 Prozent bei den selbstentscheidenden Kunden deutet zwar auf eine gewisse durch hohe Volumina bedingte „Verzerrung“ hin, aber dennoch zeigt sich, dass wenn Fremdwährungen einem Portfolio beigelegt werden, diesen tendenziell auch erkennbare Portfolioanteile zugerechnet werden können.⁹⁰²

Die Aufteilung nach Kundenklassen zeigt daran anknüpfend, dass die Retailkunden im Vergleich zu den Vermögenskunden zumeist durchschnittlich (nach Mittelwert und Median) höhere Anteile von Fremdwährungen an der Portfolioallokation aufweisen. Zumindest in

⁹⁰¹ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – siehe Tabelle 78 im Anhang.

⁹⁰² Vgl. dazu sowie für weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen ausgewählter Währungen an der Portfolioallokation – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – Tabelle 79 im Anhang.

Teilen ist hier bereits eine hohe und sogar ausschließliche Berücksichtigung von Fremdwährungen vorzufinden. So investieren über 10 Prozent der selbstentscheidenden Retailkunden beispielsweise ihr vollständiges Portfolio in der Währung US-Dollar und bei den anderen einzelnen Fremdwährungen liegen die 90-Prozent-Perzentile zwischen 66,2 und 97,2 Prozent.⁹⁰³

Die Portfolioallokation nach Währungen zeigt ebenfalls teilweise sehr deutliche Unterschiede im Anlageverhalten privater Kapitalanleger in Hinblick auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen sowie in Bezug auf die unterschiedlichen Kundenklassen. In Bezug auf die meisten Wertpapierkunden der analysierten Kreditinstitute scheint die Währungsallokation – zumindest bei den Beratungskunden – kaum eine Rolle zu spielen. Die Selbstentscheider-Kunden verfügen dagegen über durchschnittlich deutlich höhere Fremdwährungsanteile in ihrer Portfolioallokation. Obwohl auch in dieser Kundenklasse über 70 Prozent der Kunden ausschließlich in Euro-Wertpapieren investiert sind, scheinen in Teilbereichen – insbesondere bei Retailkunden – die Anteile von Fremdwährungen sogar bereits zu hoch auszufallen. Die Ergebnisse dieses Unterabschnitts werden in Unterabschnitt 4.4.6 zusammengefasst und es wird ergänzend versucht, diese aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance auch zu bewerten.

4.4.4 Portfolioallokation innerhalb der Anlageklasse Aktien

Im nachfolgenden Unterabschnitt wird die Portfolioallokation privater Kapitalanleger nach verschiedenen Kriterien innerhalb der Assetklasse Aktien untersucht. Die Fokussierung erfolgt aufgrund der zur Verfügung stehenden Datenbasis sowie aus sachlogischen Gründen⁹⁰⁴ insbesondere auch deshalb, weil andernfalls keine Auswertungen in Hinblick auf die Branchen, die Länder und Regionen sowie die Marktkapitalisierungen der in den Portfolien befindlichen Wertpapiere möglich wären. Daher wird zum Zweck dieser Analysearbeiten zunächst eine Teilmenge von 39.984 Depotpositionen in 9.536 Wertpapierportfolien privater

⁹⁰³ Vgl. dazu sowie für weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen ausgewählter Währungen an der Portfolioallokation – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – nach Kundenklassen Tabelle 80 im Anhang.

⁹⁰⁴ Beispielsweise sind die Assetklassen Anleihen und Immobilien nicht im gleichen Maße vollständig nach Branchen auswertbar, wie das bei Aktieneinzelwerten grundsätzlich möglich ist. Zudem beziehen sich die bereits vorhandenen wissenschaftlichen Arbeiten zu den nachfolgenden Themenbereichen ebenfalls zumeist nur auf Untersuchungen der Assetklasse Aktien.

Kapitalanleger gebildet, bei welchen die Anlageklasse Aktien entweder über ein Direktinvestment in Aktien, über einen Aktienfonds oder über ein sonstiges Wertpapier⁹⁰⁵ mindestens mit einer Depotposition enthalten ist.⁹⁰⁶ In den verbleibenden 10.059 Wertpapierdepots (51,3 Prozent) ist die Anlageklasse Aktien in der anlegerindividuellen Portfolioallokation demnach nicht vertreten.

Teilweise wird bei den nachfolgenden Auswertungen zudem ausschließlich auf die insgesamt 110 im HDAX notierten Aktieneinzelwerte abgestellt. Das entspricht insgesamt 18.453 Depotpositionen in HDAX-Aktientiteln und damit 63,6 Prozent aller Depotpositionen in Aktieneinzelwerten.⁹⁰⁷ Die HDAX-Aktienwerte befinden sich in insgesamt 6.339 Wertpapierdepots. Die Gründe für den teilweisen Ausschluss anderer Aktieneinzelwerte liegen in der mangelnden Datenverfügbarkeit im Kontext der jeweiligen Analysen bzw. Forschungsfragen. Der HDAX umfasst sämtliche Aktienwerte der deutschen Börsenindices DAX, MDAX und TecDAX und beinhaltet damit die größten Werte des Börsensegments „Prime Standard“ der Deutschen Börse. Er verfügt, verglichen mit dem DAX, über eine breitere Branchen- und Regionentallokation der enthaltenen Aktientitel und repräsentiert damit ganz maßgeblich den deutschen Aktienmarkt.

Auch die wesentlichen Ergebnisse der folgenden Abschnitte werden in Unterabschnitt 4.4.6 wiederholend zusammengefasst und ergänzend aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance nach individueller Möglichkeit bewertet.

4.4.4.1 Allokation nach Aktieneinzelwerten und sonstigen Wertpapierprodukten

Grundsätzlich bestehen Parallelen zwischen einer sinnvollen Allokation auf Assetklassenebene und einer ebensolchen innerhalb der Assetklasse Aktien. So sollte zur Reduzierung von Einzelrisiken die Investition in Aktien breit gestreut über Branchen, Länder und Regionen sowie Marktsegmente hinweg erfolgen.⁹⁰⁸ Um auf diese Weise eine möglichst gute Diversifikation zu erreichen, kann der private Kapitalanleger den Aktienbaustein mithilfe von

⁹⁰⁵ Zu diesen „Sonstigen Wertpapieren“ im Aktienbereich, nachfolgend in diesem Unterabschnitt auch teilweise nur als „Sonstige“ bezeichnet, zählen überwiegend Zertifikate, welche der Anlageklasse „Aktien“ zugerechnet werden können. Hierzu gehören beispielsweise Bonus-, Discount- oder auch Indexzertifikate.

⁹⁰⁶ Die Wertpapierportfolien mit Bestand in der Assetklasse Aktien verteilen sich mit 57,6 Prozent auf Beratungskunden und mit 42,4 Prozent auf Selbstentscheider-Kunden. Das Verhältnis von Vermögens- zu Retailkunden liegt bei 57,8 zu 42,2 Prozent.

⁹⁰⁷ Volumengewichtet beträgt der Anteil der HDAX-Aktientitel an allen Aktieneinzelwerten 79,3 Prozent.

⁹⁰⁸ Vgl. Steiner/ Bruns (2002), S. 126 f.

Wertpapierprodukten abbilden, die bereits diese breite Diversifikation auf Produktebene zur Verfügung stellen. Dazu zählen beispielsweise Investmentfonds und einige Anlagezertifikate, aber nur selten Aktieneinzelwerte.⁹⁰⁹ Daher wird für die nachfolgenden Auswertungen davon ausgegangen, dass mit einem oder sehr wenigen Aktieneinzelwerten ein sinnvoller Diversifikationsgrad im Portfolio eines privaten Investors nicht erreicht werden kann.

Die Frage nach sinnvollen Depotgrößen hinsichtlich der mengenmäßigen Allokation wurde bereits in einer Reihe von empirischen Untersuchungen aufgegriffen. Vor allem aufgrund der bereits in Unterabschnitt 4.4.2 beschriebenen Transaktionskostenproblematik⁹¹⁰ verfügen private Kapitalanleger diesbezüglich im Regelfall über begrenzte Möglichkeiten. Unter Berücksichtigung dessen zeigen verschiedene Untersuchungen auf, dass mit rund 15 zweckmäßig diversifiziert⁹¹¹ zusammengestellten Aktieneinzelwerten bereits eine gute Aktienallokation auf Investorenebene möglich ist.⁹¹² Trotzdem weisen Studien immer wieder darauf hin, dass den wenigsten privaten Investoren eine adäquate Risikostreuung im Zusammenhang mit der Investition in Aktieneinzelwerte gelingt. So hat beispielsweise eine breit aufgestellte Studie mehrerer deutscher Direktbanken, bei der insgesamt die Portfolien von 1,6 Millionen Privatkunden analysiert wurden, zum Ergebnis, dass Privatkunden ihr Anlagekapital durchschnittlich lediglich auf 5,3 verschiedene Aktienpositionen aufteilen.⁹¹³

In Abbildung 52 ist die durchschnittliche kundenindividuelle Anzahl an Depotpositionen in der Anlageklasse Aktien für verschiedene Produktbereiche dargestellt. Bezogen auf die gesamte Assetklasse fallen vergleichsweise kleine durchschnittliche Positionszahlen auf. So verfügen Beratungskunden im Schnitt nur über 3,5 und Selbstentscheider-Kunden über 5,2 verschiedene Positionen in der Anlageklasse Aktien. Sofern ein beratener privater Kapitalanleger der analysierten Kreditinstitute über Aktieneinzelwerte in seinem Portfolio verfügt, streut er durchschnittlich auf 3,3 unterschiedliche Depotpositionen. Ein nicht beratener privater Investor diversifiziert hier mit 4,8 verschiedenen Positionen in der Assetklasse Aktien

⁹⁰⁹ Nur sehr wenige Aktiengesellschaften verfügen ihrerseits bereits über ein breit diversifiziertes Portfolio an eigenen Tätigkeitsfeldern oder Unternehmensbeteiligungen. Ein Beispiel für ein entsprechendes Unternehmen könnte die amerikanische Holdinggesellschaft Berkshire Hathaway mit über 80 Firmen bzw. Firmenbeteiligungen in zahlreichen unterschiedlichen Branchen weltweit darstellen.

⁹¹⁰ In der Literatur teilweise auch als Depotgrößenproblematik bezeichnet. So beispielsweise bei Steiner/ Bruns (2002), S. 126 ff.

⁹¹¹ Hierunter ist zumeist mindestens eine Branchen- sowie eine Länder- bzw. Regionenallokation zu verstehen. Vgl. Steiner/ Bruns (2002), S. 90 ff.

⁹¹² Vgl. Solnik (1995), S. 90 ff.; Tang (2004), S. 155 ff.; Uhlir/ Steiner (1994), S. 166 ff.; Vogel (1989), S. 118 sowie Woerheide/ Persson (1993), S. 75 ff.

⁹¹³ Vgl. comdirekt bank et al. (2015).

bereits breiter. Der Median liegt bei Beratungskunden mit Aktieneinzelwerten in der Assetklasse Aktien bei zwei Depotpositionen (drei bei den Selbstentscheider-Kunden).

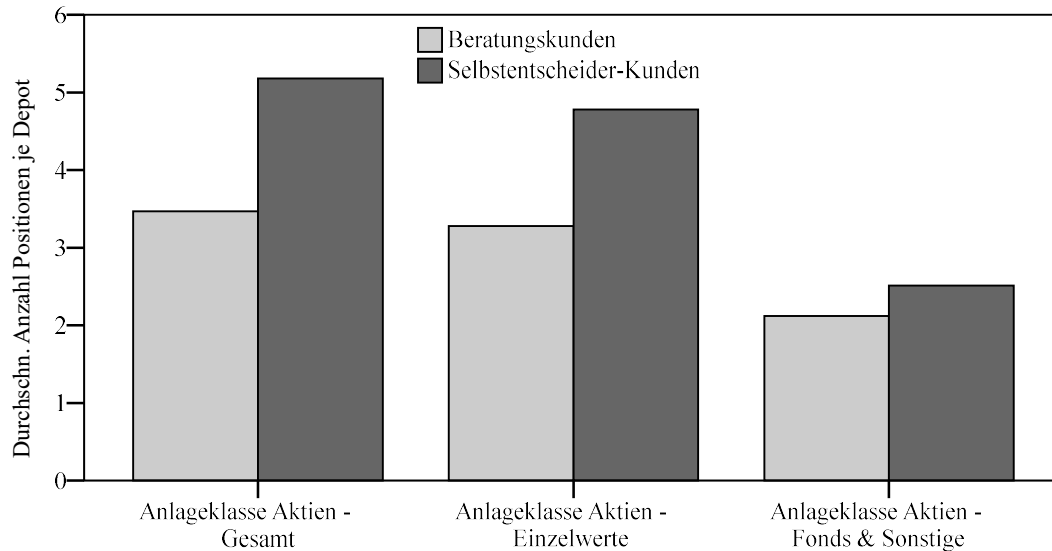


Abb. 52: Durchschnittliche Anzahl an Positionen in der Anlageklasse Aktien je Kunde – sofern ein Bestand in dem jeweiligen Bereich kundenindividuell vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁹¹⁴

Über 40 Prozent der Beratungskunden verfügen nur über einen Aktieneinzelwert in ihrem Portfolio, sodass eine Diversifikation auf Ebene der Assetklasse Aktien in diesen Fällen nicht konstatiert werden kann. Das 90-Prozent-Perzentil bei den beratenen Kunden liegt bei sieben Depotpositionen und bei den nicht beratenen Aktienkunden bei elf verschiedenen Werten, die der Assetklasse Aktien zugeordnet werden können.⁹¹⁵

Sofern Kunden im Anlagebaustein Aktien auch Fonds und sonstige Wertpapierprodukte einsetzen, nutzen sie hierbei durchschnittlich 2,1 (Beratungskunden) bzw. 2,5 verschiedene Werte (Selbstentscheider-Kunden). Diese durchschnittlichen Positionszahlen liegen vergleichsweise nah zusammen und sind darüber hinaus schwierig zu bewerten, da dieser Kategorie Wertpapierprodukte zuzuordnen sind, mit denen bereits mit einem einzigen Produkt eine gute Diversifikation für den gesamten Baustein erreicht werden kann.⁹¹⁶ Aus diesem

⁹¹⁴ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Positionszahlen und Beständen in der Anlageklasse Aktien – sofern ein Bestand in dem jeweiligen Bereich kundenindividuell vorhanden ist – siehe Tabelle 81 im Anhang.

⁹¹⁵ Vgl. dazu und weiterführend auch Tabelle 81 im Anhang.

⁹¹⁶ Ein Beispiel ist ein weltweit breit diversifiziert anlegender Aktienfonds.

Grund wird im weiteren Verlauf auch der Schwerpunkt der Analyse auf die Aktieneinzelwertbetrachtung gelegt.

Abbildung 53 zeigt die verschiedenen Positionsanzahlen separiert nach Kundenklassen. Es zeigen sich im direkten Vergleich jeweils höhere Positionszahlen bei Vermögenskunden. Den höchsten Mittelwert weisen dabei die nicht beratenen Vermögenskunden mit durchschnittlich 5,9 Aktienpositionen je Einzelwertportfolio auf. Es folgen die nicht beratenen Retailkunden mit durchschnittlich 3,9 Positionen, vor den beratenen Vermögenskunden (3,8 Positionen) und den beratenen Retailkunden (2,2 Positionen). Das 90-Prozent-Perzentil bei den vermögenden Selbstentscheider-Kunden erreicht mit 13 Depotpositionen in der Assetklasse Aktien fast die empfohlene Positionsgröße, ab welcher ein guter Diversifikationsgrad – bei Diversifikation ausschließlich über Aktieneinzelwerte – erreicht werden kann.⁹¹⁷

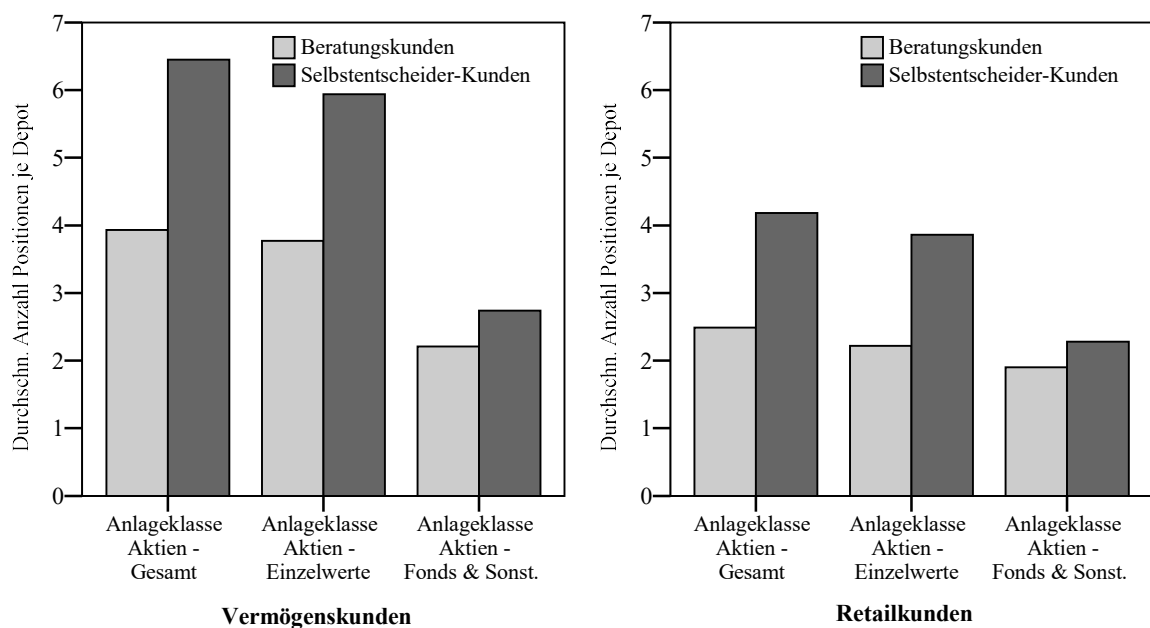


Abb. 53: Durchschnittliche Anzahl an Positionen in der Anlageklasse Aktien je Kunde – sofern ein Bestand in dem jeweiligen Bereich kundenindividuell vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen⁹¹⁸

Da neben den Aktieneinzelwerten in dieser Betrachtung bei einem Teil der privaten Investoren noch Aktienfonds oder sonstige der Assetklasse Aktien zuzuordnende Wertpapiere in

⁹¹⁷ Vgl. dazu und weiterführend auch Tabelle 82 im Anhang.

⁹¹⁸ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Positionszahlen und Beständen in der Anlageklasse Aktien nach Kundenklassen – sofern ein Bestand in dem jeweiligen Bereich kundenindividuell vorhanden ist – siehe Tabelle 82 im Anhang.

der Aktienportfolioallokation enthalten sind und eine in unbekanntem Umfang diversifizierende Wirkung haben, soll nachfolgend nur die Teilmenge an Wertpapierkunden untersucht werden, die zwar über Aktieneinzelwerte im Portfolio verfügen, aber keine Aktienfonds bzw. sonstige der Assetklasse Aktien zuzuschreibende Wertpapiere im Bestand aufweisen.

In Abbildung 54 sind zu diesem Zweck die durchschnittlichen Positionsgrößen für Aktieneinzelwerte aufgeführt, sofern kundenindividuell ausschließlich Aktieneinzelwerte zur Investition in der Anlageklasse Aktien genutzt werden. Da nun alle auf Einzelwertpapiererebene diversifizierenden Produkte von der Analyse ausgeschlossen sind, sollten tendenziell höhere durchschnittliche Positionsanzahlen vorliegen. Das Gegenteil ist aber der Fall.

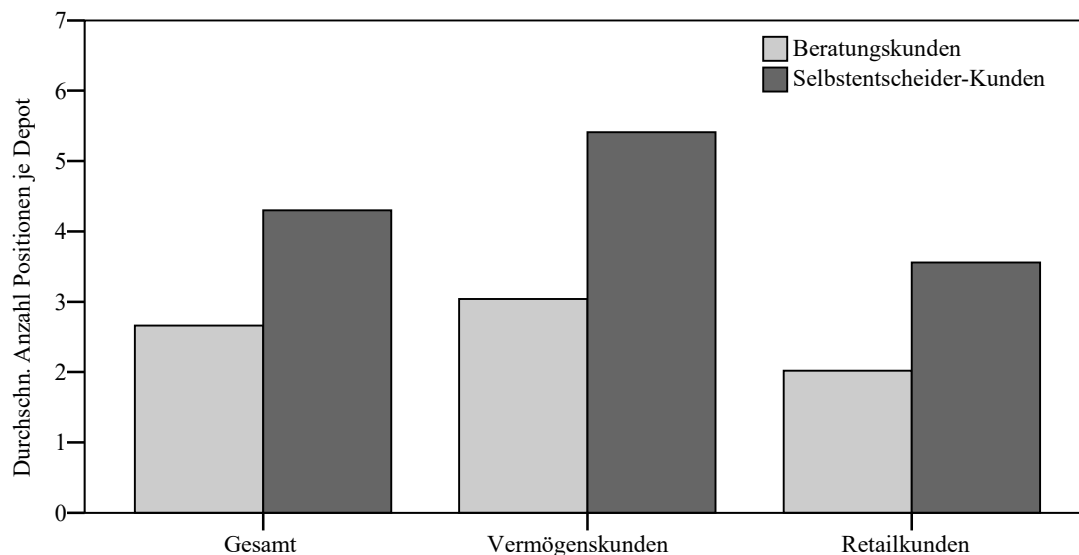


Abb. 54: Durchschnittliche Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern kundenindividuell keine Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen⁹¹⁹

Die privaten Investoren mit alleinigen Beständen in Aktieneinzelwerten investieren in der Assetklasse Aktien durchschnittlich in 2,7 (Beratungskunden) bzw. 4,3 (Selbstentscheider-Kunden) verschiedene Positionen. Vermögenskunden verfügen im Mittel über 3,0 (Beratungskunden) bzw. 5,4 (Selbstentscheider-Kunden) verschiedene Aktieneinzelwerte, während Retailkunden lediglich 2,0 (Beratungskunden) bzw. 3,6 (Selbstentscheider-Kunden)

⁹¹⁹ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Positionszahlen und Beständen in der Anlageklasse Aktien nach Kundenklassen – sofern kundenindividuell keine Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – siehe auch Tabellen 23 und 24.

differierende Positionen in ihrem Aktienportfolio halten. In Tabelle 23 sind in diesem Kontext weitere deskriptive Statistiken aufgeführt.

		Beratungskunden		Selbstentscheider-Kunden	
		Positionen Aktieneinzelwerte	Bestände Aktieneinzelwerte	Positionen Aktieneinzelwerte	Bestände Aktieneinzelwerte
N	Gültig	2.156	2.156	2.490	2.490
	Fehlend	0	0	0	0
	Mittelwert	2,66	22.455,15	4,30	32.709,80
	Median	2,00	5.059,08	3,00	7.765,97
	Standardabweichung	2,88	59.910,87	5,16	131.104,42
	Minimum	1	,02	1	,10
	Maximum	30	1.005.703,43	90	3.817.784,55
Perzentile	10	1,00	403,89	1,00	458,00
	20	1,00	980,90	1,00	1.336,90
	25	1,00	1.404,98	1,00	2.043,77
	30	1,00	1.942,91	2,00	2.845,85
	40	1,00	3.174,54	2,00	4.923,68
	50	2,00	5.059,08	3,00	7.765,97
	60	2,00	8.278,40	3,00	11.615,32
	70	3,00	13.998,63	5,00	18.742,06
	75	3,00	18.499,50	5,00	24.630,65
	80	4,00	23.896,81	6,00	32.203,75
	90	6,00	51.676,42	9,00	70.730,26

Tab. 23: Deskriptive Statistiken zur Anzahl an Positionen und Gesamtbeständen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern kundenindividuell keine Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Die Experteninterviews haben ergeben, dass die Preisgestaltung der untersuchten Banken bei Aktienaufträgen unterhalb von durchschnittlich etwa 2.500 Euro zu überproportional ansteigenden Transaktionskosten führen. Der Median der Bestände in Aktieneinzelwerten zeigt, dass darin möglicherweise ein Grund für die vielfach nicht ausreichende Diversifikation der privaten Kapitalanleger liegt. So liegt etwa bei den Beratungskunden der Median der Positionen bei einem Wert von zwei, während der Median der Bestände mit 5.059 Euro in etwa auch bei dem zweifachen der „Break-Even-Grenze“ der Transaktionskosten liegt. Ein ähnliches Bild geben die Selbstentscheider-Kunden mit einem Positionsmedian von drei und einem Bestandmedian von 7.766 Euro ab. Ab dem 60-Prozent-Perzentil bietet sich dann vor dem Hintergrund der Transaktionskostenproblematik aufgrund der durchschnittlichen Relationen von Beständen zu Positionen mit deutlich ansteigender Intensität die Möglichkeit, tendenziell höhere durchschnittliche Positionsanzahlen auszuweisen.

In Tabelle 24 sind die gleichen deskriptiven Statistiken nach Kundenklassen aufgeteilt aufgeführt.

Vermögenskunden		Beratungskunden		Selbstentscheider-Kunden	
		Positionen Aktieneinzelwerte	Bestände Aktieneinzelwerte	Positionen Aktieneinzelwerte	Bestände Aktieneinzelwerte
N	Gültig	1.349	1.349	995	995
	Fehlend	0	0	0	0
	Mittelwert	3,04	30.726,50	5,41	60.952,14
	Median	2,00	7.805,86	3,00	16.515,00
	Standardabweichung	3,29	72.215,91	6,54	201.479,11
	Minimum	1	,02	1	,36
	Maximum	30	1.005.703,43	90	3.817.784,55
Perzentile	10	1,00	539,56	1,00	1.037,32
	20	1,00	1.482,87	1,00	3.655,95
	25	1,00	2.013,03	2,00	5.131,39
	30	1,00	2.727,42	2,00	6.677,08
	40	1,00	4.840,71	3,00	10.703,37
	50	2,00	7.805,86	3,00	16.515,00
	60	2,00	13.171,05	4,00	25.792,28
	70	3,00	21.455,61	6,00	41.263,93
	75	4,00	27.643,65	7,00	49.544,75
	80	4,00	37.718,30	8,00	67.497,68
	90	7,00	75.486,35	12,00	135.822,38
Retailkunden		Beratungskunden		Selbstentscheider-Kunden	
		Positionen Aktieneinzelwerte	Bestände Aktieneinzelwerte	Positionen Aktieneinzelwerte	Bestände Aktieneinzelwerte
N	Gültig	807	807	1.495	1.495
	Fehlend	0	0	0	0
	Mittelwert	2,02	8.628,57	3,56	13.913,06
	Median	1,00	2.931,00	2,00	4.833,00
	Standardabweichung	1,84	23.847,96	3,81	27.254,20
	Minimum	1	4,32	1	,10
	Maximum	17	411.498,84	49	288.202,94
Perzentile	10	1,00	343,53	1,00	294,03
	20	1,00	710,20	1,00	871,07
	25	1,00	951,40	1,00	1.295,00
	30	1,00	1.172,84	1,00	1.784,52
	40	1,00	1.961,24	2,00	3.091,08
	50	1,00	2.931,00	2,00	4.833,00
	60	2,00	3.945,96	3,00	7.153,41
	70	2,00	6.519,55	4,00	10.768,34
	75	2,00	8.277,00	4,00	13.979,48
	80	3,00	10.536,33	5,00	17.360,50
	90	4,00	18.824,17	7,40	33.740,25

Tab. 24: Deskriptive Statistiken zur Anzahl an Positionen und Gesamtbeständen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern kundenindividuell keine Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

Hier zeigt sich, wie bereits in der vorherigen Gesamtbetrachtung, dass die nicht beratenen Kunden durchschnittlich deutlich breiter in Aktieneinzelwerten allokiert sind als die Beratungskunden der untersuchten Banken. Über die meisten Aktieneinzelwerte verfügen mit durchschnittlich 5,4 Aktientiteln die vermögenden Selbstentscheider-Kunden, während die regelmäßig durch die Kreditinstitute beratenen Retailkunden mit im Schnitt 2,0 Aktieneinzelwerten am schlechtesten ihren Aktiendepotanteil diversifizieren.

Mit 48,6 Prozent investiert fast die Hälfte der Beratungskunden in der Assetklasse Aktien in nur einen Aktienwert, während 78,2 Prozent der beratenen privaten Investoren über maximal drei verschiedene Aktientitel in ihrem Wertpapierdepot verfügen. Bei den Selbstentscheider-Kunden liegt der entsprechende Anteil an Kunden mit nur einem Aktienwert im Portfolio bei 29,4 Prozent und es verfügen 60,5 Prozent lediglich über höchstens drei verschiedene Aktienwerte in ihrem Aktiendepotanteil. Nur 3,2 Prozent der Beratungskunden und 9,6 Prozent der Selbstentscheider-Kunden investieren ihr für die Assetklasse Aktien vorgesehenes Kapital in zehn oder mehr verschiedene Aktieneinzelwerte.⁹²⁰

In der Differenzierung nach Kundenklassen zeigt sich erneut, dass die Selbstentscheider-Kunden etwas besser, weil etwas breiter diversifiziert, als die Beratungskunden allokiert sind. So verfügen mit 23,2 Prozent (Vermögenskunden) bzw. 33,4 Prozent (Retailkunden) der Selbstentscheider-Kunden vergleichsweise weniger private nicht beratene Anleger über lediglich einen Aktieneinzelwert im Wertpapierdepot. Bei den Beratungskunden ergeben sich 42,8 Prozent (Vermögenskunden) bzw. 58,2 Prozent (Retailkunden) aller im Aktienanteil ausschließlich in Aktieneinzelwerte anlegenden privaten Investoren. Und während bei den vermögenden Selbstentscheider-Kunden 15,1 Prozent aller Kunden über zehn oder mehr verschiedene Aktieneinzelwerte im Depot verfügen, liegt der entsprechende Wert bei den Beratungskunden im Retailgeschäft bei nur 1,2 Prozent.⁹²¹

Abschließend wird noch der Frage nachgegangen, wie diejenigen privaten Investoren, die sowohl über Aktieneinzelwerte als auch über Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ verfügen, ihre Aktieneinzelwerte allokieren. Tendenziell entspräche es der Logik,

⁹²⁰ Siehe dazu sowie für weitere Häufigkeiten zur Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde, sofern keine Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind, in Tabelle 83 im Anhang.

⁹²¹ Siehe dazu sowie für weitere Häufigkeiten zur Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde nach Kundenklassen, sofern keine Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind, in Tabelle 84 im Anhang.

wenn aufgrund des Vorhandenseins von zusätzlichen Wertpapieren aus den Bereichen „Aktienfonds & Sonstige“ die durchschnittliche Anzahl an Positionen bei den Aktieneinzelwerten niedriger ausfallen würde als in der zuvor beschriebenen Auswertung der Wertpapierkunden, die ausschließlich über Aktieneinzelwerte in ihrer Aktienallokation verfügen. In Abbildung 55 ist dargestellt, dass exakt das Gegenteil der Fall ist.

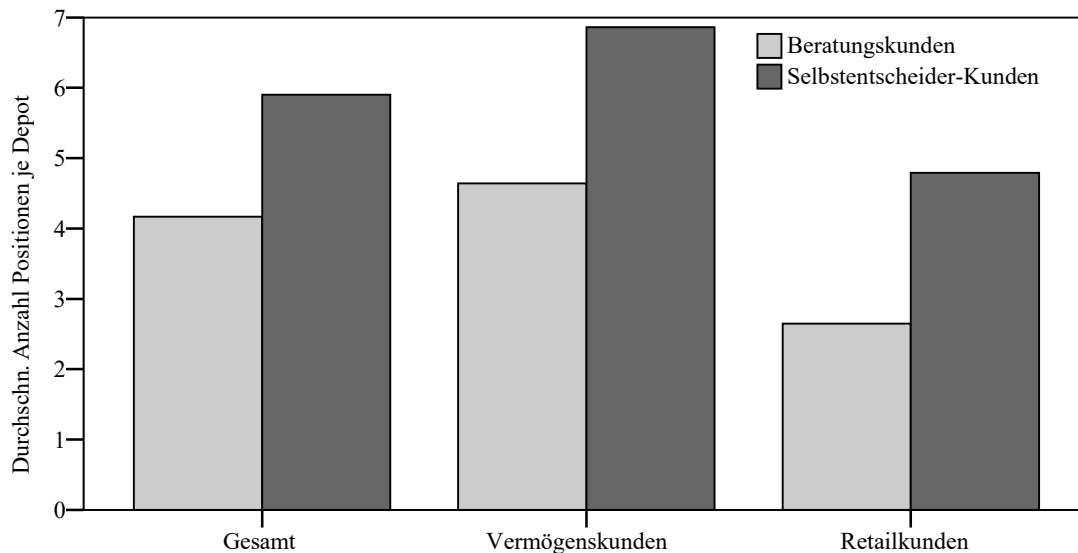


Abb. 55: Durchschnittliche Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern kundenindividuell sowohl Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ als auch in Aktieneinzelwerten vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen⁹²²

Mit durchschnittlich 4,2 (Beratungskunden) bzw. 5,9 (Selbstentscheider-Kunden) verschiedenen Aktieneinzelwerten liegt der Diversifikationsgrad deutlich oberhalb der Diversifikation bei den ausschließlich in Aktieneinzelwerten anlegenden privaten Wertpapierkunden – die zusätzlichen Positionen im Subsektor „Fonds & Sonstige“ noch nicht inkludiert.⁹²³ Wiederholt sind die nicht beratenen Kunden hinsichtlich der Positionsanzahl breiter diversifiziert: Die Vermögenskunden mit durchschnittlich 6,9 und die Retailkunden mit im Schnitt 4,8 verschiedenen Werten. Die beratenen Anleger folgen dahinter mit durchschnittlich 4,4 (Vermögenskunden) und 2,7 (Retailkunden) Aktieneinzelwertepositionen.⁹²⁴

⁹²² Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten – sofern Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ sowie in Aktieneinzelwerten vorhanden sind – siehe Tabelle 85 und 86 im Anhang.

⁹²³ Vgl. dazu auch Abbildung 54.

⁹²⁴ Vgl. dazu und weiterführend auch die Tabellen 85 und 86 im Anhang.

Die Häufigkeitsverteilungen bestätigen, dass diese Teilmenge privater Kapitalanleger in Bezug auf den Diversifikationsgrad nach der Anzahl an Aktieneinzelwerten im Vergleich am besten aufgestellt ist. So bestehen etwas weniger Depots mit lediglich einem Aktieneinzelwert (32,7 Prozent bei Beratungskunden und 19,8 Prozent bei Selbstentscheider-Kunden) und etwas mehr Depots mit zehn oder mehr Aktieneinzelwerten in der Aktienportfolioallokation (10,0 Prozent bei Beratungskunden und 17,7 Prozent bei Selbstentscheider-Kunden).⁹²⁵ Auch hierbei liegen die Vorteile in der Kundenklassendifferenzierung deutlich auf Seiten der Selbstentscheider-Kunden.⁹²⁶

Die Allokation innerhalb der Assetklasse Aktien nach den diesen Bereich abbildenden Wertpapierprodukten, lässt in Bezug auf die reinen durchschnittlichen Wertpapierpositionszahlen bei vielen Anlegern bereits einen geringen Diversifikationsgrad vermuten. Die Reduzierung der Datenmenge auf diejenigen privaten Kapitalanleger, welche die Anlageklasse Aktien ausschließlich in Form von Aktieneinzelwerten abbilden, bestätigt diese Vermutung und verstärkt sie für diese Teilmenge noch. In Hinblick auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen ist erkennbar, dass die von den analysierten Banken nicht beratenen privaten Kapitalanleger durchschnittlich ihre in der Anlageklasse Aktien investierten Vermögensanteile, in Hinblick auf die Anzahl unterschiedlicher Depotpositionen, breiter diversifizieren.

4.4.4.2 Allokation nach Branchen

In Bezug auf die sinnvolle Verteilung des in der Assetklasse Aktien investierten Wertpapiervermögens auf unterschiedliche Branchen finden die bereits in den vorherigen Abschnitten aufgeführten grundsätzlichen Empfehlungen bzw. Erkenntnisse zu geeigneter Diversifikation größtenteils ebenfalls Anwendung. Die Allokation nach Branchen ist im Asset Allocation-Prozess Bestandteil der sog. taktischen Asset Allocation und wird damit in der Regel erst in einem zweiten Schritt nach der Verteilung des Anlegervermögens auf Assetklassen, Länder bzw. Regionen und Währungen vollzogen.⁹²⁷ Da die Kursentwicklungen von Aktien in Abhängigkeit von der Branche der Unternehmen regelmäßig unterschiedlich verlaufen, bietet sich eine breite Streuung des zu investierenden Kapitals auf verschiedene Branchen zum Zwecke einer anlegerindividuell sinnvollen Diversifikation an.⁹²⁸ Wissenschaftliche

⁹²⁵ Vgl. dazu und weiterführend auch Tabelle 87 im Anhang.

⁹²⁶ Vgl. dazu und weiterführend auch Tabelle 88 im Anhang.

⁹²⁷ Siehe dazu weiterführend auch Unterabschnitt 2.2.3.2.

⁹²⁸ Vgl. Steiner/ Bruns (2002), S. 109 ff.

Studien über konkrete Empfehlungen hinsichtlich der Anzahl verschiedener Branchen innerhalb einer Portfolioallokation konnten nicht ausfindig gemacht werden. Allgemein wird jedoch regelmäßig eine breite bzw. umfassende Streuung zur Erzielung positiver Diversifikationseffekte vorausgesetzt.⁹²⁹ In Tabelle 25 sind die 24 verschiedenen Branchen des vorliegenden Datensatzes inkl. ihrer individuellen Häufigkeiten aufgeführt.⁹³⁰

	Branche	Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Gültig	Automobile	1.887	6,5	10,2	10,2
	Banken	2.258	7,8	12,2	22,5
	Bauindustrie	103	,4	,6	23,0
	Biotechnologie	254	,9	1,4	24,4
	Chemie	2.596	9,0	14,1	38,5
	Dienstleistungen	210	,7	1,1	39,6
	Finanzen	88	,3	,5	40,1
	Handel	194	,7	1,1	41,1
	Immobilien	65	,2	,4	41,5
	Industrie	279	1,0	1,5	43,0
	Konsum	162	,6	,9	43,9
	Maschinenbau	434	1,5	2,4	46,2
	Medien	49	,2	,3	46,5
	Metalle	178	,6	1,0	47,5
	Mischkonzern	1.347	4,6	7,3	54,8
	Nahrungsmittel	50	,2	,3	55,0
	Neue Energien	287	1,0	1,6	56,6
	Pharma	272	,9	1,5	58,1
	Software	302	1,0	1,6	59,7
	Technologie	988	3,4	5,4	65,0
	Telekommunikation	2.748	9,5	14,9	79,9
	Transport	1.120	3,9	6,1	86,0
	Versicherer	961	3,3	5,2	91,2
	Versorger	1.621	5,6	8,8	100,0
	Gesamt	18.453	63,6	100,0	
Fehlend		10.542	36,4		
Gesamt		28.995	100,0		

Tab. 25: Häufigkeiten zur Anzahl der verschiedenen Branchen in den Aktieneinzelwerten des Datensatzes

Da nicht für alle Aktieneinzelwerte im Datensatz Brancheninformationen vorhanden sind, beziehen sich die nachfolgenden Auswertungen nur auf die zuvor bereits beschriebene Teilmenge privater Investoren mit Bestand in HDAX-Einzelwerten. In diesem Kontext muss berücksichtigt werden, dass die untersuchten Investoren neben diesen HDAX-Aktienwerten

⁹²⁹ Vgl. dazu beispielsweise Behrenwaldt (2003), S. 320 ff.; Brechtmann (2002), S. 145 ff.; Dörr (2002), S. 131 ff.; Fischer/ Glawischnig (2006), S. 2 ff. sowie Rehkugler/ Jandura/ Sayn-Wittgenstein (2000), S. 192 ff.

⁹³⁰ Die Branchenaufteilung sowie die spätere Zuordnung der Einzelwerte zu den jeweiligen Branchen waren im Datensatz bereits vorhanden und wurden unverändert übernommen. Informationen zur Branchenzugehörigkeit der Aktieneinzelwerte liegen im Datensatz nur für die HDAX-Aktienwerte vor.

sowohl über Aktienfonds und sonstige Wertpapiere der Assetklasse Aktien, als auch über Aktieneinzelwerte außerhalb des HDAX verfügen können. Die Experteninterviews haben ergeben, dass der Anteil an Investmentfonds und sonstigen Wertpapieren mit Aktienbezug, welche den Anlageschwerpunkt auf eine bzw. wenige Branchen legen und damit keine deutlich positive Diversifikationswirkung auf die Branchenallokation auf Kundenportfolioebene neben Aktieneinzelwerten entfalten könnten, niedrig ausfallen soll.⁹³¹ Da dementsprechend eine wesentliche Verfälschung der nachfolgenden Ergebnisse bei Einbeziehung dieser Investoren in die nachfolgenden Auswertungen nicht zu erwarten ist, sollen Investoren, welche neben HDAX-Aktieneinzelwerten auch über Aktienfonds bzw. sonstige der Anlageklasse Aktien zuzurechnende Wertpapiere in ihrer Portfolioallokation verfügen, zugunsten einer größeren Datenmenge im auszuwertenden Datensatz verbleiben.

Wenn dem individuellen Wertpapierportfolio neben Aktieneinzelwerten des HDAX weitere Aktientitel beigefügt sind, kann dadurch die Branchendiversifikation auf Investorenebene hingegen deutlich verbessert werden. Obwohl die HDAX-Aktienwerte, wie zuvor ausführlich beschrieben, den überwiegenden Teil der Aktieneinzelwerte in der Datenbasis ausmachen, soll dieser Aspekt nicht außer Acht gelassen werden. Daher wird nachfolgend neben der Analyse aller Wertpapieranleger mit Depotbestand in mindestens einer HDAX-Aktie (und ggf. weiteren Wertpapieren der Assetklasse Aktien) auch eine Teilmenge dieser Datenmenge gebildet und untersucht, in welcher die Investoren anlegerindividuell ausschließlich über HDAX-Titel verfügen.

In Tabelle 26 sind diverse deskriptive Statistiken zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX auf Kundenebene aufgeführt. Durchschnittlich streuen Beratungskunden ihre HDAX-Aktieneinzelwerte demnach auf 2,16 verschiedene Branchen, während Selbstentscheider-Kunden im Mittel 2,48 verschiedene Branchen zur Allokation heranziehen.

⁹³¹ Dieses Ergebnis der Experteninterviews wurde durch stichprobenhafte Überprüfung des Datensatzes verifiziert und kann insoweit bestätigt werden, dass sich die meisten Aktienfonds auf bestimmte Länder bzw. Regionen und die meisten sonstigen Wertpapiere der Assetklasse Aktien auf marktweite Börsenindizes zu beziehen scheinen. Der Anteil von entsprechenden Wertpapierprodukten mit Fokussierung auf eine oder wenige Branchen wird auf deutlich unter 10 Prozent geschätzt.

	Beratungskunden	Selbstentscheider-Kunden
N Gültig	3.654	3.560
Fehlend	0	0
Mittelwert	2,16	2,48
Median	1,00	2,00
Standardabweichung	1,894	2,153
Minimum	1	1
Maximum	19	15
Perzentile 10	1,00	1,00
20	1,00	1,00
25	1,00	1,00
30	1,00	1,00
40	1,00	1,00
50	1,00	2,00
60	2,00	2,00
70	2,00	3,00
75	3,00	3,00
80	3,00	4,00
90	5,00	5,00

Tab. 26: Deskriptive Statistiken zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Die aufgeführten Perzentile zeigen deutlich, dass beratene wie nicht beratene Kunden überwiegend kaum Branchenallokation auf Basis der HDAX-Aktienwerte betreiben. So verfügen 54,5 Prozent der Beratungskunden und 47,7 Prozent der Selbstentscheider-Kunden in ihrer Branchenstreuung im HDAX lediglich über eine einzige Branche. Nur 6,7 Prozent (Beratungskunden) bzw. 9,4 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) verfügen über fünf oder mehr verschiedene HDAX-Branchen in ihrem Aktieneinzelwerteportfolio.⁹³²

Die Analyse nach Kundenklassen zeigt, dass die Vermögenskunden der drei untersuchten Banken mit durchschnittlich 2,41 (Beratungskunden) und 2,99 (Selbstentscheider-Kunden) verschiedenen Branchen gegenüber den Retailkunden mit durchschnittlich 1,63 (Beratungskunden) und 2,08 (Selbstentscheider-Kunden) unterschiedlichen Branchen, bezogen auf die HDAX-Aktienwerte, über eine vergleichsweise breitere Diversifikation verfügen.⁹³³ Bestätigt wird dieses Erkenntnis durch die Höhe des Anteils der Kunden, welche in ihrer Aktienstreuung über fünf oder mehr unterschiedliche HDAX-Branchen verfügen. Bei den Vermö-

⁹³² Siehe dazu sowie für weitere Häufigkeiten zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten je Kunde, sofern ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist, Tabelle 89 im Anhang.

⁹³³ Siehe dazu sowie für weitere deskriptive Statistiken zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten je Kunde, sofern ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist, unterteilt nach Kundenklassen Tabelle 90 im Anhang.

genskunden liegt dieser Anteil bei 9,0 (Beratungskunden) bzw. 14,6 Prozent (Selbstentscheider-Kunden), während er bei Retailkunden bei 1,6 (Beratungskunden) bzw. 5,3 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) liegt.⁹³⁴

Aufgrund der zuvor beschriebenen Problematik soll zusätzlich auch die Teilmenge jener privaten Kapitalanleger untersucht werden, welche neben einem Engagement in HDAX-Aktien keine weiteren Aktienezelwerte in ihrem Portfolio unterhalten. Auf diese Weise soll überprüft werden, inwieweit diese hinsichtlich ihres Aktienezelwerteengagements vollumfänglich auswertbaren Investoren, über eine breitere Streuung in Hinblick auf die Branchenallokation verfügen als dies in der zuvor dargestellten gesamten Datenmenge der Fall ist. Die Datenbasis wird daher für die folgenden Auswertungen um 48,8 Prozent auf 3.696 Wertpapierportfolien privater Kapitalanleger vermindert.

In Tabelle 27 sind für alle privaten Investoren mit Aktienezelwertbestand ausschließlich in HDAX-Aktien diverse deskriptive Statistiken zur Anzahl der unterschiedlichen Branchen in Aktienezelwerten des HDAX auf Kundenebene aufgeführt.

	Beratungskunden	Selbstentscheider-Kunden
N Gültig	2.306	1.390
Fehlend	0	0
Mittelwert	1,76	2,05
Median	1,00	1,00
Standardabweichung	1,300	1,498
Minimum	1	1
Maximum	13	12
Perzentile 10	1,00	1,00
20	1,00	1,00
25	1,00	1,00
30	1,00	1,00
40	1,00	1,00
50	1,00	1,00
60	1,00	2,00
70	2,00	2,00
75	2,00	3,00
80	2,00	3,00
90	3,00	4,00

Tab. 27: Deskriptive Statistiken zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktienezelwerten des HDAX je Kunde – sofern in Aktienezelwerten ausschließlich ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

⁹³⁴ Siehe dazu sowie für weitere Häufigkeiten zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktienezelwerten je Kunde, sofern ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist, unterteilt nach Kundenklassen Tabelle 91 im Anhang.

Das Ergebnis überrascht dahingehend, dass die Branchenallokation bei dieser Teilmenge sogar noch etwas geringer ausgeprägt ist als in der zuvor analysierten größeren Datenmenge. Die privaten Investoren streuen demnach ihr Kapital in Aktieneinzelwerten lediglich auf 1,8 (Beratungskunden) bzw. 2,1 (Selbstentscheider-Kunden) verschiedene Branchen. Der Median von eins, sowohl bei den beratenen als auch bei den nicht beratenen privaten Wertpapierkunden, sowie die aufgeführten Perzentile bestätigen den allgemein niedrigen Branchen-diversifikationsgrad.

Mit nur einer Branche innerhalb der Einzelaktienallokation verfügen 60,8 Prozent der beratenen und 50,3 Prozent der nicht beratenen Kunden der untersuchten Banken über keine Branchenallokation auf der Ebene ihres individuellen Wertpapierportfolios. Nur 2,6 Prozent der Beratungskunden und 4,2 Prozent der Selbstentscheider-Kunden streuen ihr in Aktieneinzelwerten investiertes Anlagekapital in mindestens fünf verschiedene Branchen.⁹³⁵

In Tabelle 28 ist die Branchenallokation unterteilt nach Kundenklassen aufgeführt. Es fällt auf, dass die Vermögenskunden mit durchschnittlich 1,9 (Beratungskunden) und 2,3 (Selbstentscheider-Kunden) verschiedenen Branchen in ihren Aktieneinzelwerten breiter streuen als die Retailkunden mit 1,47 (Beratungskunden) bzw. 1,84 (Selbstentscheider-Kunden) Branchen. Innerhalb der Kundenklassen kann erneut festgehalten werden, dass die nicht beratenen Wertpapierkunden hinsichtlich der Anzahl unterschiedlicher Branchen breiter allo- kieren als die beratenen Privatkunden der drei Banken.

Bei den beratenen Kunden verfügen 70,4 Prozent (Retailkunden) bzw. 55,4 Prozent (Vermögenskunden) über keinerlei Branchenstreuung, da sie jeweils nur über eine Branche im Portfolio verfügen. Bei den nicht beratenen Kunden liegen diese Werte bei 56,2 (Retailkunden) bzw. 41,7 (Vermögenskunden) Prozent. Zudem investieren nur 0,6 (Retailkunden) bzw. 3,8 Prozent (Vermögenskunden) der Beratungskunden sowie 2,8 (Retailkunden) bzw. 6,4 Prozent (Vermögenskunden) der Selbstentscheider-Kunden ihr Anlagekapital in Aktieneinzelwerten in fünf oder mehr verschiedene Branchen.⁹³⁶

⁹³⁵ Siehe dazu sowie für weitere Häufigkeiten zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten je Kunde, sofern in Aktieneinzelwerten ausschließlich ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist, unterteilt nach Kundenklassen Tabelle 92 im Anhang.

⁹³⁶ Siehe dazu sowie für weitere Häufigkeiten zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten je Kunde, sofern in Aktieneinzelwerten ausschließlich ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist, unterteilt nach Kundenklassen Tabelle 93 im Anhang.

	Vermögenskunden		Retailkunden	
	Beratungskunden	Selbstentscheider-Kunden	Beratungskunden	Selbstentscheider-Kunden
N Gültig	1.481	564	825	826
Fehlend	0	0	0	0
Mittelwert	1,93	2,34	1,47	1,84
Median	1,00	2,00	1,00	1,00
Standardabweichung	1,457	1,676	,879	1,327
Minimum	1	1	1	1
Maximum	13	12	9	10
Perzentile 10	1,00	1,00	1,00	1,00
20	1,00	1,00	1,00	1,00
25	1,00	1,00	1,00	1,00
30	1,00	1,00	1,00	1,00
40	1,00	1,00	1,00	1,00
50	1,00	2,00	1,00	1,00
60	2,00	2,00	1,00	2,00
70	2,00	3,00	1,00	2,00
75	2,00	3,00	2,00	2,00
80	3,00	3,00	2,00	2,00
90	4,00	5,00	3,00	4,00

Tab. 28: Deskriptive Statistiken zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern in Aktieneinzelwerten ausschließlich ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

Die fünf am häufigsten in den Portfolien privater Investoren aufzufindenden Branchen sind mit ihrer depotindividuell durchschnittlichen Branchengewichtung in Abbildung 56 dargestellt. Die Analyse bezieht sich erneut nur auf die kundenindividuell vorhandenen HDAX-Aktienwerte innerhalb der Assetklasse Aktien. Durch die anlegerindividuelle Beimischung weiterer Branchen in Form von Aktieneinzelwerten außerhalb des HDAX-Universums oder anderen Wertpapieren mit Fokus auf eine oder wenige Branchen, können die nachfolgenden Ergebnisse hinsichtlich der Diversifikationswirkung verbessert werden.⁹³⁷

⁹³⁷ Die Simulation der gleichen Auswertung mit Kunden, welche ausschließlich über HDAX-Aktienwerte verfügen, zeigt ähnliche Ergebnisse. Hinsichtlich des vermuteten insgesamt geringen positiven Einflusses von (wahrscheinlich selten anzutreffenden) anderen Wertpapieren mit Fokus auf eine oder wenige Branchen, gelten die bereits zuvor beschriebenen Ergebnisse der Experteninterviews sowie die daraus abgeleiteten Annahmen auch an dieser Stelle.

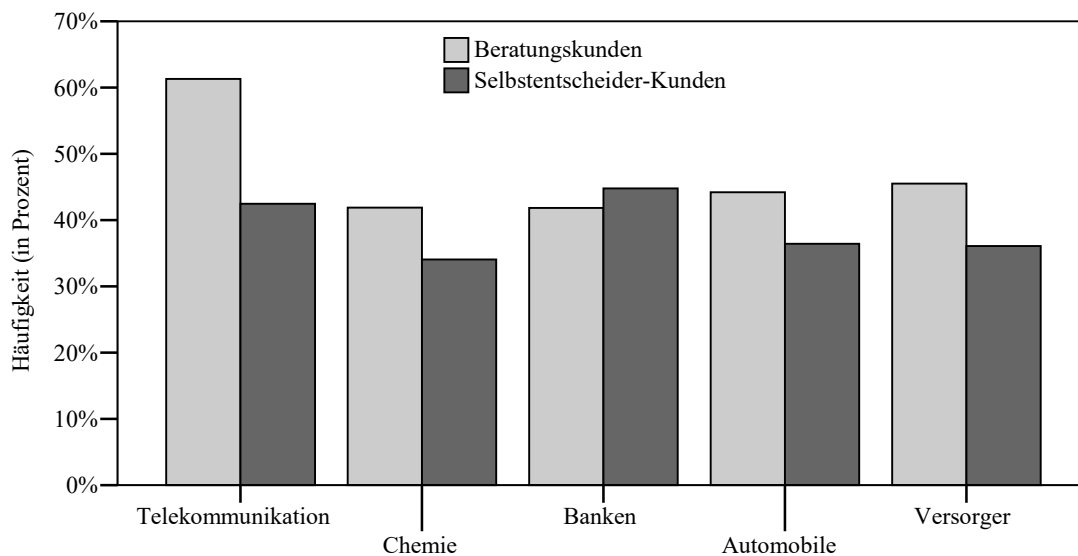


Abb. 56: Durchschnittliche Anteile der verschiedenen Branchen an der Portfolioallokation in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in der jeweiligen Branche vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁹³⁸

Bei allen aufgeführten Branchen werden kundenindividuell jeweils vergleichsweise hohe Anteile an der Allokation in HDAX-Einzelwerten in der entsprechenden Branche investiert. Mit Ausnahme der Branche „Banken“ sind die Anteile der Beratungskunden jeweils noch einmal höher als die Häufigkeiten der Selbstentscheider-Kunden. Den höchsten prozentualen Anteil nimmt die Branche „Telekommunikation“ bei den beratenen Kunden mit durchschnittlich 61,3 Prozent ein. Etwa 41,6 Prozent der Beratungskunden und 17,1 Prozent der Selbstentscheider-Kunden investieren in HDAX-Einzelwerten sogar ausschließlich in dieser Branche.⁹³⁹

In Abbildung 57 sind die fünf häufigsten Branchen hinsichtlich ihrer mittleren Anteile an der Portfolioallokation in Aktieneinzelwerten des HDAX auf Kundenebene, aufgeteilt nach Kundenklassen, dargestellt.

⁹³⁸ Die aufgeführten Branchen sind die fünf in dieser Untersuchung am häufigsten in den Portfolien privater Kapitalanleger vorkommenden Branchen. Vergleiche dazu auch Tabelle 25. Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der verschiedenen Branchen an der Portfolioallokation siehe Tabelle 94 im Anhang.

⁹³⁹ Vgl. dazu sowie für weitere Häufigkeiten zum Anteil der Branche Telekommunikation in Aktieneinzelwerten des HDAX Tabelle 95 im Anhang.

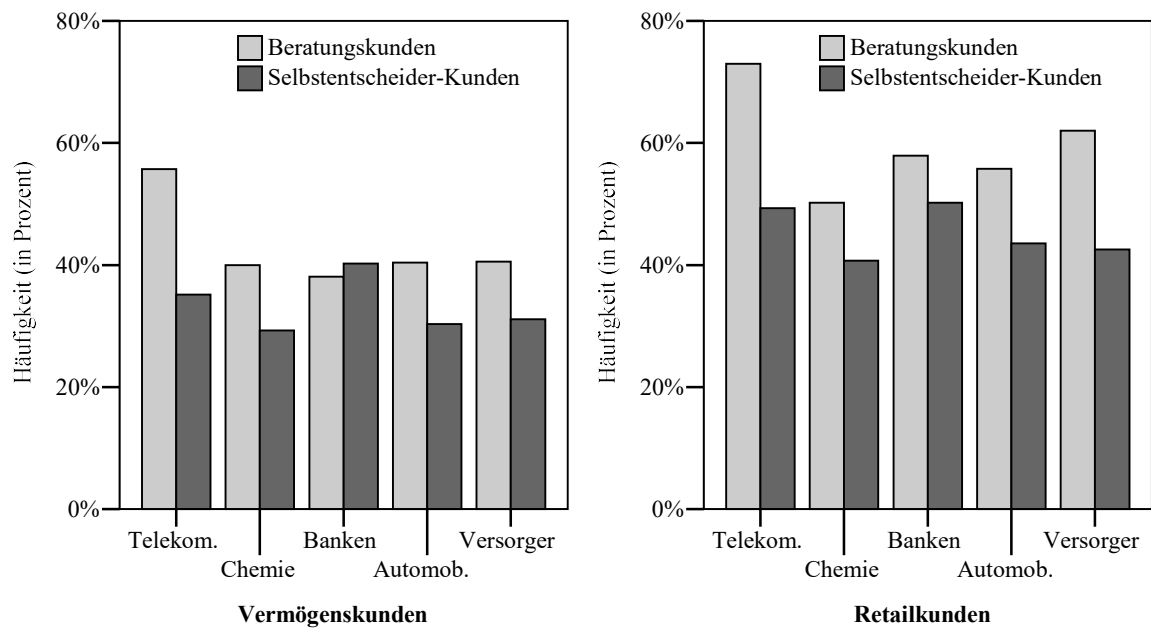


Abb. 57: Durchschnittliche Anteile der verschiedenen Branchen an der Portfolioallokation in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in der jeweiligen Branche vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen⁹⁴⁰

Die durchschnittlichen Anteile der jeweiligen Branchen sind bei Retailkunden in allen Fällen nochmals höher als bei Vermögenskunden. So investieren etwa beratene Retailkunden bei depotindividueller Berücksichtigung der Branche „Telekommunikation“ durchschnittlich 73,0 Prozent und bei Berücksichtigung der Branche „Versorger“ im Mittel 62,0 Prozent ihres für Aktieneinzelwerte des HDAX verfügbaren Kapitals ausschließlich in diese Branchen. Zudem fallen die Anteile bei Beratungskunden (bis auf eine Ausnahme) grundsätzlich höher aus als bei Selbstentscheider-Kunden.⁹⁴¹

Die Allokation der Assetklasse Aktien nach Branchen lässt in Bezug auf die Anzahl unterschiedlicher Branchen in der depotindividuellen Branchenstreuung bei vielen Anlegern einen geringen Diversifikationsgrad vermuten. Die Reduzierung der Datenmenge auf diejenigen privaten Kapitalanleger, welche den Subsektor der Aktieneinzelwerte ausschließlich in Form von HDAX-Aktieneinzelwerten abbilden, bestätigt diese Vermutung und verstärkt sie

⁹⁴⁰ Die aufgeführten Branchen sind die fünf in dieser Untersuchung am häufigsten in den Portfolien privater Kapitalanleger vorkommenden Branchen. Vergleiche dazu auch Tabelle 25. Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der verschiedenen Branchen an der Portfolioallokation nach Kundenklassen siehe Tabelle 96 im Anhang.

⁹⁴¹ Vgl. dazu sowie für weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der verschiedenen Branchen an der Portfolioallokation nach Kundenklassen Tabelle 96 im Anhang.

für diese Teilmenge noch. In Hinblick auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen ist erkennbar, dass die nicht beratenen privaten Kapitalanleger durchschnittlich ihre in der Anlagekasse Aktien investierten Vermögensanteile, in Hinblick auf die Anzahl unterschiedlicher Branchen, auf niedrigem Niveau breiter diversifizieren.

4.4.4.3 Allokation nach Ländern und Regionen

In diesem Unterabschnitt wird zunächst die Länderallokation der privaten Kapitalanleger innerhalb der Assetklasse Aktien untersucht. Sie ist als Bestandteil der strategischen Asset Allocation ein wesentlicher Baustein der Gesamtportfolioallokation. Unter Länderallokation wird in diesem Kontext allgemein die breite internationale Streuung des Anlagekapitals verstanden. Neben den klassischen Industrienationen, etwa den OECD-Staaten⁹⁴² sowie weiteren marktwirtschaftlich organisierten Industriestaaten, kommen für Wertpapieranlagen auch zahlreiche Schwellenländermärkte in Frage.⁹⁴³ Entwicklungsländer verfügen im Gegensatz dazu selten über funktionierende Kapitalmärkte, sodass unmittelbare Kapitalanlagen auch aufgrund der mangelnden Größe dieser Märkte in der Länderallokation zumeist eine nachgeordnete Rolle spielen.

Da die Korrelationen von Aktienmarktrenditen weltweit sehr unterschiedlich verlaufen, kann ein international breit diversifiziertes Aktienportfolio effizienter sein als ein lediglich national investiertes Portfolio. Berücksichtigt man zudem die Größe des deutschen Aktienmarktes im Vergleich zu allen Aktienmärkten weltweit, zeigt sich schnell, dass die Anlage in deutsche Aktienwerte für einen in Deutschland ansässigen Investoren im Sinne einer breit angelegten internationalen Diversifikation nur ein Allokationsbestandteil sein kann. So hatte die Deutsche Börse im Jahr 2010 einen Anteil von nur 2,6 Prozent am weltweiten Aktienhandel.⁹⁴⁴ Die Bedeutung des deutschen Aktienmarktes ist im internationalen Vergleich also eher als gering einzustufen.⁹⁴⁵

⁹⁴² Die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) verfügt über 34 Mitgliedstaaten, welche sich der Demokratie und Marktwirtschaft verpflichtet fühlen. Das Ziel der Organisation ist es, eine Politik zu fördern, welche das Leben der Menschen in sozialer und wirtschaftlicher Hinsicht verbessert. Viele OECD-Mitglieder gehören zu den Ländern mit vergleichsweise hohen Pro-Kopf-Einkommen und gelten als entwickelte Länder. Vgl. dazu www.oecd.org.

⁹⁴³ Zu den größten Schwellenländern gehören die sogenannten BRIC-Staaten. Dazu zählen in der Reihenfolge des jeweils ersten Buchstabens dieser Länder Brasilien, Russland, Indien und China.

⁹⁴⁴ Vgl. World Federation of Exchanges (2010), S.74. Siehe dazu beispielhaft auch Tabelle 5.

⁹⁴⁵ Vgl. Steiner/ Bruns (2002), S. 95 ff.

Zahlreiche Untersuchungen bestätigen die Vorteilhaftigkeit internationaler Diversifikation unter Rendite-Risiko-Aspekten unabhängig von der Herkunft privater Investoren.⁹⁴⁶ VON NITZSCH/ STOTZ beziffern den Renditeverlust eines deutschen Aktienanlegers bei 80-prozentiger Investition in deutsche Aktienwerte im Vergleich zu einer optimalen internationalen Diversifikation mit über einem Prozent jährlich.⁹⁴⁷ Aus der Sicht deutscher Investoren haben sowohl LAPP für den Zeitraum 1988 bis 1997, als auch GERKE/ MAGER/ RÖHRS für das Zeitfenster 1980 bis 2001 festgestellt, dass effiziente Aktienallokationen entweder nur einen geringen deutschen Anteil oder sogar überhaupt keinen deutschen Aktienanteil aufgewiesen hätten.⁹⁴⁸ Demnach scheint ein hoher deutscher Aktienanteil im Portfolio der untersuchten privaten Kapitalanleger zur Erzielung eines möglichst guten Rendite-Risiko-Profiles ungünstig zu sein. GERKE/ MAGER/ RÖHRS haben für das Zeitfenster 1980 bis 2001 herausgefunden, dass ein Anteil deutscher Aktienwerte von 20 bis 40 Prozent zwar nicht zu einem optimalen Portfolio geführt hat, aber daraus auch kein deutlicher negativer Effekt in Hinblick auf ein möglichst optimales Rendite-Risiko-Profil resultierte. Dieser stellte sich erst ab darüber liegenden Anteilen deutscher Aktientitel im Portfolio deutscher Investoren ein.⁹⁴⁹

Die Länderallokation ist eng mit der in Unterabschnitt 4.4.3 beschriebenen Währungsallokation verbunden. Das liegt vor allem daran, dass außerhalb gemeinsamer länderübergreifender Währungsräume (z. B. die EWWU) Investitionen in ausländische Aktienwerte zu meist zwangsläufig auch mit Investitionen in Fremdwährungen einhergehen. Dieser Aspekt wird in der Literatur als einer der Hauptgründe für eine unzureichende Länderdiversifikation auf Investorenebene genannt. Allerdings bestehen diverse Möglichkeiten, Fremdwährungsrisiken auch bewusst zu verkleinern oder gar zu eliminieren. So verfügen etwa zahlreiche Investmentfondskonzepte und Zertifikatelösungen für private Kapitalanleger bereits auf Produktebene über eine Währungsabsicherung.⁹⁵⁰

Die nachfolgende Analyse zur Länderallokation im Aktienanteil privater Kapitalanleger beinhaltet alle 39.984 Depotpositionen, die der Assetklasse Aktien zugeschrieben werden. In den damit einbezogenen 9.536 Wertpapierdepots privater Investoren befinden sich neben

⁹⁴⁶ Für einen breiten Überblick dazu siehe Lapp (2001), S. 20 oder von Nitzsch/ Stotz (2006), S. 106 ff.

⁹⁴⁷ Vgl. von Nitzsch/ Stotz (2006), S. 106 ff.

⁹⁴⁸ Vgl. Lapp (2001), S. 52 ff. und Gerke/ Mager/ Röhrs (2005), S. 96 ff.

⁹⁴⁹ Vgl. Gerke/ Mager/ Röhrs (2005), S. 96 ff.

⁹⁵⁰ Vgl. Steiner/ Bruns (2002), S. 99 f.

Aktieneinzelwerten auch Investmentfonds und sonstige der Anlageklasse Aktien zuzurechnende Wertpapiere. Zu letzteren liegen weder Informationen hinsichtlich des Anlagelandes bzw. der Anlageregion im Datensatz vor noch sind diese aus dem Datensatz konstruierbar.⁹⁵¹ Die meisten anderen empirischen Untersuchungen im Kontext der Länderallokation stellen lediglich auf Aktieneinzelwerte ab und klammern Investmentfonds im Regelfall aus.⁹⁵² Die vorliegende Analyse bezieht im Gegensatz dazu auch sämtliche Aktienfonds in die nachfolgenden Untersuchungen ein.

In Abbildung 58 sind die durchschnittlichen volumengewichteten Anteile der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolioallokation in Aktien auf Depotkundenebene aufgeführt.

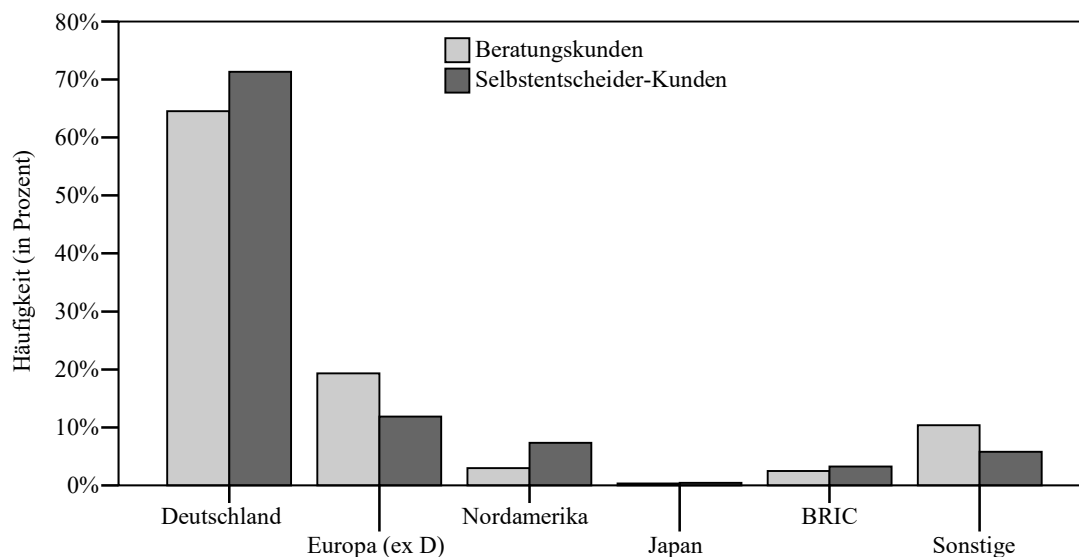


Abb. 58: Durchschnittliche volumengewichtete Anteile der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolioallokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁹⁵³

⁹⁵¹ Es handelt sich hierbei um 9,6 Prozent der Aktienpositionen (3.845 Positionen).

⁹⁵² Vgl. Borgsen/ Glaser (2005), S. 4.

⁹⁵³ Basis der Analyse ist die Assetklasse Aktien. Somit finden sowohl Aktieneinzelwerte als auch Aktieninvestmentfonds in der Analyse Berücksichtigung. Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der verschiedenen Länder und Regionen an der Portfolioallokation siehe Tabelle 97 im Anhang. Wertpapiere, die neben der Assetklasse Aktien mind. eine weitere Anlageklasse (außer Liquidität) beinhalten, sind in der Abbildung nicht enthalten. Dazu zählen v. a. Mischfonds, gemischte Dachfonds sowie Multi-Asset-Investmentfonds. Daher wird im Anhang in Abbildung 79 simuliert, wie sich eine Berücksichtigung der hier ausgeschlossenen Anlagebereiche bei Berücksichtigung mit einem fiktiven Aktienanteil von 50 Prozent auswirken würde. Für die Datenbasis zur Abbildung und weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der verschiedenen Länder und Regionen an der Portfolioallokation unter Einbeziehung von Mischfonds, gemischten Dachfonds sowie Multi-Asset-Fonds Tabelle 99 und 100 im Anhang.

Der Anteil des deutschen Aktienmarktes überwiegt in der Allokation privater Kapitalanleger mit durchschnittlichen Depotanteilen von 64,5 (Beratungskunden) bzw. 71,3 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) deutlich. In Resteuropa investieren die beratenen Kapitalanleger 19,3 Prozent ihres für Aktien vorgesehenen Anlagekapitals, während die nicht beratenen Investoren hier mit 11,9 Prozent niedriger gewichtet sind. Dafür gewichten die Selbstentscheider-Kunden die größte Anlageregion der Welt, Nordamerika, mit 7,3 Prozent höher als die Beratungskunden mit 2,9 Prozent. Die BRIC-Staaten⁹⁵⁴ sowie Japan spielen unabhängig von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen kaum eine Rolle in der Länderallokation privater Kapitalanleger. Hinter der Position „Sonstige“ verbergen sich nicht eindeutig oder überwiegend einem Land bzw. einer Region zuzuordnende Wertpapieranlagen. Dazu zählen beispielweise Investmentfonds mit dem Fokus auf einzelne Branchen oder eine weltweit gestreute Aktienanlage.

Bei der Analyse des Medians der durchschnittlichen Anteile der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolioallokation fällt die häufig unzureichende Länderdiversifikation unmittelbar ins Auge: Während der Median für den Anteil Deutschlands bei den Beratungskunden bei 91,5 Prozent liegt und der entsprechende Wert bei den Selbstentscheider-Kunden bei 95,0 Prozent notiert, liegt der Median bei allen anderen Ländern bzw. Regionen unabhängig von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen bei null Prozent.⁹⁵⁵ Insgesamt sind 46,0 Prozent der Beratungskunden und 45,0 Prozent der Selbstentscheider-Kunden in der Assetklasse Aktien zu 100 Prozent in Deutschland investiert. Hinsichtlich der verschiedenen Kundenklassen bestehen bei den zuvor aufgeführten Ergebnissen nur geringe Unterschiede zwischen Vermögens- und Retailkunden.⁹⁵⁶

Neben der dargestellten internationalen Portfolioallokation soll nachfolgend auch die nationale Allokation der Assetklasse analysiert werden. In Anlehnung an den in der Behavioral Finance-Forschung bekannten Home Bias at Home-Effekt wird daher untersucht, ob sich Aktiengesellschaften mit Sitz in der geographischen Nähe des privaten Kapitalanlegers häufiger in dessen Portfolioallokation befinden als andere nationale Aktienwerte. COVAL/MOSKOWITZ haben diese Bezeichnung mit ihrer Arbeit ganz wesentlich geprägt, indem

⁹⁵⁴ Die Region BRIC wurde aus der Addition der Aktienmärkte Brasilien, Russland, Indien und China gebildet, um damit stellvertretend die Investition in Schwellenländer einordnen zu können.

⁹⁵⁵ Vgl. dazu sowie für weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der verschiedenen Länder und Regionen an der Portfolioallokation Tabelle 97 im Anhang.

⁹⁵⁶ Vgl. dazu sowie für weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der verschiedenen Länder und Regionen an der Portfolioallokation nach Kundenklassen Tabelle 98 im Anhang.

sie das Handelsverhalten von 1.189 US-amerikanischen Fondsmanagern, u. a. in Hinblick auf die Entfernungen zwischen dem Unternehmenshauptsitz der in den Fonds befindlichen Aktienwerte und dem geographischen Sitz des Fondsmanagements untersucht haben. Sie fanden heraus, dass die in den Portfolien gehaltenen Aktientitel durchschnittlich 160 bis 184 km bzw. 9 bis 11 Prozent näher am Sitz des Fondsmanagers ihren Hauptsitz unterhielten als das in einem breit diversifizierten Portfolio jeweils der Fall gewesen wäre.⁹⁵⁷

GRINBLATT/ KELOHARJU haben über einen Zeitraum von gut zwei Jahren alle Transaktionen in den Aktien von 92 Unternehmen am finnischen Aktienmarkt u. a. auch in Hinblick auf die Entfernung zwischen Investor und Hauptsitz der jeweiligen Aktiengesellschaft untersucht. Sie finden heraus, dass die Investoren Aktiengesellschaften mit dem Unternehmenshauptsitz in der räumlichen Nähe der Investoren bevorzugen. Der Effekt fällt ab einer Entfernung von 100 km zwischen dem Hauptsitz des Unternehmens und dem jeweiligen Investoren geringer aus.⁹⁵⁸

Zum Zweck der Analyse der innerdeutschen Aktienallokation wird erneut auf die Datenbasis aller HDAX-Aktientitel zurückgegriffen. In Tabelle 29 sind daher diejenigen HDAX-Unternehmen aufgeführt, deren operativer Sitz sich im Umkreis von 100 km um den Sitz der drei in die Analyse einbezogenen Kreditinstitute befindet.⁹⁵⁹ Von den insgesamt 110 im HDAX vertretenen Aktiengesellschaften befinden sich 26 Unternehmen (23,6 Prozent) in diesem näheren Umkreis der analysierten Kreditinstitute.

⁹⁵⁷ Vgl. Coval/ Moskowitz (1999), S. 2047 ff.

⁹⁵⁸ Vgl. Grinblatt/ Keloharju (2001a), S. 1053 ff.

⁹⁵⁹ Zu diesem Zweck wurde zunächst die geographische Mitte der Unternehmenssitze der drei untersuchten Banken ermittelt. Im nächsten Schritt wurde dann ein Radius von 100 km um diesen fiktiven mittleren Sitz herum gebildet. Alle Städte und Gemeinden, die auf ihrem Stadt- bzw. Gemeindegebiet von diesem Radius mindestens berührt wurden, zählen sodann als dem Radius von 100 km angehörig, weil sich auch das Geschäftsgebiet der drei untersuchten Banken um den fiktiven mittleren Sitz herum befindet.

Aktiengesellschaft	ISIN	Indexgewicht
AIXTRON SE	DE000A0WMPJ6	0,3372%
BAYER AG	DE000BAY0017	6,5632%
BRENNTAG AG	DE000A1DAHH0	0,1533%
DEMAG CRANES AG	DE000DCAG010	0,1082%
DEUTSCHE POST AG	DE0005552004	1,4888%
DOUGLAS HOLDING	DE0006099005	0,1290%
DT.TELEKOM AG	DE0005557508	4,0515%
E.ON AG	DE000ENAG999	6,0013%
FUCHS PETROL.AG VZO	DE0005790430	0,1736%
GAGFAH S.A.	LU0269583422	0,0825%
GEA GROUP AG	DE0006602006	0,4830%
GERRESHEIMER AG	DE000A0LD6E6	0,1352%
HENKEL AG+CO.KGAA	DE0006048432	1,1224%
HOCHTIEF AG	DE0006070006	0,4142%
IVG IMMOBILIEN AG	DE0006205701	0,0693%
KLOECKNER + CO SE	DE000KC01000	0,1845%
LUFTHANSA AG	DE0008232125	1,0781%
METRO AG	DE0007257503	1,0149%
QIAGEN NV	NL0000240000	0,4818%
QSC AG	DE0005137004	0,0300%
RHEINMETALL AG	DE0007030009	0,3098%
RWE AG ST	DE0007037129	2,8672%
SOLARWORLD AG	DE0005108401	0,0790%
THYSSENKRUPP AG	DE0007500001	1,4760%
UTD.INTERNET AG	DE0005089031	0,2144%
VOSSLOH AG	DE0007667107	0,1109%
SUMME	26 Aktiengesellschaften	29,1593%

Tab. 29: Aktiengesellschaften mit Sitz im Umkreis von 100 km um das Geschäftsgebiet der analysierten Kreditinstitute⁹⁶⁰

Keines der Unternehmen hat seinen Sitz unmittelbar im Geschäftsgebiet der untersuchten Kreditinstitute. Bezogen auf das Indexgewicht dieser Unternehmen fällt deren Anteil mit einem Gewicht von 29,2 Prozent noch etwas höher aus. Da die untersuchten Banken nur regional in Nordrhein-Westfalen tätig sind und sich deren Geschäftsgebiet auf etwa ein Pro-

⁹⁶⁰ Der Sitz hat sich bei den aufgeführten Unternehmen im Zeitablauf teilweise verändert. Es gilt grundsätzlich der operative Hauptsitz der Unternehmen zum Stichtag 31.10.2010.

zent der Gesamtfläche des Bundeslandes Nordrhein-Westfalen beschränkt, wird davon ausgegangen, dass das Geschäftsgebiet der drei Banken in der Regel mit dem Wohnort der in die Analyse einbezogenen privaten Kapitalanleger übereinstimmt.⁹⁶¹ Es wird daher nachfolgend untersucht, wie hoch der durchschnittlich auf Portfolioebene im Datensatz vorhandene volumengewichtete Anteil der HDAX-Aktiengesellschaften aus dem 100-km-Radius im Vergleich zum Anteil bei breiter Diversifikation nach Anzahl (23,6 Prozent) und nach Gewichtung (29,2 Prozent) ausfällt. In Abbildung 59 sind die Ergebnisse in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung dargestellt.

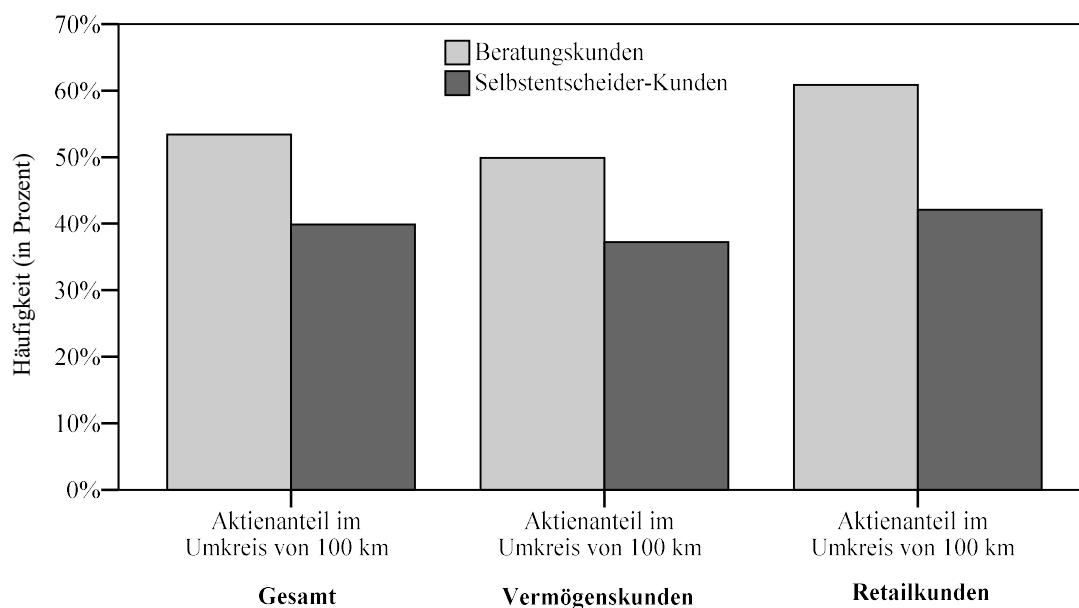


Abb. 59: Durchschnittliche volumengewichtete Anteile von Aktiengesellschaften aus dem Umkreis von 100 km an der Portfolioallokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung – Gesamt und nach Kundenklassen⁹⁶²

Bei den beratenen Kunden liegt der durchschnittliche Anteil der Aktiengesellschaften aus der näheren räumlichen Umgebung der Investoren bei 53,4 Prozent (Median 52,0 Prozent), während der Anteil dieser Unternehmen bei den nicht beratenen Anlegern 39,9 Prozent (Me-

⁹⁶¹ Diese Annahme wird durch die Experten der drei untersuchten Kreditinstitute bestätigt. In seltenen Fällen bestehen demnach auch Geschäftsbeziehungen zu Kunden, die in den an die jeweiligen Geschäftsgebiete angrenzenden Städten und Gemeinden ihren Wohnort haben. In sehr seltenen Fällen sollen nach Aussage der Experten auch Geschäftsbeziehungen zu Kunden mit Wohnorten außerhalb dieses Bereiches vorkommen.

⁹⁶² Für die Datenbasis zur Abbildung sowie für weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der Aktiengesellschaften aus dem Umkreis von 100 km an der Portfolioaktienallokation je Kunden siehe Tabelle 101 im Anhang.

dian 31,2 Prozent) beträgt. Im Vergleich der Kundenklassen fällt auf, dass die Vermögenskunden durchschnittlich über etwas niedrigere Gewichtungen der „heimischen“ Aktiengesellschaften verfügen als die Retailkunden. Den höchsten durchschnittlichen Anteil von Aktiengesellschaften aus dem Umkreis von 100 km weisen die beratenen Retailkunden mit 60,9 Prozent vor den beratenen Vermögenskunden mit 49,9 Prozent aus. Die nicht beratenen Kunden verfügen dagegen mit 42,1 (Retailkunden) und 37,2 Prozent (Vermögenskunden) über spürbar niedrigere mittlere Anteile.

Mit Blick auf die Perzentile fällt sowohl der vergleichsweise hohe Anteil an Investoren ohne Beimischung „heimischer“ Werte im HDAX-Aktienportfolio (Beratungskunden > 20 Prozent und Selbstentscheider-Kunden > 30 Prozent), als auch der zu beachtende Anteil an privaten Wertpapieranlegern mit ausschließlicher Investition in HDAX-Aktienwerte aus der näheren Umgebung (Beratungskunden > 30 Prozent und Selbstentscheider-Kunden > 10 Prozent) auf.⁹⁶³ Diese relativ hohen Werte an den Extrema werden in engem Zusammenhang mit der bereits auf Ebene der Aktieneinzelwerte beschriebenen in weiten Teilen unzureichenden bzw. nicht vorhandenen Diversifikation vermutet.⁹⁶⁴

Auch die Untersuchung der Allokation der Assetklasse Aktien nach Ländern und Regionen zeigt in Bezug auf die nationale und internationale Streuung des in der Assetklasse angelegten Kapitals bei vielen privaten Anlegern einen geringen Diversifikationsgrad. So erfolgt im Bereich der Länderallokation eine deutliche Übergewichtung des deutschen Aktienmarktes, während bei der innerdeutschen Aktienallokation die Schwerpunktbildung bei Investitionen im erweiterten Umfeld des Wohnortes der Investoren gesetzt wird.

In Hinblick auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen sind die Ergebnisse uneinheitlich. Im Rahmen der Länderdiversifikation existieren sowohl Vorteile auf Seiten der Beratungskunden, wie etwa der auf hohem Niveau niedrigere durchschnittliche Anteil Deutschlands innerhalb der Aktienallokation, als auch Vorteile auf Seiten der Selbstentscheider-Kunden, wie beispielsweise die auf niedrigem Niveau im Mittel höheren Anteile

⁹⁶³ Vgl. dazu sowie für weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der Aktiengesellschaften aus dem Umkreis von 100 km an der Portfolioaktienallokation je Kunden Tabelle 101 im Anhang.

⁹⁶⁴ Vgl. dazu Unterabschnitt 4.4.4.1. Ergänzend seien an dieser Stelle noch Ergebnisse auf Basis des Gesamtdatensatzes von 18.453 HDAX-Aktienwerten genannt. So haben etwa bei den Beratungskunden 49,3 Prozent aller Aktiengesellschaften ihren Sitz im Umkreis von 100 km um das Geschäftsgebiet der untersuchten Banken, während dies bei den Retailkunden nur bei 41,5 Prozent der Fall ist.

Nordamerikas und der Schwellenländermärkte. In Bezug auf die innerdeutsche Aktienallokation nach Regionen liegen die Vorteile deutlich auf Seiten der von den untersuchten Kreditinstituten nicht beratenen privaten Investoren.

4.4.4.4 Allokation nach Marktkapitalisierung

Die Streuung des in der Assetklasse Aktien zu investierenden Vermögens in Hinblick auf die Größe von Aktiengesellschaften findet im Regelfall auf der Ebene der taktischen Asset Allocation statt. Die Größe wird dabei zumeist anhand der Marktkapitalisierung der Aktienwerte bestimmt. Es erfolgt häufig eine Einteilung in klein, mittel und groß kapitalisierte Gesellschaften, wobei sich die englischsprachigen Bezeichnungen „Small Caps“, „Mid Caps“ und „Large Caps“ in diesem Kontext auch in der deutschen Literatur durchgesetzt haben. Die Grenzen zwischen diesen Gruppen sind nicht definiert und verlaufen daher fließend.⁹⁶⁵

Für den deutschen Aktienmarkt gilt der DAX unbestritten als sogenannter Large Cap-Index. Da sich der Aktienindex MDAX wörtlich bereits vom Mid Cap-Dax ableitet und die größten 50 deutschen Aktienwerte nach dem DAX beinhaltet, wird dieser im Regelfall repräsentativ für deutsche Mid Caps angeführt. Für kleine Marktkapitalisierungen steht hierzulande stellvertretend häufig der SDAX-Aktienindex. Der TecDax steht in Deutschland von dieser Systematik abweichend für die 30 größten Aktiengesellschaften des Technologiesektors unterhalb des DAX und beinhaltet somit Unternehmen, die sowohl den Mid Caps als auch den Small Caps zugerechnet werden können.⁹⁶⁶

Obwohl es auch gegenteilige Analyseergebnisse gibt, bestätigen zahlreiche empirische Untersuchungen länderübergreifend die grundsätzliche Vorteilhaftigkeit der Beimischung von kleineren und mittleren Aktiengesellschaften zu einem Large Cap-Aktienportfolio unter Rendite- und Risikoaspekten.⁹⁶⁷ Dieser Effekt wird allgemein als Size-Effect oder Small Cap-Effekt bezeichnet. BORGENSEN/ GLASER/ WEBER haben zudem für europäische Aktienwerte im Zeitraum 1993 bis 2004 herausgefunden, dass die Beimischung von Small und Mid Caps insgesamt zu einer Senkung des Portfoliorisikos geführt hat und bei Small Caps darüber hinaus auch die risikoadjustierte Rendite gesteigert hat. Somit konnten hier positive

⁹⁶⁵ Vgl. Borgsen/ Glaser/ Weber (2005) und Oetken (2010), S. 48 ff.

⁹⁶⁶ Vgl. Deutsche Börse AG (2004), S. 4.

⁹⁶⁷ Vgl. dazu die in Abschnitt 3.6 aufgeführte Literatur sowie Banz (1981), S. 3 ff; Pradhuman (2000), S. 136 ff. und Reinganum (1981), S. 19 ff. Fama/ French (2008) finden den Size-Effekt dagegen nur bei sehr kleinen Aktiengesellschaften.

Diversifikationseffekte durch die Hinzunahme kleinerer und in Teilen auch mittelgroßer Aktiengesellschaften erzielt werden.⁹⁶⁸

Nachfolgend wird die Aktienallokation privater Kapitalanleger in Hinblick auf die durchschnittliche Aufteilung nach Marktkapitalisierungen des in Aktien investierten Vermögens mithilfe der voneinander abzugrenzenden Aktienwerte der Aktienindices DAX, MDAX und TecDAX untersucht.⁹⁶⁹ Diese Indices können, wie zuvor beschrieben, nicht vollständig mit großen, mittelgroßen und kleinen Unternehmen gleichgesetzt werden, da im TecDAX sowohl mittlere als auch kleine Aktiengesellschaften enthalten sind. Da die Abgrenzungen in Hinblick auf die Marktkapitalisierungen jedoch ohne allgemeingültige Definition fließend verlaufen und es im Wesentlichen auch auf die Unterscheidung der Large Cap-Anteile auf der einen und der Mid- sowie Small Cap-Anteile auf der anderen Seite ankommt, spielt dieser Aspekt eine untergeordnete Rolle.

In Abbildung 60 sind die durchschnittlichen Anteile dieser Aktienindices an der Portfolioallokation eines privaten Kapitalanlegers dargestellt.

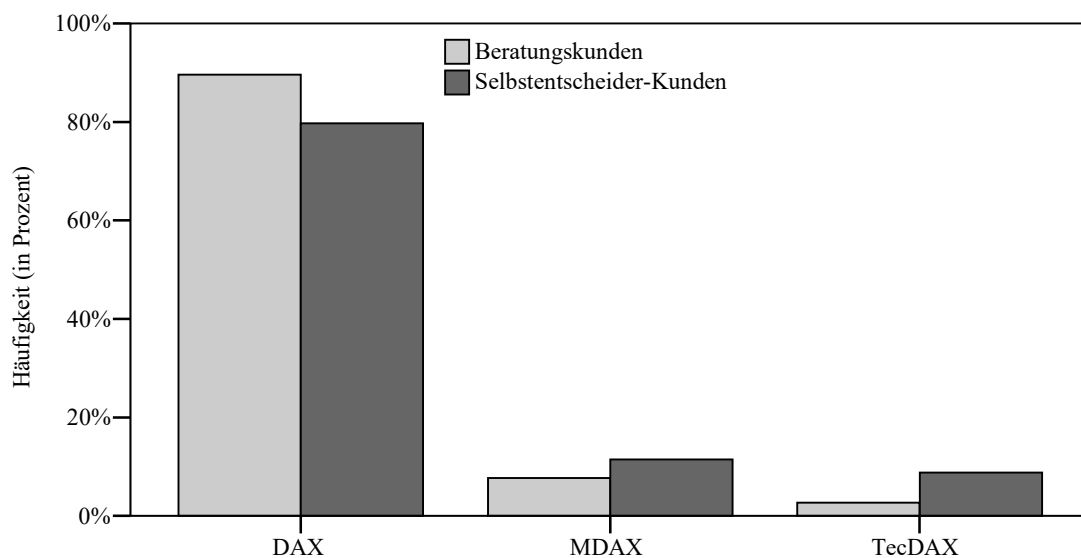


Abb. 60: Durchschnittliche Anteile verschiedener Börsenindices an der Portfolioallokation eines privaten Kapitalanlegers in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁹⁷⁰

⁹⁶⁸ Vgl. Borgsen/ Glaser/ Weber (2005), S. 5 ff.

⁹⁶⁹ Wie bereits zuvor beschrieben, bilden diese drei Börsenindices den Börsenindex HDAX.

⁹⁷⁰ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der verschiedenen Börsenindices an der Portfolioallokation siehe Tabelle 102 im Anhang.

Der Aktienindex DAX stellt mit 89,6 Prozent bei den beratenen Kunden und 79,7 Prozent bei den nicht beratenen Kunden jeweils den größten durchschnittlichen Anteil in den Portfolien privater Kapitalanleger. Der bezogen auf die Anzahl der Aktienwerte mit 50 Unternehmen breiter aufgestellte MDAX ist mit 7,7 (Beratungskunden) bzw. 11,5 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) gewichtet, während der auch Small Cap-Aktiengesellschaften umfassende TecDAX mit 2,7 (Beratungskunden) bzw. 8,8 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) in den Investorenportfolien enthalten ist. Die Aufteilung der privaten Kapitalanleger nach Kundenklassen ergibt nur geringe Unterschiede für Vermögens- und Retailkunden.⁹⁷¹

In Abbildung 61 ist dargestellt, dass 52,1 Prozent der beratenen Kunden und 29,1 Prozent der selbständig entscheidenden Kunden der analysierten Kreditinstitute in HDAX-Aktien ausschließlich in Large Cap-Aktienwerten des Dax investiert sind. Bei den Retailkunden liegen die Werte mit 60,6 Prozent bei den Beratungskunden und 31,6 Prozent bei den Selbstentscheider-Kunden jeweils noch etwas höher.

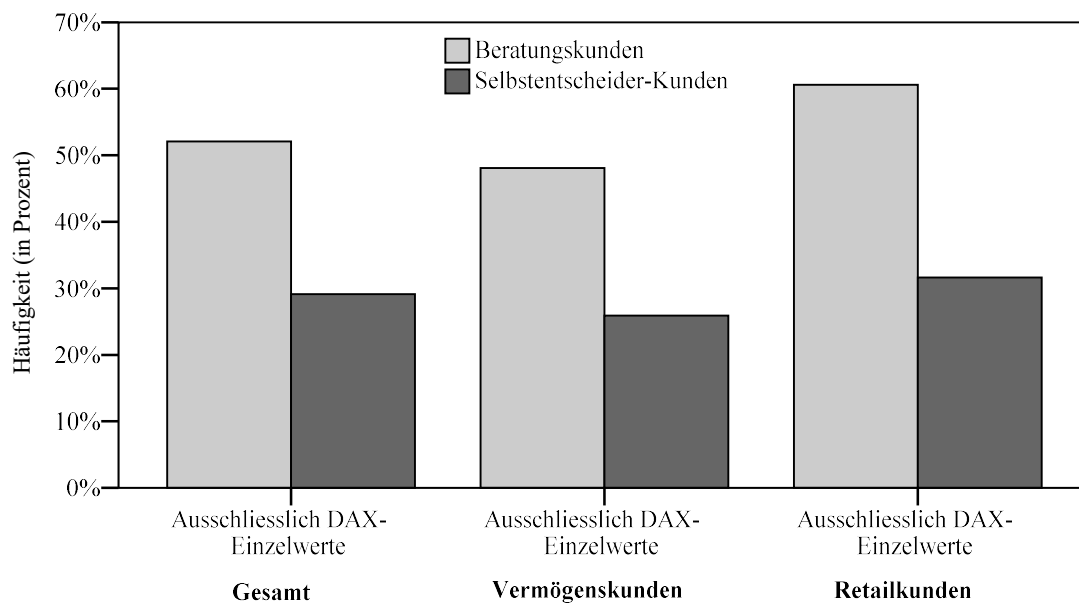


Abb. 61: Anteile privater Investoren mit ausschließlich DAX-Einzelwerten in der Portfolioallokation in Aktieneinzelwerten in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung – Gesamt und nach Kundenklassen⁹⁷²

⁹⁷¹ Vgl. dazu Abbildung 80 im Anhang sowie für die Datenbasis zu dieser Abbildung und weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der verschiedenen Börsenindices an der Portfolioallokation siehe Tabelle 103 im Anhang.

⁹⁷² Für die Datenbasis zur Abbildung siehe auch Tabelle 104 im Anhang.

In Abbildung 62 ist die anlegerindividuell berücksichtigte Anzahl verschiedener Aktienindices in den Portfolios privater Kapitalanleger aufgeführt. Es zeigt sich, dass 77,5 Prozent der Beratungskunden und 66,7 Prozent der Selbstentscheider-Kunden lediglich Aktienwerte eines Indexes in ihrer HDAX-Aktienallokation besitzen. Diese Investoren verfügen damit über keine Streuung hinsichtlich der verschiedenen Marktkapitalisierungen bei ihren Aktieneinzelwerten auf Ebene des HDAX. 20,1 Prozent der Beratungskunden sowie 27,0 Prozent der Selbstentscheider-Kunden streuen ihr Anlagekapital in HDAX-Aktien über zwei Indices und lediglich 2,4 Prozent (Beratungskunden) bzw. 6,3 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) nutzen die maximale Diversifikationsmöglichkeit in Form der Beteiligung aller drei Indices aus.

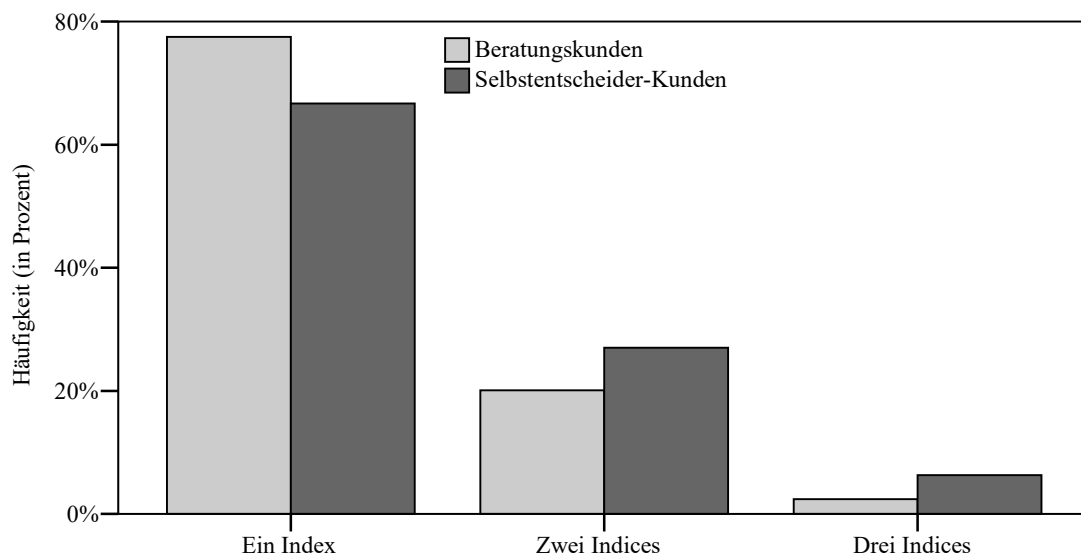


Abb. 62: Häufigkeiten zur Anzahl der in der Portfolioallokation auf Kundenebene berücksichtigten Aktienindices in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁹⁷³

Bei der Unterscheidung nach Kundenklassen fallen erneut die jeweils ungünstigeren Werte auf Seiten der Retailkunden auf. So verfügen die beratenen Retailkunden zu 84,4 Prozent lediglich über einen in der Aktienportfolioallokation genutzten Index, während die selbstän-

⁹⁷³ Für die Datenbasis zur Abbildung siehe auch Tabelle 105 im Anhang.

dig entscheidenden Retailkunden hier einen Wert von 72,6 Prozent ausweisen. Nur 0,8 Prozent der beratenen Retailkunden verfügt über Aktien aller drei Indices, während der entsprechende Wert bei den Selbstentscheider-Kunden bei 7,8 Prozent notiert.⁹⁷⁴

Die Allokation innerhalb der Assetklasse Aktien nach verschiedenen Marktkapitalisierungen lässt aufgrund der ungleichen Aufteilung des in HDAX-Aktien investierten Kapitals zu Gunsten der Large Cap-Aktien einen geringen Diversifikationsgrad vieler privater Investoren vermuten. Diese Vermutung wird durch den geringen Anteil an Portfolien privater Investoren, welche Aktienwerte von zwei oder allen drei in die Auswertung einbezogenen Aktienindices unterhalten, bestätigt. In Bezug auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen wird deutlich, dass die von den analysierten Banken nicht beratenen privaten Kapitalanleger durchschnittlich ihr in der Assetklasse Aktien investiertes Kapital, in Hinblick auf die Nutzung unterschiedlicher Aktienindices bzw. Marktkapitalisierungen bei den ausgewählten Aktienwerten, breiter diversifizieren.

4.4.5 Analyse der Portfoliodiversifikation anhand mehrerer Kriterien

In den vorstehenden Unterabschnitten wurde die Portfolioallokation privater Kapitalanleger in verschiedenen Bereichen und auf unterschiedlichen Ebenen singular untersucht. Aus den Ergebnissen kann überwiegend eine unzureichende Diversifikation privater Investoren abgeleitet werden, wobei die beratenen Privatanleger der analysierten Banken häufig noch ungünstiger allokiert sind als die ohne die Inanspruchnahme von Beratungsleistungen agierenden Wertpapierkunden.

Nachfolgend sollen mehrere auf die Qualität der Portfoliodiversifikation Einfluss nehmende Kriterien in einem Modell zusammengeführt werden. Zu diesem Zweck werden die Erkenntnisse der vorangegangenen Unterabschnitte aufgegriffen und in Teilen in modifizierter Form in einem gemeinsamen Modell verarbeitet. Das Ziel besteht darin, für jeden in die nachfolgenden Untersuchungen einbezogenen privaten Investoren den Grad von dessen individueller Portfoliodiversifikation nach den vordefinierten Maßstäben zu ermitteln und auch zu bewerten.

⁹⁷⁴ Vgl. dazu Abbildung 81 im Anhang sowie für die Datenbasis zu dieser Abbildung und weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der verschiedenen Börsenindices an der Portfolioallokation siehe Tabelle 105 im Anhang.

4.4.5.1 Methodisches Vorgehen

Bei der Modellentwicklung zur Beurteilung der Qualität der Portfoliodiversifikation von privaten Kapitalanlegern bietet der bereits beschriebene Asset Allocation-Prozess unter Berücksichtigung der im Datensatz verfügbaren Informationen grundsätzliche Orientierung.⁹⁷⁵ Daher liegt der Fokus der nachfolgenden Untersuchungen auf einer Kombination der Beurteilung naiver Diversifikation⁹⁷⁶ sowie dem Abgleich der vorgefundenen Portfolioallokation mit den Portfolioallokationsempfehlungen verschiedener Kreditinstitute und den Erkenntnissen wissenschaftlicher Untersuchungen zu sinnvoller Portfoliodiversifikation. Folgende Bereiche werden zu diesem Zweck auf Anlegerebene strukturiert untersucht, bewertet und gleichgewichtet in ein gemeinsames Modell überführt:

- Assetklassendiversifikation (die sog. Asset Allocation i. e. Sinne)
- Diversifizierung nach Ländern und Regionen in der Assetklasse Aktien
- Diversifikation nach der Anzahl und Gewichtung der Einzelwerte in der Assetklasse Aktien

Diese vorgenannten und in die Analyse einbezogenen Bereiche sind überwiegend aus der hinsichtlich der erzielbaren risikoadjustierten Rendite bedeutsameren strategischen Asset Allocation abgeleitet.⁹⁷⁷ Daneben spielt die Allokation in Hinblick auf eine Mindestzahl verschiedener Einzelwerte, sofern keine oder nur eine teilweise Diversifikation über Investmentfonds generiert wird, besonders in der Assetklasse Aktien eine wichtige Rolle. So bescheinigen wissenschaftliche Studien etwa einer sinnvollen naiven Allokation auf 15 bis 20 verschiedene Aktieneinzelwerte bereits gute diversifizierende Effekte.⁹⁷⁸ Daher fließen auch Erkenntnisse in Bezug auf die Einzeltitelstreuung in das Modell zur Bewertung der Diversifikation auf Investorenebene ein.

⁹⁷⁵ Siehe dazu weiterführend in die Unterabschnitte 2.2.3.2 sowie 4.4.1 bis 4.4.4.

⁹⁷⁶ Als naive Diversifikation wird beispielsweise die gleichgewichtete Zusammensetzung verschiedener risikobehafteter Wertpapiere in einem Portfolio bezeichnet. Diverse Studien kommen zu dem Ergebnis, dass mit naiver Diversifikation bereits gute Diversifikationseffekte auf Portfolioebene erzielbar sind. Vgl. dazu DeMiguel/ Garlappi/Uppal (2009), S. 1915 ff.; Spremann (2008), S. 278 ff.; Tang (2004), S. 155 ff. und Tu/ Zhou (2011), S. 204 sowie die dort zitierte Literatur.

⁹⁷⁷ Vgl. beispielsweise Blake/ Lehmann/ Timmermann (1999); Brinson/ Hood/ Beebower (1986), Ibbotson (2010) sowie Ibbotson/Kaplan (2000).

⁹⁷⁸ Vgl. Solnik (1995), S. 90 ff.; Tang (2004), S. 155 ff.; Uhlir/ Steiner (1994), S. 166 ff. sowie Vogel (1989), S. 118.

Aus der vorangegangenen Beschreibung ergibt sich der in die Modellanalyse einbezogene und in Tabelle 30 hinsichtlich seiner Zusammenstellung aufgeführte Datenumfang von insgesamt 5.953 Wertpapierdepots privater Kapitalanleger. Da die Allokation von Wertpapieranlagen – wie beschrieben – besonders bei Wertpapieren mit höherem Risiko grundsätzlich breiter ausfallen sollte sowie aufgrund der eingeschränkten Datenverfügbarkeit in Hinblick auf Länder- und Regioneninformationen, wird sich bei der Modellbildung auf Portfolien privater Kapitalanleger mit Bestand in der Assetklasse Aktien fokussiert. Ebenso wird vorausgesetzt, dass Informationen zur individuellen Risikoklasse aller im Modell analysierter Investoren vorliegen. Da sich die im Modell berücksichtigten Asset Allocation-Empfehlungen grundsätzlich auf einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont beziehen, werden die Portfolien privater Investoren mit einem kurzfristigen Anlagehorizont ebenfalls ausgeschlossen.⁹⁷⁹

	19.595	Wertpapierportfolien privater Kapitalanleger per 31.10.2010 im gesamten Datensatz
abzgl.	10.059	Wertpapierportfolien ohne Bestand in der Assetklasse Aktien
abzgl.	1.230	Wertpapierportfolien ohne Angaben zur Risikoklasse und zum Anlagehorizont
abzgl.	1.028	Wertpapierportfolien mit einem kurzfristigen Anlagehorizont von unter drei Jahren
abzgl.	1.325	Wertpapierportfolien mit einem Portfolioanteil vermögensverwaltender Investmentprodukte von über 10 Prozent ⁹⁸⁰

5.953 Wertpapierportfolien privater Kapitalanleger für die Modellbildung

Tab. 30: Datenumfang zur Analyse der Portfoliodiversifikation anhand mehrerer Kriterien

Schließlich ist auch durch die Einbeziehung vermögensverwaltender Investmentprodukte eine Verbesserung der Diversifizierung möglich. Da zahlreiche Investoren in diesem Bereich lediglich vergleichsweise kleine Positionen halten, wurde zugunsten einer Vergrößerung der Datenbasis entschieden, Portfolien, welche entsprechende Produkte beinhalten, nicht grundsätzlich von dieser Analyse auszuschließen. Um eine Verzerrung der Ergebnisse zu vermeiden, werden alle Portfolien mit einem Anteil der nicht auswertbaren vermögensverwal-

⁹⁷⁹ Eine Simulation unter Einbeziehung der Wertpapierportfolien mit einem kurzfristigen Anlagehorizont hat nahezu identische Ergebnisse geliefert.

⁹⁸⁰ Die Portfolien mit Anteilen vermögensverwaltender Produkte von zehn Prozent oder weniger werden in der zu analysierenden Datenmenge belassen, um sie nicht weiter zu verkleinern. Die diversifizierende Wirkung dieser im Regelfall breit allokierten Investmentprodukte ist bei einem Anteil von maximal zehn Prozent auf Gesamtportfolioebene vergleichsweise eingeschränkt.

den Investmentprodukte von über 10 Prozent von den Untersuchungen im Kontext der Modellbildung ausgeschlossen. Somit ergibt sich schließlich eine Datenbasis von 5.953 in die Modellbildung einbezogenen Portfolien privater Kapitalanleger.

Der anlegerindividuell ermittelte Grad an Diversifikation in den drei verschiedenen Bereichen wird mithilfe eines Punktesystems bewertet und ermöglicht durch die Addition der Punkte auch eine kumulierte Gesamtbewertung von Diversifikation auf Investorenebene. Dabei kann das Punktesystem modellbedingt nicht dem Anspruch genügen, intensitätsgewichtet und trennscharf die exakte Diversifikationsqualität eines jeden Portfolios zu bestimmen. Aber deutliche Tendenzen hinsichtlich der Diversifikationswirkung der verschiedenen Portfolioallokationen erscheinen auf diese Weise auswertbar. Für die untersuchten drei Bereiche wird einheitlich das folgende Punktesystem definiert:

- 4 Punkte: Gute Diversifikation
- 3 Punkte: Mäßige Diversifikation
- 2 Punkte: Schwache Diversifikation
- 1 Punkte: Keine bzw. ungenügende Diversifikation

Nachfolgend wird die konkrete Vorgehensweise zur Analyse und Bewertung für die drei untersuchten Bereiche – beginnend mit der Assetklassendiversifikation – ausführlich beschrieben.

Unter der Voraussetzung, dass verschiedene Anlageklassen untereinander nicht vollständig positiv korreliert sind, ist es zur Erzielung maximaler Diversifikationseffekte sinnvoll, in eine Portfolioallokation möglichst viele verschiedene Assetklassen einzubeziehen. Dabei sind der anlegerindividuelle Anlagehorizont sowie dessen Risikobereitschaft zu berücksichtigen, sodass in der Regel volatilere Assetklassen bei Investoren mit kürzerem Anlagehorizont und geringerer Risikobereitschaft eine geringere Gewichtung erfahren als Anlageklassen mit niedriger Volatilität und vice versa. Bei besonders risikoaversen Investoren werden manche Assetklassen teilweise auch gänzlich von der Portfolioallokation ausgeschlossen.⁹⁸¹

⁹⁸¹ Vgl. Spremann (2008), S. 15 ff. sowie Steiner/ Bruns (2002), S. 89 ff.

Aufgrund der in der Datenbasis verfügbaren Informationen wird in dieser Analyse die Diversifikation des Anlagekapitals auf die drei Assetklassen Aktien, Anleihen und Immobilien untersucht.⁹⁸² In Abhängigkeit der anlegerindividuellen Risikobereitschaft existieren dazu bankenindividuell und teilweise auch zeitpunktabhängig unterschiedliche Gewichtungsempfehlungen hinsichtlich der Experten.⁹⁸³ Dabei ist zu berücksichtigen, dass die individuellen Empfehlungen, sofern es sich nicht bereits um Empfehlungsspannen handelt, als solche interpretiert werden dürfen. Allerdings sollten die Abweichungen von den mittleren Empfehlungswerten nicht zu groß werden, damit das tatsächliche Risikoprofil des Portfolios noch zum Risikoprofil des privaten Kapitalanlegers passt.⁹⁸⁴ Für diese Untersuchung werden die in Tabelle 31 aufgeführten Empfehlungswerte und dazugehörigen Empfehlungsspannen in Anlehnung an eine Auswertung der Asset Allocation-Empfehlungen für Privatinvestoren von acht deutschen Banken und Fondsgesellschaften definiert.⁹⁸⁵

Risikoklasse	Portfolioanteil Assetklasse „Aktien“	Portfolioanteil Assetklasse „Anleihen“	Portfolioanteil Assetklasse „Immobilien“
konservativ	25 % (20-30 %)	65 % (52-78 %)	10 % (2-18 %)
risikobewusst	45 % (36-54 %)	50 % (40-60 %)	5 % (1-9 %)
spekulativ	80 % (64-96 %)	20 % (16-24 %)	0 % (0-9 %)

Tab. 31: Definierte fiktiv empfohlene Portfolioanteile und Portfolioanteilsspannen (in Klammern) in Abhängigkeit der Risikoklasse

Es wird in Bezug auf die risikoklassenabhängigen Portfolioanteile angenommen, dass wenn sich diese bei einem privaten Investoren anlegerindividuell in allen drei untersuchten Assetklassen innerhalb der definierten Spannen bewegen, der private Kapitalanleger über eine

⁹⁸² Siehe dazu ausführlich Unterabschnitt 4.4.2.

⁹⁸³ Eine Übersicht mit Empfehlungswerten einiger großer deutscher Banken und Fondsgesellschaften ist in Tabelle 106 im Anhang aufgeführt.

⁹⁸⁴ Sollten die Abweichungen der Anteile einer oder mehrerer Assetklassen – etwa aufgrund von Kapitalmarktentwicklungen – so groß werden, dass die tatsächliche Portfolioallokation des Investoren näher an der empfohlenen Allokation eines anderen Risikoprofils als dem ermittelten individuellen Risikoprofil des privaten Kapitalanlegers liegt, sollten die individuellen Empfehlungen hinsichtlich der Gewichtung durch ein sog. Rebalancing in der Asset Allocation wieder hergestellt werden. Siehe dazu weiterführend beispielsweise Calvet/ Campbell/ Sodini (2009), S. 301 ff.

⁹⁸⁵ Die einbezogenen Banken und Fondsgesellschaften sind teilweise international tätig. Alle Empfehlungen zielen jedoch primär auf den deutschen und in Deutschland ansässigen privaten Kapitalanleger ab. Die definierten Portfolioanteilsspannen bewegen sich assetklassenabhängig um den fiktiv empfohlenen Portfolioanteil. In den hinsichtlich der empfohlenen Anteile vergleichbar schwankenden Assetklassen Aktien und Anleihen beträgt die Spanne jeweils +/- 20 Prozent, während sich die Spanne in der Assetklasse Immobilien aufgrund der deutlich niedrigeren Basis mit +/- 80 Prozent um den empfohlenen Portfolioanteil (mit Ausnahme der Risikoklasse „spekulativ“ in der die untere Grenze der Anteilsspanne bei null Prozent festgeschrieben ist) bewegt. Bei der Definition der Spannen wurde sich auch an der Spannweite der verschiedenen Einzelempfehlungen der einbezogenen Banken und Fondsgesellschaften orientiert. Siehe dazu Tabelle 106 im Anhang.

„gute“ Diversifikation in diesem Bereich verfügt. Wenn der Anleger mit seiner Portfolioallokation zumindest in zwei Assetklassen innerhalb der empfohlenen Spannen liegt, wird die Diversifikation als „mäßig“ und bei zumindest einer Assetklasse innerhalb der Spannen als „schwach“ bezeichnet. Liegt der private Investor mit keiner Assetklasse innerhalb der empfohlenen Spannen, ist von keiner bzw. einer ungenügenden Assetklassendiversifikation auszugehen. Nachfolgend ist diese Systematik zusätzlich unter Einbeziehung der vorgesehenen Punktwerte dargestellt:

- Portfolioallokation erfolgt in drei Assetklassen innerhalb der aufgeführten Spannen
= Gute Diversifikation (4 Punkte)
- Portfolioallokation erfolgt in zwei Assetklassen innerhalb der aufgeführten Spannen
= Mäßige Diversifikation (3 Punkte)
- Portfolioallokation erfolgt in einer Assetklasse innerhalb der aufgeführten Spannen
= Schwache Diversifikation (2 Punkte)
- Portfolioallokation erfolgt in keiner Assetklasse innerhalb der aufgeführten Spannen
= Keine bzw. ungenügende Diversifikation (1 Punkt)

In Bezug auf die gewählte Vorgehensweise zur Bewertung der Assetklassendiversifikation ist kritisch anzumerken, dass sich die Analyse lediglich auf die prozentuale Zusammensetzung der jeweiligen Asset Allocation im engeren Sinne bezieht. Sie analysiert dabei nicht, wie die Portfolioallokation innerhalb der gewählten Anlageklassen aufgebaut ist und berücksichtigt beispielsweise auch nicht, ob eine Gewichtung innerhalb der aufgeführten Portfolioanteilsspannen nahe am Grenzwert oder außerhalb der aufgeführten Spannen in der Nähe des Grenzwertes liegt.

Der zweite in die Entwicklung des Modells zur Beurteilung der Qualität der Portfoliodiversifikation von privaten Kapitalanlegern einbezogene Aspekt ist die Diversifizierung nach Ländern und Region innerhalb der Assetklasse Aktien. Neben Aktieneinzelwerten werden in diesem Analyseteil grundsätzlich auch Aktienfonds in die Auswertungen einbezogen und nach individueller Verfügbarkeit hinsichtlich ihrer Regionenallokation per 31.10.2010 den

nachfolgenden Ländern bzw. Regionen zugeordnet.⁹⁸⁶ Die Vorteilhaftigkeit der Diversifikation über Ländergrenzen und Regionen hinweg sowie der Nachteil der überwiegenden Fokussierung auf deutsche Aktienwerte, wurde bereits ausführlich in Unterabschnitt 4.4.4.3 aufgezeigt. Daran anknüpfend sowie unter Einbeziehung der konkreten Länderallokationsempfehlungen verschiedener Banken und Fondsgesellschaften⁹⁸⁷ werden die nachfolgenden Bandbreiten in der Länderallokation grundsätzlich als positiv im Rahmen ihrer portfolioindividuellen Diversifikationswirkung definiert:

- Deutsche Aktien: 6 bis 40 Prozent Anteil an der Länderallokation
- Europäische Aktien: 6 bis 100 Prozent Anteil an der Länderallokation
- Nordamerikanische Aktien: : 6 bis 50 Prozent Anteil an der Länderallokation
- Japanische Aktien : 6 bis 20 Prozent Anteil an der Länderallokation
- Schwellenländeraktien⁹⁸⁸ : 6 bis 35 Prozent Anteil an der Länderallokation

Die Untergrenze von sechs Prozent in der Gewichtung soll dabei einheitlich gewährleisten, dass minimalen Anteilen bestimmter Länder und Regionen nicht irreführenderweise eine maßgeblich positive Diversifikationswirkung im Rahmen dieser Analyse zugeschrieben wird, obwohl diese faktisch aufgrund des sehr kleinen Anteils nicht vorhanden ist. Hinsichtlich des gewählten Prozentsatzes (sechs Prozent) wurde sich an der bereits zuvor beschriebenen empfohlenen Mindestallokationsgröße im Aktieneinzelwertebereich orientiert: So sollte ein Einzelwerteportfolio, um gute Diversifikationseffekte erzielen zu können, über

⁹⁸⁶ Im Datensatz verbliebene vermögensverwaltende Investmentfondsprodukte sowie verschiedene global investierende Aktienfondsprodukte, wie z. B. Investmentfonds mit Fokussierung auf eine Branche, können aufgrund der im Datensatz nicht vollständig vorhandenen Durchsicht hinsichtlich der Länder- und Regionenallokation in diesem Analyseteil nicht berücksichtigt werden. Dadurch kann es zu einer Verzerrung der Ergebnisse kommen.

⁹⁸⁷ Während fünf der in Tabelle 106 im Anhang aufgeführten Banken und Fondsgesellschaften keine aktuellen bzw. neutralen Länderallokationsquoten bekannt geben, liegen die Quoten bei zwei der Institute innerhalb der nachfolgend aufgeführten Spannen: Europa: 30-55 Prozent; Nordamerika: 20-30 Prozent sowie Schwellenländer: 15-20 Prozent. Für deutsche Aktienwerte (30 Prozent) und japanische Aktientitel (10 Prozent) liegt jeweils nur eine Gewichtungsempfehlung vor.

⁹⁸⁸ Gemessen an Aktieneinzelwerten der BRIC-Staaten sowie an Aktienfonds mit dem Anlageschwerpunkt Schwellenländer.

mindestens 15 verschiedene breit gestreute Aktientitel verfügen.⁹⁸⁹ Und im Falle von gleichgewichteten 15 Aktieneinzelwerten nimmt jeder einzelne Aktienwert ein Gewicht von gut sechs Prozent ein.

Die Obergrenze von 40 Prozent bei deutschen Aktien orientiert sich an der ebenfalls bereits beschriebenen Untersuchung von GERKE/ MAGER/ RÖHRS.⁹⁹⁰ Europäische Aktienwerte bieten aufgrund der Vielzahl der in dieser Region verfügbaren Länder bereits eine breite Länderdiversifikation und dürfen daher mit bis zu 100 Prozent gewichtet sein. Die Obergrenzen der weiteren Länder orientieren sich an den von den Banken und Fondsgesellschaften durchschnittlich empfohlenen Werten zuzüglich eines Aufschlags von einheitlich 100 Prozentpunkten. Nachfolgend sind die vergebenen Punktwerte aufgeführt, sofern die anlegerindividuellen Länder- und Regionenanteile innerhalb der zuvor definierten Bandbreiten liegen:

- Mindestens drei Länder bzw. Regionen liegen innerhalb der aufgeführten Spannen
= Gute Diversifikation (4 Punkte)
- Mindestens zwei Länder bzw. Regionen liegen innerhalb der aufgeführten Spannen
= Mäßige Diversifikation (3 Punkte)
- Mindestens ein Land bzw. eine Region liegt innerhalb der aufgeführten Spannen
= Schwache Diversifikation (2 Punkte)
- Kein Land bzw. keine Region liegt innerhalb der aufgeführten Spannen
= Keine bzw. ungenügende Diversifikation (1 Punkt)

Zu diesem Analysebereich kann, ähnlich wie zuvor, kritisch angemerkt werden, dass nicht untersucht wird, wie die Länder- und Regionenallokation innerhalb der entsprechenden Länder bzw. Regionen aufgebaut ist. Sie berücksichtigt beispielsweise wiederum auch nicht, ob eine Gewichtung innerhalb der aufgeführten Länderanteilsspannen nahe am Grenzwert oder außerhalb der aufgeführten Spannen in der Nähe des Grenzwertes liegt. Auch die definierten Bandbreiten in der Länderallokation, innerhalb derer von positiven Effekten hinsichtlich der

⁹⁸⁹ Vgl. Solnik (1995), S. 90 ff.; Tang (2004), S. 155 ff.; Uhlir/ Steiner (1994), S. 166 ff. sowie Vogel (1989), S. 118.

⁹⁹⁰ Vgl. Gerke/ Mager/ Röhrs (2005), S. 96 ff.

Diversifikationswirkung ausgegangen wird, bieten – obwohl sachlogisch hergeleitet – die Möglichkeit zu kontroverser Diskussion.

Zudem können in diesem Analyseteil auch dann, wenn sich die individuellen Portfolioanteile aller fünf Länder und Regionen innerhalb der zuvor aufgeführten Bandbreiten bewegen, pro privatem Kapitalanleger maximal vier Punkte erreicht werden. Die maximale Punktzahl wird also bei der sinnvollen Berücksichtigung von drei, vier bzw. fünf Ländern und Regionen vergeben, um der Tatsache gerecht zu werden, dass nicht zwingend in alle untersuchten Länder und Regionen investiert werden muss, um eine gute Länderdiversifikation auf Portfolioebene zu erreichen.⁹⁹¹ Abschließend muss kritisch angemerkt werden, dass die Bedeutung der untersuchten Länder und Regionen hinsichtlich ihrer individuellen Diversifikationswirkung vermutlich unterschiedlich ist. So wird aufgrund der gewählten Methodik nicht berücksichtigt, dass die Diversifikationswirkung eines etwa im weltweiten Vergleich kleinen Aktienmarktes, wie des deutschen Aktienmarktes, möglicherweise anders zu bewerten ist als die Wirkung der Beimischung der weltweit größten Anlageregion Nordamerika.

Der dritte in die Entwicklung des Modells zur Beurteilung der Qualität der Portfoliodiversifikation von privaten Kapitalanlegern einbezogene Aspekt ist schließlich die Diversifizierung nach der Anzahl und Gewichtung der Einzelwerte innerhalb der Assetklasse Aktien. Die Berücksichtigung dieses Bereiches erfolgt, weil nicht nur die zuvor aufgeführten Aspekte der strategischen Asset Allocation für eine unter Diversifikationsgesichtspunkten gute Portfolioallokation verantwortlich sind. So muss der Investor auch auf der Ebene der taktischen Asset Allocation für eine sinnvolle Strukturierung sorgen, damit beispielsweise mithilfe einer guten Branchen- und Einzeltiteldiversifikation die übergeordneten Ziele auch erreicht werden können. Wie bereits zuvor beschrieben, sollte daher ein Portfolio mit Aktieneinzelwerten zur Erzielung guter Diversifikationseffekte über mindestens 15 verschiedene sowie breit diversifiziert und möglichst ähnlich gewichtet investierte Aktientitel verfügen.⁹⁹²

Neben einer breit gestreuten Anlage in Aktieneinzelwerten können auch Investmentfonds zur Diversifikation innerhalb der Assetklasse Aktien genutzt werden. So verfügen Aktienfonds in der Regel bereits auf Fondsebene über eine breite Diversifikation, weil sie in vielen

⁹⁹¹ Vgl. dazu Unterabschnitt 4.4.4.3.

⁹⁹² Vgl. Solnik (1995), S. 90 ff.; Steiner/ Bruns (2002), S. 109 ff.; Tang (2004), S. 155 ff.; Uhlir/ Steiner (1994), S. 166 ff. sowie Vogel (1989), S. 118.

dutzend oder teilweise sogar deutlich über 100 verschiedenen Einzelwerten allokiert sind.⁹⁹³ Daher kann der private Investor bei Auswahl eines breit allozierenden Investmentfonds die Assetklasse Aktien bereits durch die Investition in einen Aktienfonds sinnvoll diversifiziert abbilden. Aber auch eine Beimischung von Aktienfonds neben einen bzw. mehrere Aktienezelwerte hat in der Regel diversifizierende Wirkung. Da im vorliegenden Datensatz sowohl Aktienezelwerte als auch Aktienfonds enthalten sind, muss eine geeignete Methodik entwickelt werden, um sowohl die portfolioindividuelle Diversifikationswirkung der reinen Abbildung der Assetklasse Aktien über Aktienezelwerte, der alleinigen Abbildung über Aktienfonds, als auch über beliebige Mischungen von Aktienezelwerten und Aktienfonds messen und bewerten zu können.

Zu diesem Zweck wird ein zweistufiges Verfahren gewählt: In der ersten Stufe wird die Allokation von Aktienezelwerten in den Portfolien privater Investoren unabhängig davon untersucht, ob neben den Einzelwerten anlegerindividuell auch Aktienfonds in der Portfoliostrukturierung vorhanden sind. Im zweiten Schritt kann dann durch eventuell existente Aktienfondsanteile, ein zuvor ermitteltes Zwischenergebnis auf Portfolioebene in Hinblick auf die Diversifikation innerhalb der Anlageklasse Aktien weiter verbessert werden. Eine Verschlechterung ist jedoch nicht mehr möglich, weil bereits zuvor eine ausschließlich auf die Allokation auf Einzelwerteebene fokussierte Bewertung durchgeführt wurde, die durch eine zusätzliche Streuung in Aktienfonds nicht vermindert, sondern nur verbessert werden kann. Auf diese Weise entsteht analog zu den beiden zuvor beschriebenen Bereichen nach dem zweiten Schritt ein finaler Punktwert für jeden einzelnen privaten Investor, mit welchem die Qualität der Portfoliodiversifikation nach der Anzahl und Gewichtung der Einzelwerte innerhalb der Assetklasse Aktien bewertet werden kann. Beide Schritte werden nachfolgend ausführlich beschrieben.

Im ersten Schritt steht die zuvor bereits erläuterte Empfehlung von mindestens 15 verschiedenen breit gestreuten Aktienezelwerten als Orientierungswert für eine gute Portfoliodiversifikation innerhalb der Assetklasse Aktien im Hauptfokus der Betrachtung. Da jedoch die reine Anzahl verschiedener Aktienezelwerte in einem Portfolio noch keine Erkenntnis darüber liefert, ob die Anteile der verschiedenen Einzelwerte auch sinnvoll, also etwa mit

⁹⁹³ Beispielhaft wurde für die drei am häufigsten im Datensatz vertretenen Aktienfonds (jeweils in etwa 300 bis 700 Kundendepots vorhanden) überprüft, wie viele verschiedene Aktienezelwerte zum Stichtag 31.12.2010 in den jeweiligen Investmentfonds enthalten sind. Die Fondsvermögen sind auf ca. 80 bis deutlich über 200 verschiedene Aktientitel aufgeteilt.

gleichen Anteilen, allokiert sind, wird zusätzlich die individuelle Portfoliogewichtung aller Aktieneinzelwerte berücksichtigt.⁹⁹⁴

Um die Diversifikationsqualität in diesem Kontext anhand einer Kennzahl auf Anlegerebene ermitteln und vergleichen zu können, wird die nachfolgend beschriebene Diversifikationskennzahl d in Anlehnung an das Diversifikationsmaß „Herfindahl-Index“, einer Maßzahl zur Bestimmung relativer Konzentration, für jedes Wertpapierportfolio im relevanten Datensatz errechnet:

$$d = \sum_{i=1}^n (x_i)^2 \quad (4.8)$$

d = Diversifikationskennzahl

x_i = Anteil eines Aktieneinzelwerts an der Summe des in Aktieneinzelwerten

investierten Kapitals auf Ebene eines privaten Kapitalanlegers ($i = 1, \dots, n$)

Der Ausgangspunkt für die Berechnung der Diversifikationskennzahl ist die Anzahl der Aktieneinzelwerte sowie deren relative Bedeutung in einem Portfolio, gemessen anhand des Anteils am Gesamtportfolio. Damit ergibt sich eine gewichtete Summe über die Portfolioanteile aller Aktieneinzelwerte, wobei jeder Einzelwert mit seinem eigenen Anteil gewichtet, also faktisch quadriert wird. Dies führt dazu, dass der Einfluss von Aktieneinzelwerten mit niedrigem Portfolioanteil insgesamt geringer ausfällt.⁹⁹⁵

Ausgehend von der zentralen Orientierungsthese, dass mit mindestens 15 verschiedenen breit gestreuten Aktieneinzelwerten eine gute Diversifikation innerhalb des Aktienbausteins möglich ist, werden die depotindividuell ermittelten Werte zur Aktieneinzelwertediversifikation nach dem folgenden Schema in vorläufige Punktwerte überführt:⁹⁹⁶

⁹⁹⁴ Wie zuvor wird an dieser Stelle lediglich auf die sog. naive Diversifikation abgestellt. Auf diese Weise sollen große Ungleichgewichte hinsichtlich der Risikodiversifizierung auffallen und in die portfolioindividuelle Bewertung einfließen können.

⁹⁹⁵ Vgl. dazu Faber/ Zloczynski (2007), S.30 ff.

⁹⁹⁶ Da das gewählte Punktesystem für positive Diversifikationseffekte in Abhängigkeit der Intensität die Vergabe von zwei, drei oder vier Punkten vorsieht und damit quasi eine Einteilung in drei Gruppen oberhalb der unzureichenden bzw. nicht vorhandenen Diversifikation möglich wird, sollen die definierten Grenzwerte sich ausgehend vom Orientierungswert ebenfalls in entsprechende gleich große Bereiche aufteilen.

- 15 verschiedene, gleichgewichtete Aktieneinzelwerte ergeben in die Gleichung (4.8) eingesetzt einen Wert der Diversifikationskennzahl von ,0666. Bei diesem und kleineren Werten wird anlegerindividuell folgende Diversifikationswirkung bei Aktieneinzelwerten definiert: Gute Diversifikation (4 vorläufige Punkte).
- 10 verschiedene, gleichgewichtete Aktieneinzelwerte ergeben in die Gleichung (4.8) eingesetzt einen Wert für d von ,1000. Bei diesem und kleineren Werten wird anlegerindividuell folgende Diversifikationswirkung bei Aktieneinzelwerten definiert: Mäßige Diversifikation (3 vorläufige Punkte).
- 5 verschiedene, gleichgewichtete Aktieneinzelwerte ergeben in die Gleichung (4.8) eingesetzt einen Wert für d von ,2000. Bei diesem und kleineren Werten wird anlegerindividuell folgende Diversifikationswirkung bei Aktieneinzelwerten definiert: Schwache Diversifikation (zwei vorläufige Punkte).
- 4 oder weniger Aktieneinzelwerte verfügen unabhängig von der Gewichtung über keine ausreichende Diversifikationswirkung: Keine bzw. ungenügende Diversifikation (ein vorläufiger Punkt).

Die angewendete Methodik des Quadrierens und späteren Summierens der Portfolioanteile hat zur Folge, dass jeweils nur bei gleichgewichteter Einzelwerteallokation und damit bei gleichmäßiger breiter Streuung mit der jeweils für die Abgrenzung aufgeführten Anzahl von Aktienwerten die definierten Grenzwerte für die entsprechende Punkterzielung erreicht werden können. Im Regelfall existiert in den Portfolien privater Investoren keine vollständige Gleichgewichtung der Aktientitel, sodass in vielen Fällen eine entsprechend höhere Anzahl an Aktieneinzelwerten zur entsprechenden Punkteerzielung nötig ist.⁹⁹⁷

In einem zweiten Schritt können die Punktwerte aus der vorherigen Bewertung auf Ebene der Aktieneinzelwerteallokation nun durch zusätzliche Allokation in Aktienfonds verbessert werden. Am leichtesten erscheint dabei die Punktvergabe für einen Aktienfondsanteil in Höhe von 100 Prozent der Aktienallokation privater Kapitalanleger. Da hierbei eine gute

⁹⁹⁷ Wenn ein Aktieneinzelwert beispielsweise eine Gewichtung von 50 Prozent in der Aktienallokation einnimmt, kann die Schwelle von ,2000 zur Erlangung von zwei Punkten (= Schwache Diversifikation) nicht mehr erreicht werden ($,5000^2$ für diesen Portfolioanteil ergibt bereits ,2500 und zuzüglich der weiteren quadrierten Anteile liegt die Summe zwingend über der definierten Grenze von ,2000).

Diversifikation im Regelfall durch die breite Allokation auf Fondsebene bereits gewährleistet sein sollte, werden bei alleiniger Aktienfondsnutzung zur Abbildung der Assetklasse Aktien grundsätzlich vier Punkte vergeben.⁹⁹⁸ Darüber hinaus wird zur Bewertung der Diversifikationswirkung neben dem Aktienfondsanteil berücksichtigt, in welchem Maße das Investorenportfolio bereits über Aktieneinzelwerte diversifiziert ist. Sofern an dieser Stelle bereits eine „mäßige Diversifikation“ vorhanden ist, kann ein kleinerer Anteil Aktienfondsbeimischung bereits die Gesamtdiversifikation auf eine „gute Diversifikation“ verbessern, als wenn die Diversifikation auf Einzeltitelbasis „schwach“ oder „nicht ausreichend“ ausgeprägt ist. Die Verbesserung der vorläufigen Punktwerte ist daher in Abhängigkeit vom Aktienfondsanteil an der Gesamtallokation des Anlagebausteins Aktien nach dem folgenden Schema möglich:

- Vorläufiger Punktwert 4 Punkte = Gute Diversifikation (4 Punkte)
- Vorläufiger Punktwert 3 Punkte:
 - ab einem Aktienfondsanteil von 7 Prozent = Gute Diversifikation (4 Punkte)
- Vorläufiger Punktwert 2 Punkte:
 - ab einem Aktienfondsanteil von 40 Prozent = Gute Diversifikation (4 Punkte)
 - ab einem Aktienfondsanteil von 27 Prozent = Mäßige Diversifikation (3 Punkte)
- Vorläufiger Punktwert 1 Punkt:
 - ab einem Aktienfondsanteil von 73 Prozent = Gute Diversifikation (4 Punkte)
 - ab einem Aktienfondsanteil von 49 Prozent = Mäßige Diversifikation (3 Punkte)
 - ab einem Aktienfondsanteil von 24 Prozent = Schwache Diversifikation (2 Punkte)

Die aufgeführten Schwellenwerte für die Punktvergabe orientieren sich an der anlegerindividuell nötigen Fondsbeimischung unter der Bedingung, dass der private Investor die bei der

⁹⁹⁸ Die Experteninterviews haben ergeben, dass die von den untersuchten Banken hauptsächlich privaten Kunden angebotenen sowie von Kunden selbständig selektierten Aktienfondsanlagen in aller Regel auf Fondsebene sehr breit allokiert sind. Es handelt sich demnach zumeist um breit diversifizierte, Benchmark orientierte Aktienfonds mit den Länderschwerpunkten Deutschland und Europa.

Einzelwerteallokation definierten Grenzwerte individuell bei gleichgewichteter Einzelwerteallokation um jeweils einen Aktientitel verpasst hat. Konkret könnte ein Investor beispielsweise gleichgewichtet in neun verschiedenen Aktieneinzelwerten allokiert sein. Ihm würde demnach mit einem Diversifikationskennzahlwert von ,1111 ein vorläufiger Punktwert von 2 Punkten zugeschrieben werden. Ausgehend von diesen neun Aktieneinzelwerten und unter Berücksichtigung der zentralen Orientierungsthese, dass mit mindestens 15 verschiedenen breit gestreuten Aktieneinzelwerten eine gute Diversifikation innerhalb des Aktienbausteins möglich ist, fehlen demnach sechs gleichgewichtet berücksichtigte Aktieneinzelwerte. Diese sechs Aktientitel würden bei gleichmäßiger Berücksichtigung wiederum einen Portfolioanteil von 40 Prozent beanspruchen (sechsmal $1/15$). Im Falle einer Abbildung dieses Anteils über Aktienfonds ist entsprechend der vorstehend erläuterten Logik also eine breite Diversifikation im Regelfall gewährleistet. Daher beträgt der Schwellenwert, ab welchem ein privater Anleger mit schwacher Einzelwerteallokation (vorläufiger Punktwert zwei Punkte) sich auf eine insgesamt gute Diversifikation (vier Punkte) nach der Anzahl und Gewichtung der Einzelwerte in der Assetklasse Aktien verbessern kann, 40 Prozent. Die weiteren Schwellenwerte wurden jeweils durch Drittelung, der wie zuvor dargestellt ermittelten Schwellenwerte für gute Diversifikation, ermittelt. Wie zuvor bereits beschrieben, soll eine Verschlechterung des vorläufigen Punktwerts durch nicht ausreichende oder vollständig fehlende Berücksichtigung von Aktienfonds allerdings ausbleiben.

Die ermittelten Punktwerte aller drei in das Modell einbezogenen und analysierten Bereiche werden gleichgewichtet auf Anlegerebene summiert und im nachfolgenden Abschnitt in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsleistungen aufgeführt und beschrieben. Maximal kann ein privater Kapitalanleger einen Punktwert von 12 Punkten (dreimal vier Punkte) erreichen. Der Mindestpunktwert eines Investors beträgt drei Punkte (dreimal ein Punkt). Die Bewertung der Portfoliodiversifikation privater Investoren erfolgt über das folgende Gesamtpunktesystem:

- 11 und 12 Punkte: Gute Diversifikation
- 8 bis 10 Punkte: Mäßige Diversifikation
- 5 bis 7 Punkte: Schwache Diversifikation
- 3 und 4 Punkte: Keine bzw. ungenügende Diversifikation

Die Abgrenzung der vier Bewertungsklassen erfolgte über die durchschnittliche Punktzahl pro analysierten Bereich je Anleger. Die Schwellenwerte zwischen den einzelnen Klassen werden bei 1,5 Punkten, 2,5 Punkten und 3,5 Punkten definiert. So erzielt beispielsweise ein privater Investor mit den Punktwerten drei, drei und zwei im Durchschnitt einen Punktwert von 2,67 Punkten und liegt damit oberhalb des Schwellenwertes von 2,5 Punkten, was einer Zuordnung zur zweithöchsten Punkteklasse („Mäßige Diversifikation“) entspricht. Ab einem durchschnittlichen Punktwert von 3,5 Punkten erfolgt die Zuordnung zur höchsten Punkteklasse, unter 2,5 Punkten und über 1,5 Punkten liegt die zweitniedrigste Punkteklasse vor und unter 1,5 Punkten entsprechend die unterste Punkteklasse.

4.4.5.2 Ergebnisse

In Abbildung 63 sind die Ergebnisse zur Bewertung der Portfoliodiversifikation privater Investoren, wie im voranstehenden Abschnitt hinsichtlich der methodischen Vorgehensweise ausführlich erläutert, aufgeführt. Es fällt auf, dass die in dieser Analyse untersuchten privaten Kapitalanleger überwiegend schwach bis ungenügend diversifiziert sind.

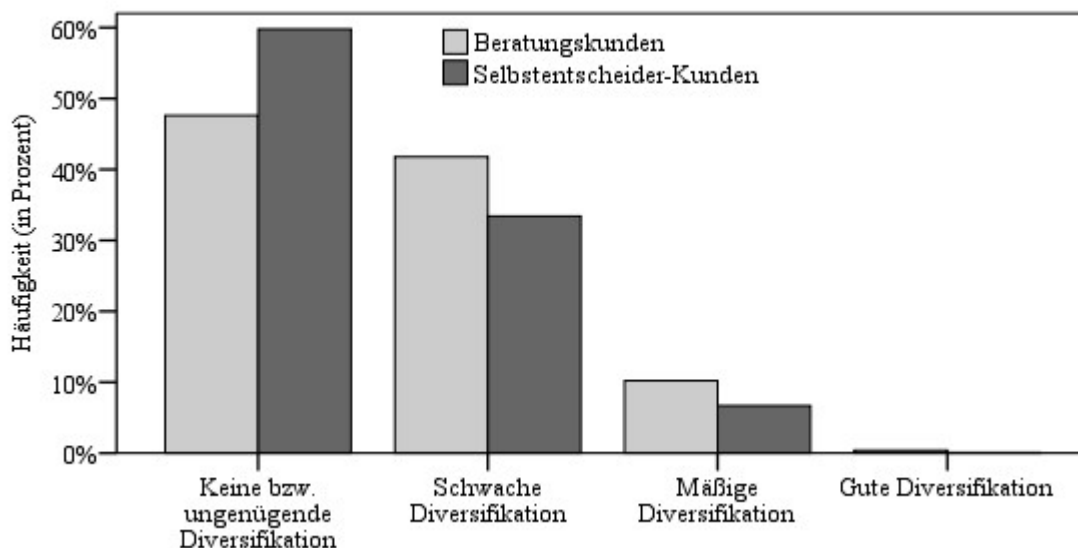


Abb. 63: Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung⁹⁹⁹

In den drei elementaren Bereichen Assetklassendiversifikation im Allgemeinen, Diversifizierung nach Ländern und Regionen innerhalb der Assetklasse Aktien sowie in Bezug auf

⁹⁹⁹ Für die Datenbasis zur Abbildung siehe auch Tabelle 107 im Anhang sowie Unterabschnitt 4.4.5.1 zwecks Informationen über die Aggregation der Daten.

eine geeignete Streuung der Einzelwerte nach Anzahl und Gewichtung in der Assetklasse Aktien, wird kaum diversifiziert. Dabei zeigt sich die Portfoliodiversifikation bei den Beratungskunden insgesamt etwas besser als bei den ohne Beratungsleistungen der Kreditinstitute selbständig agierenden Selbstentscheider-Kunden.

So verfügen mit 57,5 Prozent bereits die Mehrzahl der Selbstentscheider-Kunden und mit 45,8 Prozent ein großer Teil der Beratungskunden entweder über keine oder nur eine sehr unzureichende Diversifikation. Weitere 35,3 Prozent der Selbstentscheider-Kunden sowie 43,0 Prozent der Beratungskunden sind zudem hinsichtlich der getesteten Bereiche schwach diversifiziert. Eine Minderheit von 7,1 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) bzw. 10,8 Prozent verfügt über eine mittelmäßige Diversifikation während nur 0,1 Prozent der selbständig agierenden und 0,4 Prozent der beratenen privaten Kapitalanleger eine gute Portfoliodiversifikation bescheinigt werden kann.

Die Analyse der in diesem Teildatensatz untersuchten 5.953 Wertpapierportfolien privater Kapitalanleger hat nur ein Portfolio eines privaten Investoren ergeben, welches über die maximale Punktzahl von jeweils vier Punkten in allen drei analysierten Bereichen verfügt. Damit verfügt dieser Anleger in seinem Portfolio mindestens über die Assetklassen Aktien, Anleihen und Immobilien in zu seiner Risikomentalität passenden Portfolioanteilen, mindestens über drei verschiedene Anlageregionen (z. B. Deutschland, Europa und Nordamerika) mit Portfolioanteilen in geeignet erscheinender Höhe sowie über eine ausreichende Einzeltitelstreuung, die durch die Nutzung eines Investmentfonds zur Abbildung der Assetklasse Aktien oder aber eine ausreichende Anzahl an Aktieneinzelwerten bereits gewährleistet ist.

In Abbildung 64 ist die Portfoliodiversifikation getrennt nach den Kundenklassen Vermögenskunden und Retailkunden aufgeführt. Grundsätzlich zeigt sich, dass die privaten Investoren beider Kundenklassen überwiegend über eine schwache bzw. unzureichende Diversifikation verfügen. Allerdings ist bereits an den Balkendiagrammen erkennbar, dass die Portfoliodiversifikation bei den Vermögenskunden insgesamt etwas besser bzw. weniger schlecht ausfällt als bei den Retailkunden.

So verfügen bei den Vermögenskunden mit 43,9 Prozent (Beratungskunden) bzw. 51,8 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) weniger private Investoren über keine bzw. über eine als ungenügend zu bewertende Portfoliodiversifikation. Bei den Retailkunden liegen die Werte

hierfür bereits bei 51,3 Prozent (Beratungskunden) und 63,1 Prozent (Selbstentscheider-Kunden).

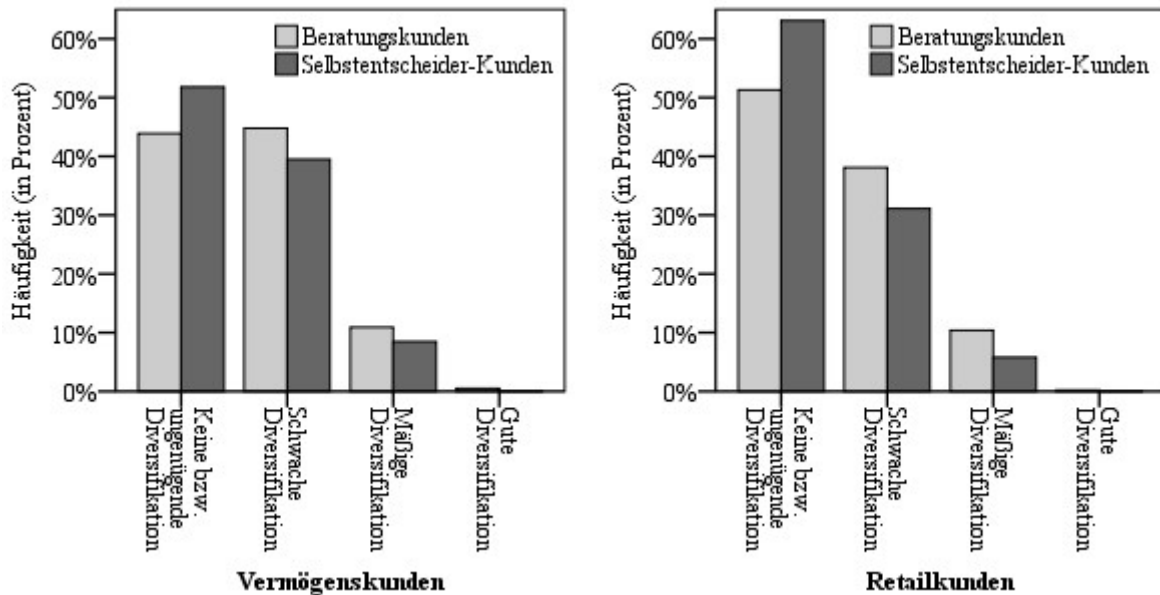


Abb. 64: Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen¹⁰⁰⁰

Über eine mittelmäßige Diversifikation verfügen 10,9 Prozent der beratenen Vermögenskunden und 8,5 Prozent der nicht beratenen Vermögenskunden, während die Retailkunden zu 10,4 Prozent (Beratungskunden) bzw. zu 5,8 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) entsprechend in ihren Portfolios diversifiziert sind. Sehr selten sind bei beiden Kundenklassen die als „gut“ diversifiziert bewerteten Portfolios: Am häufigsten liegen diese mit einem Anteil von 0,5 Prozent bei den beratenen Vermögenskunden vor. Die nicht beratenen Vermögenskunden sowie die beratenen und nicht beratenen Retailkunden verfügen jeweils lediglich über Anteile gut diversifizierter Portfolios in Höhe von 0,1 Prozent.

Die in Tabelle 32 aufgeführten deskriptiven Statistiken zur Bewertung der Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung weisen in die gleiche Richtung, wie die zuvor dargestellten Ergebnisse: Sowohl der arithmetische Mittelwert als auch der Median deuten jeweils darauf hin, dass Beratungskunden im Durchschnitt ihr Portfolio etwas besser diversifizieren als Selbstentscheider-Kunden. Wenn man allerdings berücksichtigt, dass die Gesamtpunkteskala von drei bis 12 Punkten reicht, wird schnell

¹⁰⁰⁰ Für die Datenbasis zur Abbildung siehe auch Tabelle 108 im Anhang sowie Unterabschnitt 4.4.5.1 zwecks Informationen über die Aggregation der Daten.

deutlich, dass beide Kundengruppen durchschnittlich vergleichsweise schwach in ihren Portfolien diversifiziert sind.

	Beratungskunden	Selbstentscheider-Kunden
N Gültig	3.657	2.296
Fehlend	0	0
Mittelwert	5,08	4,59
Median	5,00	4,00
Standardabweichung	1,930	1,739
Minimum	3	3
Maximum	12	11
Perzentile 10	3,00	3,00
20	3,00	3,00
25	3,00	3,00
30	3,00	3,00
40	4,00	3,00
50	5,00	4,00
60	6,00	5,00
70	6,00	5,00
75	7,00	6,00
80	7,00	6,00
90	8,00	7,00

Tab. 32: Deskriptive Statistiken zur Bewertung der Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Die Analyse der Perzentile bestätigt diese Erkenntnisse und zeigt, dass über 30 Prozent der Beratungskunden und über 40 Prozent der Selbstentscheider-Kunden über keine in dieser Untersuchung positiv bewertbare Portfoliodiversifikation verfügen. Auch anhand der deskriptiven Statistiken ist erkennbar, dass Vermögenskunden insgesamt noch etwas breiter diversifiziert sind als Retailkunden, wenngleich auch die beratenen Retailkunden in Hinblick auf den arithmetischen Mittelwert mit durchschnittlich 4,9 Punkten etwas besser abschneiden als die nicht beratenen Vermögenskunden (4,8 Punkte).¹⁰⁰¹

Da modellbedingt bereits durch die vergleichsweise simple vollständige Abbildung des Aktienbausteins über einen Aktienfonds ein über dem Durchschnittswerten liegender Punktwert von mindestens sechs Punkten erreicht wird, soll nachfolgend zusätzlich analysiert werden, wie die Portfoliodiversifikation zu bewerten ist, wenn man voraussetzt, dass in jedem analysierten Bereich einheitlich mindestens der jeweils geforderte Punktwert vorliegt (z. B. mindestens zwei Punkte in allen drei Bereichen für die Gesamtbewertung „schwache Diversifikation“). Die entsprechenden Ergebnisse sind in Abbildung 65 dargestellt.

¹⁰⁰¹ Vgl. dazu ausführlich die deskriptiven Statistiken in Tabelle 109 im Anhang.

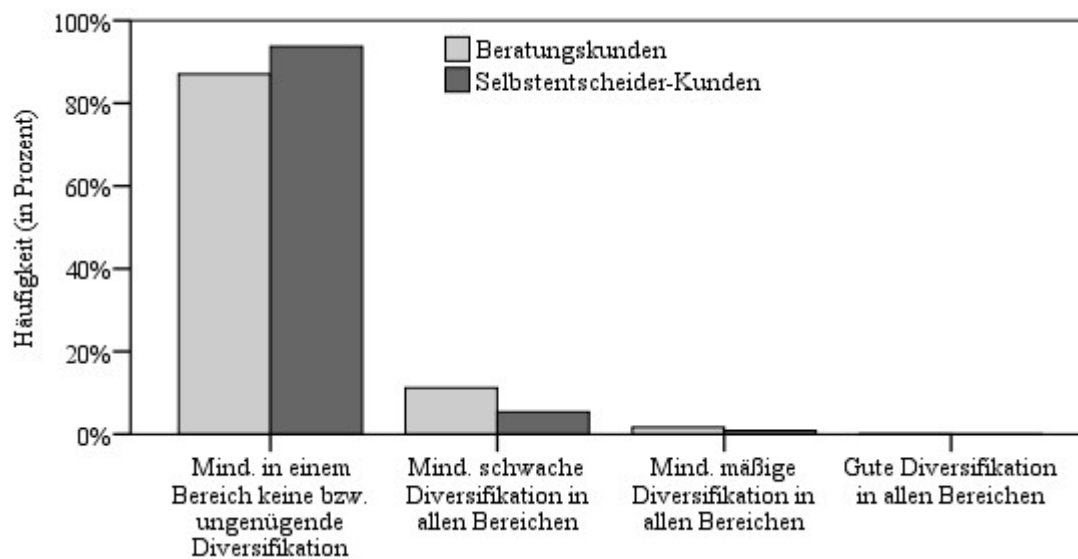


Abb. 65: Portfoliodiversifikation unter Berücksichtigung der Diversifikationsintensität bzw. -gleichheit in allen untersuchten Bereichen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung¹⁰⁰²

Auch hier zeigt sich, dass private Kapitalanleger in Summe in weiten Teilen nicht oder nur sehr ungenügend diversifizieren mit dem Unterschied, dass beratene private Investoren etwas weniger schlechte Ergebnisse aufweisen als nicht beratene Privatanleger. So verfügen nur 11,2 Prozent der Beratungskunden in allen drei untersuchten Bereichen zur Bewertung der Portfoliodiversifikation über eine mindestens „schwache Diversifikation“ (zwei Punkte). Bei den nicht beratenen Selbstentscheider-Kunden liegt der vergleichbare Wert bei 5,4 Prozent. Über mindestens eine „mäßige Diversifikation“ (drei Punkte) in allen drei analysierten Bereichen verfügen 1,7 Prozent der Beratungskunden und 0,9 Prozent der Selbstentscheider-Kunden, während die durchgängig gute Diversifikation (jeweils vier Punkte) im Datensatz nur in einem Fall vorkommt (0,0 Prozent).

Hinsichtlich der verschiedenen Kundenklassen weisen Vermögenskunden auch in dieser Betrachtung insgesamt bessere Ergebnisse auf als Retailkunden. Die selbständig und ohne Beratungsdienstleistungen der untersuchten Banken agierenden Retailkunden weisen das schlechteste Ergebnis aus: Lediglich 3,7 Prozent dieser Kundengruppe verfügen in allen drei untersuchten Bereichen mindestens über eine „schwache“ Diversifikation. Die restlichen

¹⁰⁰² Für die Datenbasis zur Abbildung siehe auch Tabelle 110 im Anhang.

96,3 Prozent der Portfolien dieser Kundengruppe kann als „ungenügend“ bis „nicht diversifiziert“ bewertet werden.¹⁰⁰³

4.4.6 Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance

Nachdem im Abschnitt zuvor untersucht wurde, inwieweit demographische, psychographische, sozioökonomische und sonstige Faktoren die Inanspruchnahme von Anlageberatung beeinflussen, wird nun vergleichend analysiert, wie beratene bzw. nicht beratene private Kapitalanleger ihr Wertpapierportfolio in Bezug auf verschiedene zu untersuchende Kriterien allokatieren. Dabei zeigen sich an vielen Stellen Unterschiede im Anlageverhalten der Investoren in Bezug auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen. Wesentliche Differenzen aber auch Gemeinsamkeiten werden nachfolgend zusammenfassend aufgeführt und aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance bewertet bzw. interpretiert.

In Bezug auf die durchschnittlichen Gesamtdepotbestände fällt auf, dass Beratungskunden bei den untersuchten Kreditinstituten über nahezu doppelt so große Portfolien verfügen wie Selbstentscheider-Kunden (101.477 gegenüber 54.940 Euro). Dieser Effekt ist über beide Kundenklassen hinweg zu beobachten und deckt sich im Ergebnis mit der im Abschnitt zuvor bereits ermittelten Tendenz, dass beratene private Investoren über ein höheres Wertpapiervermögen verfügen als die ohne Beratung agierenden privaten Anleger.¹⁰⁰⁴

Die Auswertung der durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen hat ergeben, dass Beratungskunden im Mittel über 4,77 Wertpapierpositionen verfügen, während Selbstentscheider-Kunden ihre Wertpapieranlagen durchschnittlich auf 6,13 Depotpositionen verteilen. Obwohl Beratungskunden durchschnittlich über fast doppelt so große Depotbestände verfügen wie Selbstentscheider-Kunden, verfügen die nicht beratenen Kunden durchschnittlich über eine um 28,5 Prozent größere Anzahl an Depotpositionen. Betrachtet man lediglich die Streuung innerhalb der Assetklasse Aktien, sofern die Anlageklasse anlegerindividuell in der Portfolioallokation enthalten ist, sind die Unterschiede zwischen beratenen und nicht beratenen Privatkunden noch größer: Während Beratungskunden im Depot durchschnittlich über 3,47 Positionen verfügen, kommen Selbstentscheider-Kunden bei vergleichbaren

¹⁰⁰³ Vgl. dazu ausführlich die deskriptiven Statistiken in Tabelle 111 im Anhang.

¹⁰⁰⁴ Vgl. dazu Abschnitt 4.3.2.3.

durchschnittlichen Depotbeständen in der Assetklasse Aktien¹⁰⁰⁵ im Mittel auf 5,18 Positionen. Etwas geringer ausgeprägt sind die Unterschiede in der Anlageklasse Anleihen mit 3,26 (Beratungskunden) bzw. 3,60 (Selbstentscheider-Kunden) verschiedenen Anleihepositionen. Berücksichtigt man hier auch die durchschnittlichen Depotbestände von 86.833 Euro bei Beratungskunden und 49.819 Euro bei Selbstentscheider-Kunden, erscheint zumindest das finanzielle Potenzial zu breiterer Streuung des Kapitals innerhalb der Anlageklasse Anleihen bei Beratungskunden ausgeprägter.

Theoretisch ist bereits durch eine Depotposition eine auskömmliche und sinnvolle Diversifikation in einer Assetklasse, beispielsweise über einen breit diversifiziert strukturierten Investmentfonds, möglich. Da im Beispiel der Assetklasse Anleihen jedoch nur 14,6 Prozent aller Depotpositionen (14,9 Prozent bei Beratungskunden und 13,2 Prozent bei Selbstentscheider-Kunden) durch Investmentfonds abgebildet werden, dürfen bereits aufgrund dieser einfachen Depotpositionsauswertung Zweifel aufkommen, dass die in dieser Untersuchung analysierten privaten Kapitalanleger ihr Anlagekapital ausreichend diversifizieren.

Um die Diversifikation auf Assetklassenebene, also die Asset Allocation im engeren Sinne, besser bewerten zu können, wurden die anlegerindividuellen Nutzungshäufigkeiten im Rahmen der Portfoliostrukturierung einbezogener Assetklassen ausgewertet. Im Ergebnis investiert die Mehrheit der privaten Investoren mit 52,7 Prozent der Beratungskunden und 61,5 Prozent der Selbstentscheider-Kunden ihr gesamtes Wertpapierkapital lediglich in einer Assetklasse und verzichtet damit vollständig auf assetklassenübergreifende Diversifikation. Nur die Minderheit von 15,9 Prozent der Beratungskunden bzw. 10,2 Prozent der Selbstentscheider-Kunden ist in ihrer depotindividuellen Asset Allocation über drei oder vier Anlageklassen hinweg allokiert.

Die Asset Allocation privater Kapitalanleger weist zudem hinsichtlich der durchschnittlichen Anteile der verschiedenen Anlageklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung deutliche Unterschiede auf. So investieren beratene private Kapitalanleger im Durchschnitt 74,0 Prozent ihres Anlagekapitals in Anleihen, während der entsprechende Wert bei den nicht beratenen Investoren bei 28,2 Prozent liegt. Umgekehrt verfügen Beratungskunden lediglich über einen Anteil von 13,9 Prozent in der Assetklasse Aktien,

¹⁰⁰⁵ Der durchschnittliche Depotbestand in der Assetklasse Aktien bei privaten Anlegern mit Bestand in der Assetklasse Aktien liegt bei Beratungskunden bei 35.253 Euro und bei Selbstentscheider-Kunden um 2,6 Prozent höher bei 36.183 Euro. Vgl. dazu Tabelle 65 im Anhang.

wo Selbstentscheider-Kunden mit durchschnittlich 61,8 Prozent deutlich stärker investiert sind. Der Immobilienanteil fällt mit 5,3 Prozent bei den beratenen Privatkunden der untersuchten Banken zudem rund doppelt so hoch aus, wie bei den nicht beratenen Kunden mit im Durchschnitt 2,4 Prozent. Auch an dieser Stelle scheint sich eine Erkenntnis des vorigen Abschnitts anhand der ausgewerteten Depotdaten zu bestätigen: Beratungskunden weisen möglicherweise eine niedrigere Risikobereitschaft auf als Selbstentscheider-Kunden, worauf bereits die Auswertung der psychographischen Einflussfaktoren auf Anlageberatungsdienstleistungen hindeutete.¹⁰⁰⁶ So verfügen beratene Kunden auch zu über 60 Prozent über keinen Depotbestand in der Assetklasse Aktien, während dies nur bei unter 20 Prozent der nicht beratenen Kunden der Fall ist. Inwieweit diese Zahlen allerdings Ausdruck der anlegerindividuellen Risikamentalität sind oder ob hypothetisch ggf. weitere beeinflussende Faktoren, wie beispielsweise eine aktienablehnende Haltung der Bankberater, vorhanden sind, konnte nicht untersucht werden.

Hinsichtlich der Währungsallokation privater Kapitalanleger wird festgestellt, dass beratene private Kapitalanleger zu 99,0 Prozent in ihrer Heimatwährung Euro investiert sind. Die nicht beratenen privaten Investoren legen zu 91,5 Prozent in Wertpapieren mit der Referenzwährung Euro an. In allen in dieser Untersuchung ausgewerteten Fremdwährungen verfügen die Selbstentscheider-Kunden zudem über höhere durchschnittliche Depotanteile. Trotzdem deuten diese Ergebnisse auch bei den Selbstentscheider-Kunden auf keine grundsätzlich breite bzw. sinnvolle Währungsdiversifikation hin. Denn auch über 70 Prozent der nicht beratenen privaten Investoren verfügen über keinerlei Beimischung von Fremdwährungen und in der Teilmenge der nicht beratenen Retailkunden haben über zehn Prozent der Privatanleger ihr vollständiges Portfolio in der Fremdwährung US-Dollar investiert.

Innerhalb der Assetklasse Aktien fällt wie bereits beschrieben auf, dass die privaten Investoren ihr Kapital auf vergleichsweise wenige Depotpositionen konzentrieren. Da hierbei neben Aktieneinzelwerten auch andere Investmentprodukte Anwendung finden, welche beispielsweise wie im Fall von Investmentfonds eine stärker diversifizierende Wirkung als Aktieneinzelwerte haben können, sind die weiteren Untersuchungen innerhalb der Assetklasse

¹⁰⁰⁶ Vgl. dazu Abschnitt 4.3.2.2.

Aktien auf diejenigen privaten Anleger fokussiert worden, die ausschließlich Aktieneinzelwerte zur Abbildung der Assetklasse Aktien nutzen.¹⁰⁰⁷ Diese privaten Kapitalanleger verteilen ihr Anlagekapital innerhalb der Assetklasse Aktien auf durchschnittlich 2,7 (Beratungskunden) bzw. 4,3 (Selbstentscheider-Kunden) verschiedene Aktieneinzelwerte. Die aufgeführten wissenschaftlichen Studien empfehlen dagegen Größenordnungen von mindestens 15 Aktieneinzelwerten, ab denen eine adäquate Diversifikation für private Investoren überhaupt erst möglich wird. Daher kann die Allokation der Aktieneinzelwerte bei diesen privaten Investoren in Bezug auf eine sinnvolle Diversifikation als unzureichend beschrieben werden.

Die Gründe für diese nicht ausreichende Diversifikation können bei über der Hälfte aller Investoren in Aktieneinzelwerten in der bereits beschriebenen Transaktionskostenproblematik ihren Ursprung haben. Diese privaten Anleger müssten, um eine sinnvolle Diversifikation erreichen zu können, auf in sich diversifizierende Anlageprodukte, wie etwa Investmentfonds, ausweichen. Mindestens die übrigen gut 40 Prozent der beratenen und nicht beratenen Aktienkunden haben dagegen die Möglichkeit, auch unter Berücksichtigung der Transaktionskosten breiter zu diversifizieren. Aber auch diese Investoren setzen auf zu wenige verschiedene Aktienwerte in ihrer Aktienallokation. Börsenpsychologisch könnte hier das Kontrollbedürfnis des Menschen wirken und zusätzlich könnte eine Form der Selbstüberschätzung bei diesen privaten Kapitalanlegern vorliegen. Menschen tendieren demnach dazu, in die eigenen Fähigkeiten, Kenntnisse und Prognosen übermäßiges Vertrauen zu setzen, was in der Konsequenz zu einer systematisch verzerrten Wahrnehmung führt. Diese falsche Wahrnehmung scheint die unzureichende Diversifikation im Bereich der Aktieneinzelwerte zu überstrahlen.¹⁰⁰⁸

Knapp die Hälfte aller Beratungskunden mit Aktieneinzelwerten investiert in der Assetklasse Aktien lediglich in einen einzigen Aktientitel. Bei den Selbstentscheider-Kunden verfügen 29,4 Prozent nur über einen Aktientitel. Während 78,2 Prozent der beratenen privaten Anleger über eine Streuung in maximal drei Aktienwerte verfügt, liegt der entsprechende Wert bei den nicht beratenen Investoren bei 60,5 Prozent. Nur 3,2 Prozent der Beratungskunden und 9,6 Prozent der Selbstentscheider-Kunden erreichen eine Aktiendiversifikation

¹⁰⁰⁷ Der Anteil an Investmentfondsprodukten innerhalb der Anlageklasse Aktien beträgt der Anzahl nach bei den untersuchten privaten Kapitalinvestoren 22,6 Prozent.

¹⁰⁰⁸ Siehe dazu auch Abschnitt 3.3.2.

über mindestens zehn verschiedene Einzelwerte. Auch diese Ergebnisse lassen das Vorliegen der börsenpsychologischen Ausprägung der Selbstüberschätzung bei vielen privaten Investoren vermuten. Etwas größer scheint der Effekt dabei noch bei den beratenen privaten Kapitalanlegern ausgeprägt zu sein.

Die Ergebnisse zur Untersuchung der Branchenallokation innerhalb der Assetklasse Aktien zeugen ebenfalls von mangelnder Diversifikation. So investieren Beratungskunden in Abhängigkeit davon, ob man die HDAX-Aktieneinzelwerte aller „Aktienkunden“ oder nur solche von Investoren mit ausschließlichem Bestand in HDAX-Aktieneinzelwerten analysiert, in 2,16 bzw. 1,76 unterschiedliche Branchen. Die Selbstentscheider-Kunden streuen das in HDAX-Einzelwerten investierte Kapital etwas breiter in 2,48 bzw. 2,05 verschiedene Branchen. Dabei verfügen 60,8 Prozent der Beratungskunden und 50,3 Prozent der Selbstentscheider-Kunden, bei denen ausschließlich HDAX-Aktien in den Aktieneinzelwerten vorhanden sind, in ihrer Einzelwerteallokation lediglich über Aktientitel einer Branche. Nur 2,6 Prozent der Beratungskunden und 4,2 Prozent der Selbstentscheider-Kunden streuen ihr in Aktieneinzelwerten investiertes Anlagekapital in mindestens fünf verschiedene Branchen.

Obwohl zur Branchenallokation keine wissenschaftlich ermittelten sinnvollen Diversifikationsgrößen ermittelt werden konnten, dürften die vorliegenden Werte, bei insgesamt in dieser Analyse berücksichtigten 24 verschiedenen Branchen, von deutlicher Branchenkonzentration zeugen. Die damit verbundene mangelnde Diversifikation über ausreichend viele Branchen kann börsenpsychologisch wie zuvor ebenfalls der Selbstüberschätzung privater Investoren zugeschrieben werden.

Die Länderallokation der Assetklasse Aktien zeigt eine deutliche Präferenz der analysierten privaten Kapitalanleger für den deutschen Aktienmarkt. So verfügen die privaten Investoren unter Berücksichtigung von Aktieneinzelwerten und Aktienfonds über durchschnittliche Depotanteile von 64,5 (Beratungskunden) bzw. 71,3 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) in deutschen Aktienwerten. Im übrigen Europa sind die beratenen Anleger mit einem Anteil von 19,3 Prozent und die selbst agierenden Wertpapierkunden mit 11,9 Prozent investiert, während die größte Anlageregion der Welt, Nordamerika, von Selbstentscheider-Kunden mit 7,3 Prozent höher als von Beratungskunden mit 2,9 Prozent gewichtet wird. Die BRIC-Staaten und Japan spielen unabhängig von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen kaum eine Rolle in der Länderallokation privater Kapitalanleger. Insgesamt

sind 46,0 Prozent der Beratungskunden und 45,0 Prozent der Selbstentscheider-Kunden in der Assetklasse Aktien zu 100 Prozent in deutschen Aktien investiert.

Börsenpsychologisch liegt in Bezug auf die Länderallokation eindeutig der als „Home Bias“ bezeichnete Effekt vor. Dabei verzichten Investoren zu Gunsten eines hohen Anteils heimischer Aktienwerte bewusst oder unbewusst auf die Diversifikationsvorteile internationaler Aktienmärkte. Die Hintergründe dafür können bei rationaler Betrachtung in Informationsvorteilen aufgrund räumlicher Nähe liegen.¹⁰⁰⁹ Bei vermuteter Irrationalität kann zum Beispiel das Gefühl des Kontrollverlustes bei Investitionen in ausländische Aktien, aufgrund der subjektiv schlechteren Einschätzbarkeit der Situation, eine Rolle spielen.¹⁰¹⁰

Während der Anteil des deutschen Aktienmarktes am globalen Aktienmarkt weniger als drei Prozent ausmacht, zeigen wissenschaftliche Studien, dass eine vergleichsweise moderate Übergewichtung heimischer Aktienwerte, am Beispiel des deutschen Aktienmarktes etwa einem deutschen Aktienanteil von 20 bis 40 Prozent entsprechend, nur geringfügig negative Auswirkungen in Bezug auf Diversifikationseffekte aufweist. In den Größenordnungen des Anteils deutscher Aktien in dieser Untersuchung sind dagegen deutliche Diversifikationsnachteile auf Seiten der privaten Kapitalanleger zu befürchten.

Das gleiche gilt für den als Home Bias at Home bezeichneten Effekt. Dieser Effekt beschreibt, dass Aktienwerte aus dem Umkreis des Wohnortes eines Investors häufiger in dessen Aktienportfolio vertreten sind als andere Aktientitel aus dem gleichen Land. Der Umkreis des Wohnortes wurde in dieser Untersuchung durch einen Radius von 100 km um die Mitte des Geschäftsgebietes der drei untersuchten Kreditinstitute definiert. In diesem Gebiet befinden sich nach der Anzahl 23,6 und nach dem Indexgewicht 29,2 Prozent aller im HDAX vertretenen Aktiengesellschaften. Mit diesen Werten ist zugleich das vermeintlich sinnvolle Gewicht dieser Aktientitel innerhalb einer breiten deutschen Aktienallokation definiert. Tatsächlich finden sich diese Unternehmen in den HDAX-Aktienportfolien der beratenen privaten Investoren jedoch mit einem Anteil von 53,4 Prozent und bei den nicht beratenen Anlegern mit einem Anteil von 39,9 Prozent wieder. Damit verfügen die privaten Investoren über eine deutliche Präferenz zugunsten wohnortnaher Aktiengesellschaften und nehmen erneut Nachteile zu Lasten breiter und mutmaßlich sinnvoller Diversifikation in Kauf.

¹⁰⁰⁹ Allerdings sind entsprechende Vorteile in den letzten Jahren durch die zunehmende Digitalisierung der Medien deutlich zurückgegangen. Vgl. dazu beispielsweise Dapp (2014).

¹⁰¹⁰ Vgl. dazu auch Unterabschnitt 3.3.3.

Des Weiteren wurde die Allokation des in Aktienwerten des HDAX investierten Anlagevermögens nach der Höhe der Marktkapitalisierung der Aktientitel untersucht. Grundsätzlich erscheint auch in Hinblick auf die Marktkapitalisierung eine breite Diversifizierung über sogenannte „Small Caps“, „Mid Caps“ und „Large Caps“ anlegerindividuell sinnvoll, um dem Ziel einer optimalen risikoadjustierten Rendite möglichst nahe kommen zu können. Es wurde im Ergebnis festgestellt, dass 52,1 Prozent der Beratungskunden und 29,1 Prozent der Selbstentscheider-Kunden ausschließlich in den Large Cap-Aktientiteln des DAX investiert sind. Darüber hinaus besitzen 77,5 Prozent der beratenen und 66,7 Prozent der nicht beratenen Kunden ausnahmslos Aktienwerte eines der drei im HDAX vertretenen Indices. Lediglich 2,4 Prozent der Beratungskunden und 6,3 Prozent der Selbstentscheider-Kunden nutzen die maximale Diversifikationsmöglichkeit in Form der Beteiligung aller drei Indices bzw. Marktsegmente in ihrer individuellen Aktienallokation aus.

Börsenpsychologisch könnte die Fokussierung auf die bekannteren und häufiger in der Berichterstattung durch Fernsehen und Presse vorkommenden DAX-Aktienwerten einer heuristisch bedingten Komplexitätsreduzierung der Investoren entsprechen. Die Verringerung der Komplexität von Sachverhalten ist ein von Menschen regelmäßig genutztes Mittel, um Entscheidungssituationen zu vereinfachen und ihre kognitive Bewältigung zu erleichtern. Im Gegenzug besteht allerdings die Gefahr, dass daraus unvernünftige und rational nicht begründbare Entscheidungen folgen. Im Fall der vorliegenden Untersuchung folgt aus der Fokussierung auf DAX-Aktienwerte eine möglicherweise schwächere Diversifikation innerhalb der Assetklasse Aktien.

Die zuvor bereits einzeln beschriebenen Ergebnisse finden sich in weiten Teilen auch in der modellhaften gemeinsamen Analyse der Portfoliodiversifikation anhand der drei Kriterien Assetklassendiversifikation, Länder- und Regionendiversifikation sowie der Diversifikation nach der Anzahl und Gewichtung von Aktieneinzelwerten, wieder: Die Ergebnisse zeigen deutlich eine in weiten Teilen schwache bzw. unzureichende Portfoliodiversifikation bei privaten Kapitalinvestoren, wobei die nicht beratenen Selbstentscheider-Kunden noch ungünstiger in ihrer Portfolien diversifiziert sind als die von den Banken mit Beratungsdienstleistungen versorgten Beratungskunden. Die Analyse der in diesem Teildatensatz untersuchten 5.953 Wertpapierportfolien privater Kapitalanleger hat nur ein einziges Portfolio eines privaten Kapitalanlegers aufgedeckt, welches über die höchstmögliche Bewertung in Hinblick auf die untersuchte Portfoliodiversifikation in allen drei analysierten Bereichen verfügt.

Ein Ergebnis, dass in dieser eindeutigen Form nicht erwartet werden konnte, wenn man berücksichtigt, dass eine entsprechende Portfolioallokation regelmäßig sowohl von Banken, als auch in zahlreichen wissenschaftlichen Studien empfohlen wird.¹⁰¹¹ Börsenpsychologisch deuten diese Ergebnisse auf die bereits ausführlich beschriebenen Effekte der Heimatmarktneigung (Home Bias), heuristisch bedingter Komplexitätsreduzierungen sowie der Überschätzung der eigenen Fähigkeiten im Kontext von Wertpapiergeschäften hin.

Nachfolgend werden die Unterschiede zwischen privaten Kapitalanlegern, welche regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen in Wertpapieren bei den untersuchten Kreditinstituten erhalten bzw. nicht in Anspruch nehmen, hinsichtlich ihrer Portfolioallokation noch einmal übersichtlich zusammengefasst. Beratene private Kapitalanleger verfügen gegenüber Selbstentscheider-Kunden demnach tendenziell über

- einen höheren Gesamtdepotbestand,
- eine niedrigere Anzahl an Depotpositionen im Gesamtdepot,
- weniger Depotpositionen innerhalb der Assetklasse Aktien,
- eine breitere Streuung des Anlagekapitals über verschiedene Assetklassen,
- einen höheren Anleihenanteil in der Asset Allocation,
- einen niedrigeren Aktienanteil in der Asset Allocation,
- einen höheren Immobilienanteil in der Asset Allocation,
- einen niedrigeren Fremdwährungsanteil in der Asset Allocation,
- weniger Aktieneinzelwerte innerhalb der Allokation der Aktieneinzelwerte,
- eine geringere Streuung des Anlagekapitals über verschiedene Branchen bei Aktieneinzelwerten,
- einen geringeren Anteil deutscher Aktieneinzelwerte an der Aktienallokation,
- einen geringeren Anteil außereuropäischer Aktienmärkte an der Aktienallokation,

¹⁰¹¹ Vgl. dazu ausführlich Unterabschnitt 4.4.5 sowie die dort zitierte Literatur.

- einen höheren Anteil von Aktiengesellschaften aus der näheren räumlichen Umgebung des Wohnortes der Investoren,
- einen höheren Anteil an Large Cap-Aktienwerten an der Aktienallokation sowie über
- eine geringere Streuung des Anlagekapitals über verschiedene Marktkapitalisierungen bei Aktieneinzelwerten.

In der Summe dieser einzelnen Ergebnisse ergibt sich in Hinblick auf die Inanspruchnahme von Anlageberatungsleistungen tendenziell eine schwächere Diversifikation in den Portfolien der Beratungskunden der analysierten Kreditinstitute. Andererseits zeigte sich im Untersuchungsteil anhand mehrerer modellhaft ausgewerteter Kriterien ein im Vergleich zu den Selbstentscheider-Kunden leicht besseres Ergebnis der Beratungskunden. In Summe überrascht das mäßige Ergebnis der beratenen privaten Kapitalanleger dennoch: Zum einen haben die Beratungskunden aufgrund ihres durchschnittlich fast doppelt so hohen Depotbestandes in vielen Bereichen eine bessere Ausgangsposition, wenn es um die möglichst breit diversifizierte Streuung des Anlagekapitals geht. Zum anderen könnte angenommen werden, dass die Bankberater durchschnittlich über mehr Fachwissen in Bezug auf eine sinnvolle Vermögensallokation und -diversifizierung verfügen. Trotzdem gelingt es den beratenen Kunden der untersuchten Institute nicht, diese vermeintlichen Vorteile in Bezug auf die Diversifizierung ihres Anlagevermögens zu nutzen.

Es kann zudem festgestellt werden, dass in den analysierten Punkten meistens Unterschiede im Anlageverhalten von Vermögenskunden und Retailkunden bestehen. In der deutlichen Mehrzahl der Punkte sind die Ergebnisse der Retailkunden, insbesondere vor dem Aspekt der Diversifikationswirkung im Portfoliokontext, im Vergleich zu den Vermögenskunden als schwächer zu bewerten. Ein Beispiel dafür stellt die Aktieneinzelwerteallokation bei privaten Anlegern dar, die den Anlagebaustein Aktien lediglich über Einzelwerte abbilden: So verfügen Vermögenskunden im Mittel über 3,0 (Beratungskunden) bzw. 5,4 (Selbstentscheider-Kunden) verschiedene Aktieneinzelwerte, während Retailkunden lediglich 2,0 (Beratungskunden) bzw. 3,6 (Selbstentscheider-Kunden) unterschiedliche Positionen in ihrem Aktienportfolio halten.

Während die Vermögenskunden in sozioökonomischer Hinsicht meistens kaum Hindernissen hinsichtlich einer deutlich besseren Diversifikation in ihren Portfolien unterliegen, ergeben sich bei den Retailkunden, beispielsweise aufgrund derer deutlich kleineren Vermögen

und der aus wirtschaftlichen Gründen quasi erforderlichen Mindestlosgrößen bei Aktienkäufen Schwierigkeiten, die empfohlenen Mindestgrößen zur Erzielung einer ausreichenden Diversifikation in Einzelaktien und ohne die Nutzung von Investmentfonds zu erreichen. Daher kann an dieser Stelle auch nicht abschließend beurteilt werden, inwieweit etwa der limitierende sozioökonomische Faktor Vermögen bei den Retailkunden dafür verantwortlich ist, dass diese unzureichend diversifizieren. Festzuhalten gilt allerdings, dass grundsätzlich alle Retailkunden durch die Nutzung von Investmentfonds eine sehr gute Portfoliodiversifikation erreichen könnten – und das unabhängig von ihrer individuellen sozioökonomischen Ausgangssituation.

Auch unter Einbeziehung der Erkenntnisse der Behavioral Finance lassen sich auf Seiten der Beratungskunden tendenziell Nachteile gegenüber den Selbstentscheider-Kunden ausmachen. Allerdings sind die Vorteile auf Seiten der Selbstentscheider-Kunden sowohl in Bezug auf die Erkenntnisse der Behavioral Finance als auch in Hinblick auf die sinnvolle Vermögensallokation bzw. Vermögensdiversifizierung zumeist vergleichsweise gering. Es zeigt sich zudem deutlich, dass die untersuchten privaten Kapitalanleger auch unabhängig von der Inanspruchnahme von Beratungsleistungen ihr Anlagekapital durchschnittlich unzureichend diversifizieren und regelmäßig den Anomalien und Heuristiken der Behavioral Finance unterliegen.

4.5 Portfoliotransaktionen privater Kapitalanleger

Nachdem im vorangegangenen Abschnitt analysiert wurde, wie die Portfolien von Beratungs- und Selbstentscheider-Kunden in Bezug auf verschiedene strukturelle Kriterien zum Stichtag 31.10.2010 allokiert waren, wird im nun folgenden Abschnitt anhand verschiedener Aspekte und Kriterien untersucht, welche Erkenntnisse in Hinblick auf die Transaktionen privater Kapitalanleger generiert werden können. Zu diesem Zweck werden die Transaktionsdaten eines fast achtjährigen Zeitraums analysiert, um Unterschiede in den Transaktionen privater Investoren in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen herauszuarbeiten und nach Möglichkeit zusammenfassend aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance zu bewerten bzw. zu interpretieren.

4.5.1 Einleitung und methodische Vorüberlegungen

In die nachfolgenden Analysen der Portfoliotransaktionen fließen sämtliche Wertpapierkäufe und -verkäufe privater Kapitalanleger im Zeitraum vom 01.01.2003 bis zum 30.09.2010 ein.¹⁰¹² Je nach Fragestellung werden auch Teilmengen dieser Datenbasis, z. B. lediglich die Transaktionen in der Assetklasse Aktien oder nur Kauftransaktionen in Wertpapieren untersucht. In diesen Fällen wird im Zusammenhang mit dem jeweiligen Forschungsbereich die zugrundeliegende Datenbasis genau erläutert. Wie in den vorstehenden Abschnitten bereits beschrieben, werden auch in Bezug auf die Portfoliotransaktionen Investoren vorhanden sein, welche neben den hier vorliegenden Wertpapiergeschäften auch nicht weiter bekannte Transaktionen in Wertpapieren bei anderen Banken oder Vermögensverwaltern durchgeführt haben. Dadurch ist unter Umständen eine Verfälschung der Ergebnisse möglich, da die Transaktionen der Investoren ggf. nicht vollständig abgebildet werden.

Die bereits in den Unterabschnitten 4.3.1 und 4.4.1 aufgeführten Erkenntnisse aus den Experteninterviews zu den angebotenen Beratungsdienstleistungen und -einschränkungen in Wertpapieren für die verschiedenen Kundengruppen, zu der im Regelfall breiteren und fachlich intensiveren Ausbildung bei den Bankberatern der Vermögenskunden insbesondere im Bereich der Vermögensanlageberatung mit Wertpapieren sowie zur Unabhängigkeit der angebotenen Dienstleistungen in Abhängigkeit von den unterschiedlichen Börsenphasen gelten für den folgenden Abschnitt gleichermaßen.¹⁰¹³

Die folgenden Untersuchungen beginnen mit der Analyse der Portfoliotransaktionen nach verschiedenen beobachteten Marktphasen am deutschen Aktienmarkt. Im Untersuchungszeitraum konnten dazu sowohl Marktphasen fallender, stagnierender als auch steigender Kurse identifiziert und gruppiert werden.¹⁰¹⁴ In diesem Kontext soll untersucht werden, inwieweit sich das Handelsverhalten der privaten Investoren in Bezug auf die einzelnen Marktphasen entwickelt und ggf. verändert hat. Im Anschluss daran werden diejenigen Transaktionen privater Investoren selektiert, bei denen taggleich Umschichtungen innerhalb von Aktieneinzelwerten erfolgen. Hier interessiert konkret der ex post ermittelte Erfolg des Verkaufs einer bzw. mehrerer Einzelaktien nach der taggleichen Reinvestition des Liquidationserlöses in einen bzw. mehrere neue Aktieneinzelwerte.

¹⁰¹² Für die ausführliche Datenbeschreibung siehe Unterabschnitt 4.2.1.2.

¹⁰¹³ Siehe dazu weiterführend auch die Erläuterungen in den Unterabschnitten 4.2.1.7 und 4.3.2.4.

¹⁰¹⁴ Vgl. dazu ausführlich Unterabschnitt 4.2.4.

In Unterabschnitt 4.5.4 werden die Portfoliotransaktionsdaten in Hinblick auf mögliche Unterschiede in der durchschnittlichen Haltedauer von Wertpapieren sowie in der Häufigkeit von Wertpapiertransaktionen je privatem Kapitalanleger in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen untersucht. Abgeschlossen wird die Analyse der Portfoliotransaktionen durch eine Untersuchung der Wertpapiergeschäfte auf einen Kalendereffekt. Konkret geht es an dieser Stelle darum, ob die Wertpapiertransaktionen in der Datenbasis auf die Wochentage annähernd gleich verteilt sind oder an dieser Stelle Abweichungen vorgefunden werden. In Unterabschnitt 4.5.6 werden die wesentlichen Ergebnisse der Analysen dieses Abschnitts dann noch einmal zusammengefasst und nach individueller Möglichkeit aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance bewertet bzw. interpretiert.

4.5.2 Portfoliotransaktionen nach Marktphasen am deutschen Aktienmarkt

Nachfolgend werden die Aktientransaktionen privater Kapitalanleger in Hinblick auf ihre Verteilung auf unterschiedliche Marktphasen untersucht. Zu diesem Zweck werden die bereits in Unterabschnitt 4.2.4 definierten und beschriebenen verschiedenen Marktphasen des deutschen Aktienmarktes im Zeitraum dieser Untersuchung verwendet. Im Kern sollen Erkenntnisse darüber gewonnen werden, wie sich die privaten Investoren in den unterschiedlichen Phasen fallender, stagnierender und steigender Aktienmärkte verhalten.

Die Datenbasis wird aus einer Teilmenge aller 393.019 Wertpapiertransaktionen im Zeitraum vom 01.01.2003 bis zum 30.09.2010 gebildet und besteht aus allen Transaktionen in Aktieneinzelwerten des deutschen Auswahlindex HDAX.¹⁰¹⁵ Insgesamt liegen hierzu 65.625 Transaktionen privater Kapitalanleger vor, welche sich auf die Anzahl von 8.161 Wertpapierdepotkonten verteilen. Bei 26,7 Prozent der Transaktionen handelt es sich um Wertpapiergeschäfte von Beratungskunden, während Selbstentscheider-Kunden einen Anteil von 73,3 Prozent an den gesamten Wertpapiertransaktionen aufweisen.

Die Fokussierung auf Aktieneinzelwerte des HDAX-Aktienindex erfolgt aufgrund der Verfügbarkeit von benötigten Daten in der Datenbasis und ist in Folge der damit einhergehenden Verkleinerung der Datenbasis kritisch anzumerken. Um eine einheitliche und vergleichbare

¹⁰¹⁵ Vgl. zu ausführlichen Informationen zur Datenbasis Unterabschnitt 4.2.1.2. Der HDAX setzt sich aus dem DAX, dem MDAX und dem TecDAX zusammen und umfasst 110 Aktieneinzelwerte.

Datenbasis generieren zu können, müssen auch andere Produktlösungen der Assetklasse Aktien, wie beispielsweise Investmentfonds und Zertifikate, von der Analyse ausgeschlossen werden. Eine Verzerrung der Ergebnisse könnte sich beispielsweise dadurch ergeben, dass in größerem Umfang Aktieneinzelwerte des HDAX verkauft und in anderen Produktlösungen der Assetklasse Aktien unmittelbar reinvestiert werden bzw. umgekehrt in dieser Untersuchung nicht erfasste Wertpapierprodukte der Assetklasse Aktien verkauft werden, um kurz darauf Aktienwerte aus dem HDAX zu kaufen.

Als Vergleichsindex für die verschiedenen Marktphasen am deutschen Aktienmarkt wird der Aktienindex DAX gewählt, weil auf diesen eindeutig das größte mediale und auch öffentliche Interesse in Bezug auf den deutschen Aktienmarkt fällt.¹⁰¹⁶ Die Experten der untersuchten Banken gehen aufgrund ihrer Erfahrungswerte davon aus, dass für Privatinvestoren die Entwicklung des HDAX-Aktienindex im Vergleich zum DAX-Index keine bzw. allenfalls eine sehr geringe Rolle bei Investitionsentscheidungen einnimmt. Daher ist eine Verfälschung der Ergebnisse aufgrund der Disparität der Indices nicht zu befürchten.

Gemeinhin wird überwiegend davon ausgegangen, dass Aktieninvestoren und insbesondere private Investoren an den Kapitalmärkten zumeist zyklisch agieren.¹⁰¹⁷ Das bedeutet, sie tendieren bei höheren Kursen vermehrt dazu, als Käufer aufzutreten und können so beispielsweise auch mitverantwortlich für Aktienmarktblasen sein, während sie bei niedrigeren bzw. fallenden Aktienkursen zunehmend als Verkäufer die Kurse der Aktiengesellschaften weiter unter Kursdruck setzen. ROUETTE/ VON NITZSCH kommen zu dem Ergebnis, dass die Renditenachteile aus zyklischem Verhalten an den Aktienmärkten bereits gegenüber sehr einfachen nicht zyklischen Anlagestrategien ca. 1,2 Prozent pro Jahr betragen.¹⁰¹⁸ Zyklisches Verhalten lässt sich regelmäßig auch mit dem in Abschnitt 3.5 beschriebenen börsenpsychologischen Phänomen des Herdenverhaltens erklären, insbesondere dann, wenn die Kapitalmarktteilnehmer ihre eigenen Entscheidungen und Handlungen nach den Entscheidungen anderer Investoren ausrichten.

Zu einem gegenteiligen Ergebnis kommt allerdings eine Untersuchung der dwpbank für den Zeitraum August 2008 bis April 2010. Die Analyse von über 5 Millionen Wertpapierdepots

¹⁰¹⁶ Diese Entscheidung erfolgt aus den aufgeführten Gründen bewusst, obwohl die Einzelwerte des HDAX in die nachfolgenden Auswertungen einfließen. Vgl. auch Perridon/ Rathgeber/ Steiner (2014), S. 245.

¹⁰¹⁷ Vgl. dazu beispielsweise Aigner/ Bilger (2006), S. 278 ff.; Dembowski (2007), S. 19; Funke/ Johanning/ Rudolph (2007), S. 7 ff.; Rensch (2010), S. 16 f. sowie Smith et al. (2014), S. 10503 ff.

¹⁰¹⁸ Vgl. Rouette/ von Nitzsch (2006), S. 18 ff.

privater Kapitalanleger aller Bankengruppen bescheinigt den Investoren in dem Zeitraum antizyklisches Investitionsverhalten.¹⁰¹⁹ Darüber hinaus wurde bereits verschiedentlich herausgefunden, dass antizyklisches Handeln den Aktieninvestoren zumindest langfristig häufig höhere Ertragschancen bietet.¹⁰²⁰

Methodisch wird bei der Untersuchung des Handelsverhaltens privater Investoren auf die Analyse des sogenannten Kaufquotienten abgestellt. Zu diesem Zweck wird zunächst die Anzahl der Käufe und Verkäufe von Wertpapieren in einem bestimmten Zeitraum addiert.¹⁰²¹ Anschließend werden beide Werte zueinander ins Verhältnis gesetzt, indem die Summe der Käufe durch die Summe der Verkäufe dividiert wird. Der daraus resultierende Wert beschreibt das Kaufverhalten privater Kapitalanleger in Form eines Quotienten. Liegt der Wert oberhalb von Eins, haben die Käufe die Verkäufe im gewählten Zeitraum per Saldo überwogen. Liegt der Wert unterhalb von Eins war die Anzahl der Verkäufe dagegen im gewählten Zeitfenster größer als die Summe aller Käufe. Der nachfolgende Formel Ausdruck beschreibt den Weg zur Berechnung des Kaufquotienten:

$$KQ_t = \frac{|K_t|}{|V_t|} \quad (4.9)$$

KQ_t = Kaufquotient in der Zeitperiode t

K_t = Käufe in der Zeitperiode t V_t = Verkäufe in der Zeitperiode t

$|K_t|$ = Mächtigkeit der Menge K_t $|V_t|$ = Mächtigkeit der Menge V_t

Die Mächtigkeit der Mengen K und V entspricht der Anzahl aller in den Mengen K und V enthaltenen Elemente. Nachfolgend erfolgt zum einen eine Betrachtung der Kaufquotienten

¹⁰¹⁹ Es kann kritisch zu der Untersuchung angemerkt werden, dass sie auf hochaggregierten Daten beruht. Demnach wurde nicht – wie nachfolgend in dieser Untersuchung – nach der Anzahl entsprechender Käufe und Verkäufe der Kaufquotient ermittelt, sondern dies erfolgte auf Basis des kumulierten Kauf- und Verkaufsvolumens. Dadurch sind zumindest theoretisch Verzerrungen durch besonders große bzw. besonders kleine Transaktionen möglich. Vgl. weiterführend Brahm (2010), S. 7 ff.

¹⁰²⁰ Vgl. dazu Rouette/ Nitzsch (2005) und Zenk (2016).

¹⁰²¹ Eine Simulation der Auswertungen auf Basis der kumulierten Kauf- und Verkaufsvolumen anstelle der vergleichenden Betrachtung der Stückzahlen hat nur sehr geringfügig abweichende Ergebnisse hervorgebracht.

auf monatlicher Basis und zum anderen eine Betrachtung auf Basis der vier verschiedenen Börsenphasen. In Abbildung 66 sind die Kaufquotienten privater Kapitalanleger auf monatlicher Basis und in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen für den Zeitraum vom 01.01.2003 bis zum 30.09.2010 gemeinsam mit der Wertentwicklung des deutschen Aktienindex DAX graphisch dargestellt.

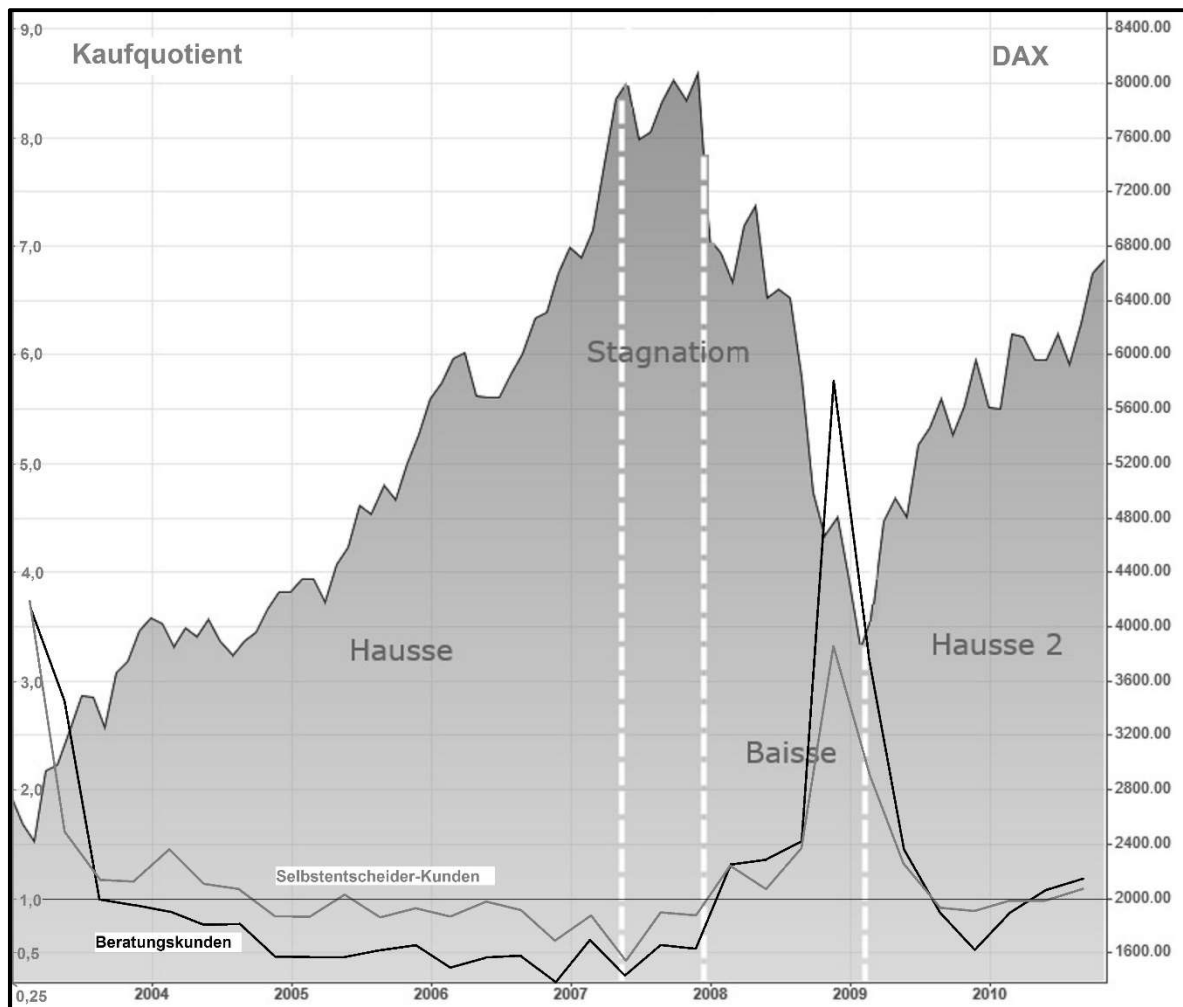


Abb. 66: Darstellung der Kaufquotienten der untersuchten privaten Kapitalanleger am deutschen Aktienmarkt im Zeitraum 01.01.2003 bis 30.09.2010¹⁰²²

Es wird deutlich, dass die privaten Kapitalanleger über die aufgeführten Marktphasen hinweg überwiegend antizyklisch am deutschen Aktienmarkt gehandelt haben. So traten sie in

¹⁰²² Kaufquotienten nach Anzahl der Wertpapierkäufe und -verkäufe auf Quartalsbasis in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen; Eigene Darstellung, Marktphasen auf Basis monatlicher Schlusskurse (Quelle: Thomson Reuters). Die waagerechte Linie bildet zur leichteren Interpretation einen Kaufquotienten von 1,0 ab. Die zugrundeliegenden Datentabellen zu den Kaufquotienten sowie weitere deskriptive Statistiken sind in Tabelle 112 im Anhang aufgeführt.

Zeiten steigender Aktienkurse – und besonders in der ersten Hausse – überwiegend und zunehmend als Verkäufer auf, während sie im Zuge der deutlichen Kursverluste im Kontext der globalen Finanzkrise in den Jahren 2008 und 2009 mehrheitlich auf der Käuferseite standen. Nachfolgend soll der Gesamtzeitraum noch detaillierter untersucht und zusätzlich unter Berücksichtigung der jeweiligen Transaktionshäufigkeit bewertet werden.¹⁰²³ Für eine darüber hinausgehende Analyse unter Differenzierung der beiden Kundenklassen Retailkunden und Vermögenskunden siehe Tabelle 113 im Anhang.

Zu Beginn des Auswertungszeitraums lagen die Kaufquotienten in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2003 bei vergleichsweise hohen Werten von 3,64 und 2,79 bei den Beratungskunden bzw. 3,70 und 1,58 bei den Selbstentscheider-Kunden. Die privaten Investoren nutzten das relativ niedrige Kursniveau in dieser Phase mehrheitlich zum Kauf von Dividentiteln. Der Deutsche Aktienindex markierte nach rund dreijähriger Baisse und über 70 Prozent Kursverlust im März 2003 seinen Tiefpunkt. Allerdings war die Transaktionshäufigkeit in diesem Zeitraum mit nur etwa 54,2 bzw. 54,4 Prozent (Beratungskunden) und 66,4 bzw. 77,1 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) der durchschnittlichen Umsatzhäufigkeit deutlich geringer ausgeprägt als zu anderen Zeiten. Demnach nutzte also nur ein vergleichsweise kleiner Anteil der privaten Investoren diese Kurse tatsächlich zum Aufbau von Aktienpositionen und die Beratungskunden noch seltener als die Selbstentscheider-Kunden. Viele private Kapitalanleger begegneten der Aktienanlage nach den negativen Erfahrungen der Vergangenheit zu dieser Zeit scheinbar mit großer Skepsis und Zurückhaltung.¹⁰²⁴

In den darauffolgenden gut vier Jahren entwickelte sich eine trendstarke Aktienhausse, die gemessen an den Tiefstständen des Jahres 2003 Kursgewinne im Aktienindex DAX von über 350 Prozent möglich machte. In dieser Phase haben die privaten Kapitalanleger langjährig überwiegend Aktien verkauft. Während Selbstentscheider-Kunden – wenn auch unter vergleichsweise niedrigen Transaktionszahlen – zumindest bis in das dritte Quartal 2004 hinein noch häufiger Aktien kauften, als dass sie ebensolche verkauften, haben Beratungskunden bereits ab dem vierten Quartal 2003 mehrheitlich Aktien verkauft. Da insbesondere in den ersten Jahren der Hausse zusätzlich die Umsatzaktivität der Investoren teilweise deutlich unterdurchschnittlich war, profitierten anscheinend nur vergleichsweise wenige private Investoren der analysierten Banken mit Aktieneinzelwerten von der langjährigen und kräftigen

¹⁰²³ Vgl. dazu die zugrundeliegenden Datentabellen sowie weitere deskriptive Statistiken zu den Kaufquotienten und zur Umsatzhäufigkeit in Tabelle 112 im Anhang.

¹⁰²⁴ Vgl. Rosen (2011), S. 66 ff.

Aufwärtsbewegung am deutschen Aktienmarkt. Da die Kaufquotienten der Beratungskunden in der Aktienmarkthausse – wie in Abbildung 67 dargestellt – durchgängig noch niedriger ausfielen als die entsprechenden Werte der Selbstentscheider-Kunden, scheinen sie auch in dieser Phase ungünstiger zu agieren als die nicht beratenen Kunden der drei untersuchten Kreditinstitute.

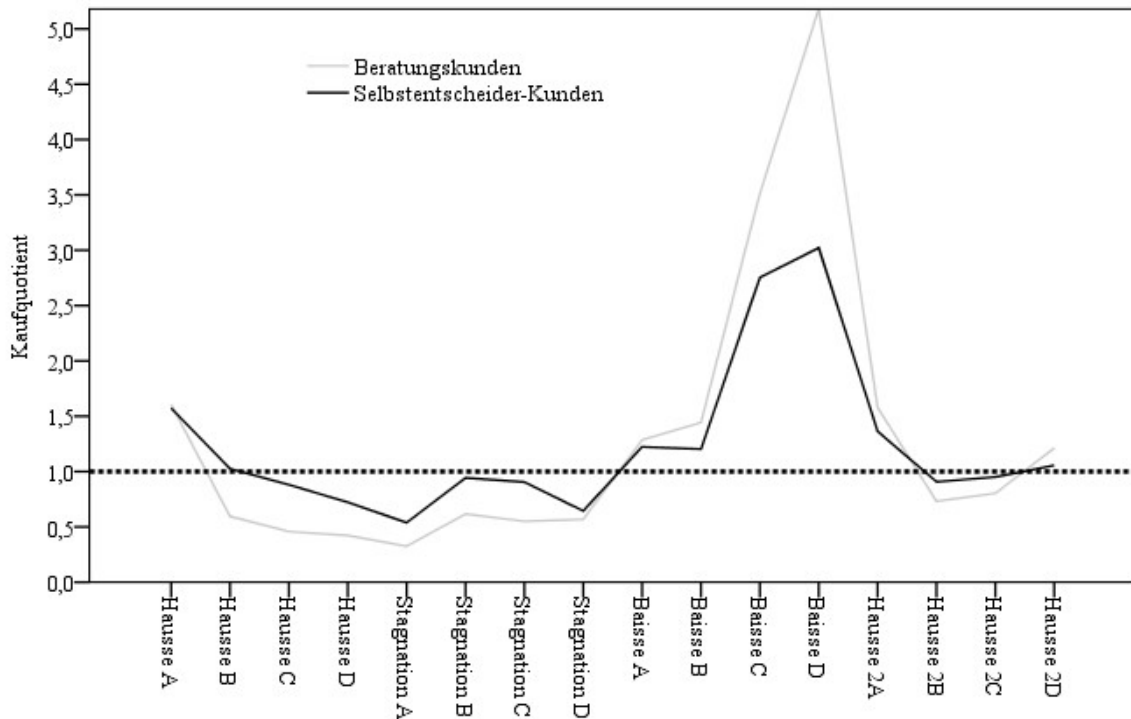


Abb. 67: Darstellung der Kaufquotienten der untersuchten privaten Kapitalanleger nach verschiedenen Marktphasen am deutschen Aktienmarkt im Zeitraum 01.01.2003 bis 31.10.2010¹⁰²⁵

Gutes antizyklisches Anlegerverhalten zeigt sich dann zum Ende der ersten Hausse in den ersten beiden Quartalen des Jahres 2007 und der daran anschließenden etwa zwei Quartale andauernden Stagnationsphase am deutschen Aktienmarkt. In dieser Phase lag die Transaktionshäufigkeit durchweg über dem langjährigen Durchschnitt, während die Kaufquotienten sämtlich – und teilweise sehr deutlich – unterhalb des Schwellenwertes von Eins notierten. Wie in Abbildung 67 aufgeführt, notieren auch in dieser Marktphase die Kaufquotienten der Beratungskunden unterhalb derer der Selbstentscheider-Kunden. Damit schneiden sie in

¹⁰²⁵ Kaufquotienten nach Anzahl der Wertpapierkäufe und -verkäufe innerhalb eines Marktphasenzeitraums in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen. Jede Marktphase wird zu diesem Zweck in vier gleich lange Zeiträume – die jeweiligen Untermarktphasen A bis D – aufgeteilt; Eigene Darstellung, Marktphasen auf Basis monatlicher Schlusskurse (Quelle: Thomson Reuters). Die zugrundeliegenden Datentabellen zu den Kaufquotienten sind in Tabelle 114 im Anhang aufgeführt.

Hinblick auf die Bewertung des antizyklischen Handelns hier etwas besser ab als die selbständig und ohne Beratung der Banken handelnden Kunden.

In der daran anschließenden Aktienmarktbaisselässt sich aus der Entwicklung der Kaufquotienten und der Umsatzhäufigkeit ebenfalls gutes antizyklisches Anlegerverhalten bei den untersuchten privaten Investoren erkennen. So stiegen die Kaufquotienten in dieser Phase im Zeitablauf entgegengesetzt zu den weiter nachgebenden Aktienkursen überwiegend an, um im letzten Quartal des Jahres 2008 unter sehr deutlich überdurchschnittlichen Umsatzhäufigkeiten Werte zwischen 5,73 bei den Beratungskunden und 3,36 bei den Selbstentscheider-Kunden anzunehmen. Im ersten Quartal 2009, dem Quartal der Tiefstkurse der laufenden Aktienbaisseliegen die Kaufquotienten dann noch bei Werten von 3,28 (Beratungskunden) bzw. 2,15 (Selbstentscheider-Kunden). Da die Beratungskunden in dieser Baisse an den Aktienmärkten wie in Abbildung 67 dargestellt unter vergleichsweise hohen Transaktionshäufigkeiten noch etwas höhere Kaufquotienten aufwiesen, scheint ihr antizyklisches Handelsverhalten leichte Vorteile gegenüber dem der Selbstentscheider-Kunden aufzuweisen.

In der an die Baisse anknüpfenden zweiten Aktienhausse des vorliegenden Untersuchungszeitraums treten dann sowohl Parallelen als auch Unterschiede zur Entwicklung während der ersten untersuchten Aufwärtsphase am deutschen Aktienmarkt in Erscheinung. So wurden bereits im dritten Quartal des Jahres 2009, und damit wie in der ersten Hausse an den Aktienmärkten vergleichsweise frühzeitig, wieder mehr Aktienverkäufe als Aktienkäufe durch private Kapitalanleger durchgeführt. Dieser Trend setzte sich auch in den Folgequartalen fort und wurde erst zum Ende des Untersuchungszeitraums durch moderat oberhalb von Eins liegende Kaufquotienten gestoppt. Während die vergleichsweise niedrigen Aktienkurse in dieser Börsenphase bei den Beratungskunden eine unterdurchschnittliche Transaktionshäufigkeit hervorrufen, ist die Anzahl der Wertpapierumsätze bei den selbstentscheidenden Kunden der analysierten Banken überdurchschnittlich. Auch wenn die sich erholenden Aktienmärkte zwischenzeitlich mehr Verkäufer als Käufer auf den Plan rufen, ist die Entwicklung zum Ende des Untersuchungszeitraums doch ganz im Gegensatz zur ersten Haussephase wieder durch mehr Käufe als Verkäufe gekennzeichnet. Die weitere Entwicklung am deutschen Aktienmarkt führte zu einer noch einige Jahre über den Untersuchungszeitraum dieser Arbeit hinausgehenden Hausse an den Aktienmärkten.

Insgesamt kann anhand der beschriebenen Entwicklung antizyklisches Anlageverhalten sowohl bei beratenen als auch bei nicht beratenen privaten Investoren beobachtet werden. Dies

kann besonders an den vergleichsweise hohen Kaufquotienten an den Tiefpunkten des Aktienmarktes sowie an den entsprechend niedrigen Kaufquotienten am Hochpunkt der Aktienmarktentwicklung abgelesen werden. Allerdings ist zu vermuten, dass an der ersten Hausse aufgrund der unterdurchschnittlichen Transaktionshäufigkeiten nur wenige Investoren partizipiert haben. In der zweiten Hausse sieht es in Bezug darauf bereits etwas positiver aus. Zudem scheinen sich die aufgezeigten Vor- bzw. Nachteile im Handelsverhalten privater Investoren in Abhängigkeit davon, ob diese Anlageberatungsdienstleistungen im Kontext ihrer Wertpapiertransaktionen empfangen haben oder nicht, in etwa auszugleichen.

In Abbildung 68 sind die Kaufquotienten privater Kapitalanleger am deutschen Aktienmarkt innerhalb der vier verschiedenen Marktphasen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsleistungen und aufgeteilt in die Kundenklassen dargestellt.

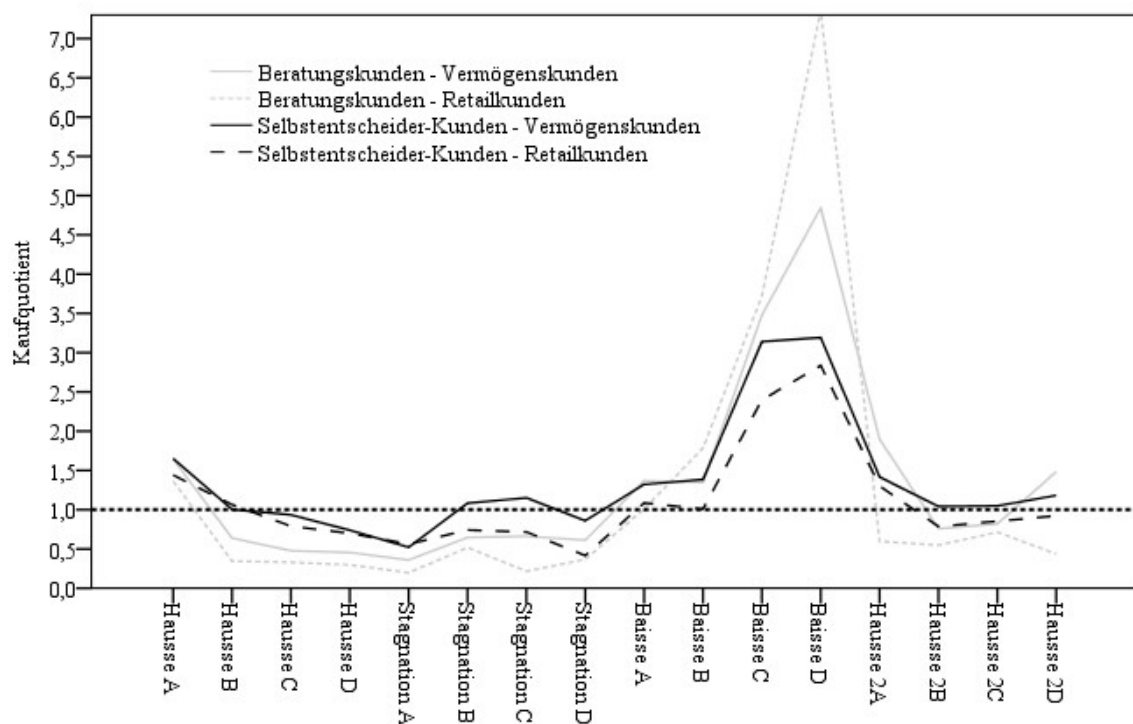


Abb. 68: Darstellung der Kaufquotienten der untersuchten privaten Kapitalanleger innerhalb verschiedener Marktphasen am deutschen Aktienmarkt im Zeitraum 01.01.2003 bis 31.10.2010 nach Kundenklassen¹⁰²⁶

¹⁰²⁶ Kaufquotienten nach Anzahl der Wertpapierkäufe und -verkäufe innerhalb eines Marktphasenzeitraums in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen. Jede Marktphase wird zu diesem Zweck in vier gleich lange Zeiträume – die jeweiligen Untermarktphasen A bis D – aufgeteilt; Eigene Darstellung, Marktphasen auf Basis monatlicher Schlusskurse (Quelle: Thomson Reuters). Die zugrundeliegenden Datentabellen zu den Kaufquotienten sind in Tabelle 115 im Anhang aufgeführt.

Grundsätzlich fällt auf, dass die Spannweite der Schwankungen der Kaufquotienten bei Beratungskunden größer ist als bei Selbstentscheider-Kunden und bei den beratenen Retailkunden noch einmal höher ausfällt als bei den beratenen Vermögenskunden. So weisen die beratenen Retailkunden zwar während der Finanzkrise in den Phasen C und D der Baisse im Vergleich zu den anderen Kundenklassen die höchsten Kaufquotienten aus, fallen aber in der darauffolgenden zweiten Hausse in allen Phasen auf deutlich unterhalb des Schwellenwerts Eins liegende Werte zurück.

Im Vergleich liegen die Kaufquotienten der beratenen Retailkunden damit in beiden Börsenhaussephasen deutlich hinter denen der anderen Kundenklassen zurück. Die selbständig handelnden Vermögenskunden weisen dagegen in beiden Haussephasen die höchsten Kaufquotienten aus, sind aber auch diejenigen, die in der Stagnationsphase auf vergleichsweise hohem Aktienpreinsniveau in den Phasen B und C als einzige Kundenklasse noch als Nettokäufer auftreten. Insgesamt kann keine Kundenklasse identifiziert werden, die in Bezug auf antizyklisches Handeln kontinuierlich bessere Ergebnisse aufweist als die anderen Kundenklassen.

4.5.3 Portfoliotransaktionen nach Umschichtungserfolg

Die privaten Kapitalanleger dieser Untersuchung führen in Aktieneinzelwerten des 110 Werte umfassenden HDAX im Zeitraum vom 01.01.2003 bis zum 30.09.2010 insgesamt 65.625 Transaktionen durch. Bei einer Teilmenge von 4.763 Transaktionen kommt es dabei zu taggleichen Umschichtungen von Aktieneinzelwerten des HDAX innerhalb eines einzelnen Wertpapierdepots, ausgelöst etwa durch den Verkauf einer oder mehrerer Aktien des HDAX und den gleichzeitigen Kauf einer oder mehrerer Aktien aus dem gleichen Indexuniversum. In insgesamt 733 Wertpapierdepots können diese taggleichen Aktienkäufe und Aktienverkäufe, auch als sog. „round trips“ bezeichnet¹⁰²⁷, mindestens einmal im Untersuchungszeitraum beobachtet werden. Dieser Unterabschnitt beschäftigt sich damit, den Erfolg dieser Umschichtungstransaktionen ex post mit und ohne Berücksichtigung von Transaktionskosten zu ermitteln und versucht daneben mögliche Beweggründe für die taggleichen Umschichtungen der privaten Investoren abzuleiten.

Am intensivsten hat sich bisher ODEAN mit dem Erfolg von Umschichtungstransaktionen beschäftigt. Er hat anhand von Transaktionsdaten amerikanischer Discountbroker zunächst

¹⁰²⁷ Vgl. Odean (1999), S. 1282.

etwas allgemeiner gemeinsam mit BARBER festgestellt, dass je größer die Handelsaktivität von Investoren ist, desto kleiner ihre risikoadjustierte Rendite nach Transaktionskosten ausfällt.¹⁰²⁸ In zwei weiteren Studien hat er dann gemeinsam mit BARBER bzw. alleine nachweisen können, dass sich bei privaten Investoren Aktienwerte, welche diese im Rahmen von Umschichtungstransaktionen gekauft haben, in der Folge durchschnittlich schlechter im Kurs entwickelten, als diejenigen Aktientitel, die sie zuvor verkauft hatten. Teilweise konnte der Effekt selbst ohne die Berücksichtigung von Transaktionskosten nachgewiesen werden. ODEAN führt diese Ergebnisse vor allem darauf zurück, dass private Investoren häufig zu selbstsicher bzw. übertrieben selbstbewusst im Kontext von Aktiengeschäften handeln.¹⁰²⁹

ODEAN hat zusätzlich die Kursentwicklungen der gekauften und verkauften Aktien vor der Umschichtungstransaktion auf bestimmte Kurs- bzw. Renditemuster hin untersucht. Dabei hat er herausgefunden, dass die Investoren dazu neigten, Aktien zu kaufen, die in den letzten sechs Monaten vor der Umschichtung entweder stärker gefallen oder stärker gestiegen sind als die verkauften Aktienwerte. Zudem sind die verkauften Aktien im Durchschnitt in den Wochen vor dem Verkauf deutlich im Kurs gestiegen, während auch insgesamt weit mehr vergangene Gewinnerwerte verkauft wurden als vergangene verlustbringende Aktientitel. Als Gründe dafür führt ODEAN u. a. den Dispositionseffekt und die Verlustaversion von privaten Investoren an.¹⁰³⁰

Die nachfolgend untersuchten 4.763 Transaktionen bilden insgesamt 2.081 vollständige Umschichtungstransaktionen auf Investorenebene ab. Grundsätzlich ergibt sich für jede Kauftransaktion in den Aktienwerten des HDAX, für die taggleich auch eine Verkaufstransaktion kundenindividuell vorhanden ist, ein entsprechendes round trip-Geschäft. Die Fokussierung auf Aktieneinzelwerte des HDAX-Aktienindex erfolgt deshalb, weil nur für diese Datenbasis die für die Auswertungen benötigten Datenmerkmale vollständig vorliegen. Ansonsten hätten die Auswertungen auch auf alle weiteren Aktieneinzelwerte und auch auf Umschichtungen in andere Produkte der Assetklasse Aktien bis hin zu Umschichtungen in Produkte anderer Assetklassen ausgeweitet werden können.

¹⁰²⁸ Vgl. Barber/ Odean (2000), S. 773 ff.

¹⁰²⁹ Vgl. Barber/ Odean (2001), S. 261 ff. und Odean (1999), S. 1279 ff sowie weiterführend zu übertrieben selbstbewussten Handeln an den Kapitalmärkten (auch Overconfidence Bias genannt) Unterabschnitt 3.3.2.

¹⁰³⁰ Vgl. Odean (1999), S. 1279 ff. sowie weiterführend zum Dispositionseffekt Unterabschnitt 3.4.4 und zur Verlustaversion Unterabschnitt 3.4.2.

Um unerwünschte Verfälschungen der Ergebnisse auszuschließen, wurden mehrere taggleiche Teilausführungen in der gleichen Wertpapiergattung in aggregierter Form jeweils als ein Geschäft gewertet.¹⁰³¹ Für die weiteren Berechnungen wurden dazu aus den Transaktionsdaten gewichtete Mittelwerte bestimmt. Dasselbe gilt für taggleiche Verkäufe in mehreren Wertpapiergattungen, bei denen am gleichen Tag Reinvestitionen in Aktienwerten des HDAX erfolgten. Somit ergibt sich für jeden Neuerwerb eines Aktienwertes aus dem HDAX ein round trip-Geschäft, wenn taggleich ein oder mehrere Verkaufstransaktionen in HDAX-Aktientiteln erfolgt sind.¹⁰³² Taggleiche Käufe und Verkäufe in der gleichen Wertpapiergattung (sog. Intraday-Handel) wurden dagegen aus sachlogischen Gründen aus dem Datensatz entfernt. Als Kursdaten wurden grundsätzlich und damit auch zur Berechnung der individuellen Umschichtungserfolge die jeweiligen Tagesschlusskurse am Börsenplatz Xetra herangezogen. Zur Berechnung des Umschichtungserfolges je einzelner kundenindividueller taggleicher Umschichtung in Aktieneinzelwerten gilt:

$$U_t(A_i, A_j) = W_t(A_j) - W_t(A_i) \quad (4.10)$$

U_t = Umschichtungserfolg in der Zeitperiode t

A_i = Im Rahmen der Umschichtung verkaufter Aktieneinzelwert

A_j = Im Rahmen der Umschichtung gekaufter Aktieneinzelwert

$W_t(A_i)$ = Prozentuale Wertentwicklung des verkauften Aktieneinzelwerts¹⁰³³

$W_t(A_j)$ = Prozentuale Wertentwicklung des gekauften Aktieneinzelwerts¹⁰³⁴

¹⁰³¹ Je nach gewähltem Börsenhandelsplatz kommt es vor, dass eine Wertpapierorder im Zuge mehrerer Teilausführungen zur Ausführung kommt.

¹⁰³² Das jeweilige Handelsvolumen bleibt dabei unberücksichtigt. Obwohl die Summe der Verkäufe in der Regel eine ähnliche Größenordnung aufweist, wie die Summe der Käufe, kann es auch vorkommen, dass eine Transaktionsseite deutlich größer oder kleiner ist als die andere. Aber auch wenn auf diese Weise beispielsweise ein Teil eines Verkaufserlöses nicht reinvestiert wird, erscheint es dennoch möglich und sinnvoll, die Umschichtungstransaktion für den Teilbetrag auch hinsichtlich ihres Erfolges zu bewerten.

¹⁰³³ Im Zeitraum t nach dem Verkauf.

¹⁰³⁴ Im Zeitraum t nach dem Kauf.

Um den Umschichtungserfolg ex post bewerten zu können, werden bei jeder einzelnen Umschichtung sowohl für den gekauften als auch für den verkauften Aktienwert für jeweils zwei Zeiträume, beginnend mit dem Umschichtungsdatum, taggenaue Renditen auf Basis von Tagesschlusskursen am Börsenplatz Xetra ermittelt. ODEAN wählte in seinen Untersuchungen Zeiträume von 84, 252 und 504 Börsenhandelstagen und merkte in diesem Kontext an, dass die Investitionszeiträume investorenindividuell und in Hinblick auf das Investitionsobjekt sehr verschieden sein können. Als Orientierungspunkt verweist er auf BENARTZI/THALER, die den durchschnittlichen Investitionshorizont von Aktieninvestoren auf ein Jahr schätzen.¹⁰³⁵

Tatsächlich liegt die durchschnittliche Haltedauer in Aktieneinzelwerten des HDAX-Aktienindex in dieser Untersuchung für Beratungskunden mit etwa 14 Monaten und für Selbstentscheider-Kunden mit ca. 8,5 Monaten im Durchschnitt in der Nähe dieser Schätzwerte von BENARTZI/ THALER.¹⁰³⁶ Daher wird neben einem kürzeren Zeitraum von 90 Börsenhandelstagen, stellvertretend für einen kalendarischen Zeitraum von etwa vier Monaten, in dieser Untersuchung auch auf einen Anlagehorizont von einem Jahr (250 Börsenhandelstage) abgestellt.

Die Kosten einer Umschichtung werden fiktiv mit zwei Prozentpunkten, jeweils hälftig pauschal für den Aktienverkauf und den darauffolgenden Aktienkauf, in der Berechnung des Umschichtungserfolges berücksichtigt. Sie leiten sich von den Standardprovisionskosten von einem Prozent des Kurswertes für eine Aktieneinzelorder in den untersuchten Kreditinstituten ab. Den privaten Investoren individuell berechnete weitere Gebühren, wie etwa Auslagen, Börsengebühren, fremde Spesen, Maklergebühren und Portokosten werden ebenso nicht berücksichtigt, wie die Mindestorderspesen, die bankenindividuell zwischen 20 und 35 Euro pro Aktienorder ausmachen. Dadurch liegen die prozentualen Kosten beispielsweise bei sehr kleinen Kurswerten mitunter deutlich oberhalb des kalkulierten Anteils von zwei Prozent des Kurswertes.

Andererseits können dem Privatanleger gewährte Preisnachlässe zur Folge haben, dass die tatsächlichen Kosten niedriger ausfallen als die fiktiv kalkulierten Kosten. Auch diese individuell unter Umständen veranlassten Preisreduzierungen werden in den Auswertungen nicht berücksichtigt. Die gewählte Methodik mit der Reduzierung der Rendite in Höhe des

¹⁰³⁵ Vgl. dazu Benartzi/ Thaler (1995), S. 73 ff. und Odean (1999), S. 1282.

¹⁰³⁶ Vgl. dazu Tabelle 120 im Anhang.

pauschalen Kostenansatzes von zwei Prozentpunkten ist zudem rechnerisch vereinfacht, durch bloße Subtraktion der zwei Prozentpunkte vom durchschnittlichen aggregierten prozentualen Umschichtungserfolg, dargestellt. Der pauschale Kostenansatz kann daher lediglich als näherungsweise Schätzwert für den tatsächlichen durchschnittlichen Kostensatz herangezogen werden.¹⁰³⁷

In Abbildung 69 ist die Höhe des Anteils positiver Umschichtungserfolge privater Kapitalanleger nach 90 bzw. 250 Börsenhandelstagen mit und ohne Kostenberücksichtigung in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen dargestellt.

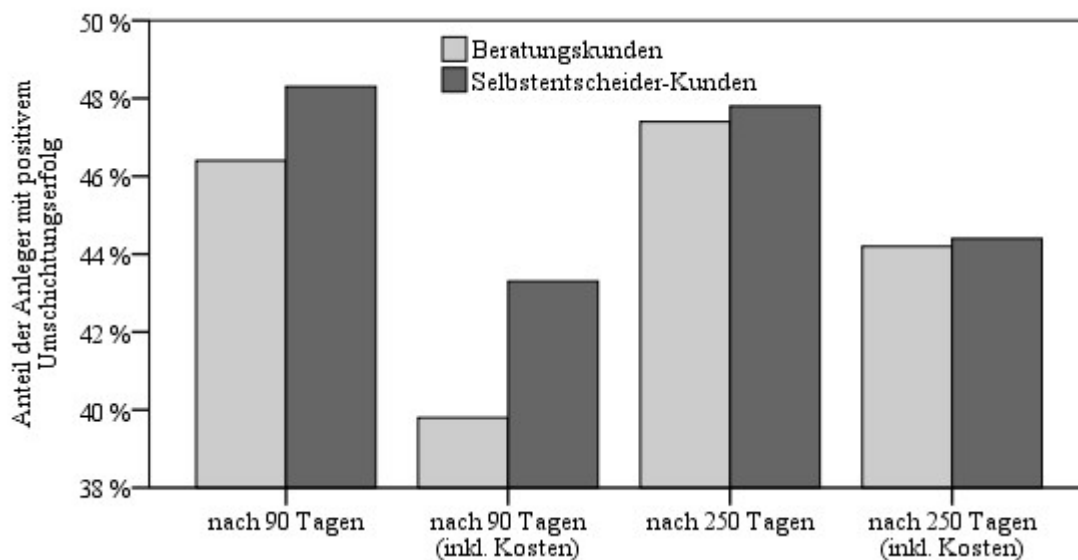


Abb. 69: Anteil positiver Umschichtungserfolge privater Kapitalanleger mit und ohne Kostenberücksichtigung nach 90 bzw. 250 Börsenhandelstagen¹⁰³⁸

Es fällt auf, dass bereits ohne Berücksichtigung der Transaktionskosten in beiden Zeiträumen weniger als die Hälfte der Umschichtungstransaktionen mit einem positiven Renditeergebnis auslaufen. So führen die Umschichtungen bei Beratungskunden nach 90 Börsenhandelstagen zu 46,4 Prozent und bei Selbstentscheider-Kunden zu 48,3 Prozent zu einem positiven Erfolg. Nach einem Kalenderjahr weisen 47,4 Prozent der von Beratungskunden und 47,8 Prozent der von Selbstentscheider-Kunden durchgeführten Umschichtungstransaktionen ein positives Ergebnis aus. Damit haben sich die Umschichtungen unabhängig davon,

¹⁰³⁷ ODEAN hat in seiner Untersuchung Transaktionskosten von insgesamt 4,95 Prozent einkalkuliert. Zusätzlich hat er auch noch die Handelsspanne zwischen Geld- und Briefkursen an der Börse mit durchschnittlich 0,94 Prozent berücksichtigt, sodass er insgesamt mit Umschichtungskosten in Höhe von 5,9 Prozent kalkuliert. Vgl. Odean (1999), S. 1282.

¹⁰³⁸ Vgl. dazu auch Abbildung 70. Die der Abbildung zugrundeliegenden Datentabellen sind in Tabelle 116 im Anhang aufgeführt.

ob die Anleger von den untersuchten Banken beraten worden sind oder nicht, für die Mehrzahl der privaten Investoren in den aufgeführten Zeitfenstern nicht gelohnt.

Noch aussagekräftiger erscheint die Betrachtung der Umschichtungserfolge unter Berücksichtigung der Transaktionskosten:¹⁰³⁹ So liegt nach 90 Handelstagen der Anteil positiver Umschichtungserfolge bei Beratungskunden bei 39,8 Prozent und bei Selbstentscheider-Kunden bei 43,3 Prozent. Nach einem Kalenderjahr sind dann schließlich 44,2 Prozent (Beratungskunden) bzw. 44,4 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) der Umschichtungen unter Berücksichtigung pauschaler Transaktionskosten mit einem positiven Renditeergebnis versehen.

Insgesamt liegen damit die Anteile positiver Umschichtungserfolge unabhängig von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen auch unter Kostenberücksichtigung deutlich unter dem Durchschnitt. Die Ergebnisse der nicht von den Banken beratenen Selbstentscheider-Kunden fallen in beiden analysierten Zeiträumen etwas besser aus als die Ergebnisse der Beratungskunden. Zudem lässt der längere Zeitraum von rund einem Kalenderjahr die Quoten der Investoren mit positivem Umschichtungserfolg im Gegensatz zum kürzeren Analysezeitraum etwas höher ausfallen.

Ein Vergleich der Ergebnisse in Bezug auf die Kundenklassen ergibt kein einheitliches Bild. Bei den Vermögenskunden weisen die Selbstentscheider-Kunden gegenüber den Beratungskunden nach 90 Börsenhandelstagen zwar bessere, aber nach 250 Handelstagen insgesamt schlechtere Umschichtungserfolge auf. Bei den Retailkunden sind in beiden Zeiträumen die Selbstentscheider-Kunden vergleichsweise deutlich gegenüber den Beratungskunden im Vorteil.¹⁰⁴⁰

Neben der Häufigkeitsbetrachtung der Umschichtungserfolge interessiert auch die Höhe der durchschnittlichen Erfolge privater Kapitalanleger im Kontext von taggleichen Portfolioum-

¹⁰³⁹ Die Experteninterviews haben ergeben, dass die Transaktionskosten im Regelfall durch die privaten Kapitalanleger in voller Höhe gezahlt wurden. Der Anteil von Anlegern mit reduzierten Transaktionskosten wurde auf unter 20 Prozent geschätzt.

¹⁰⁴⁰ Die Fallzahlen bei den beratenen Retailkunden sind mit n=35 allerdings sehr niedrig. Vgl. Tabelle 117 im Anhang.

schichtungen. In Abbildung 70 sind daher die Mediane der durchschnittlichen Umschichtungserfolge nach 90 bzw. 250 Börsenhandelstagen sowie mit als auch ohne Kostenberücksichtigung dargestellt.¹⁰⁴¹

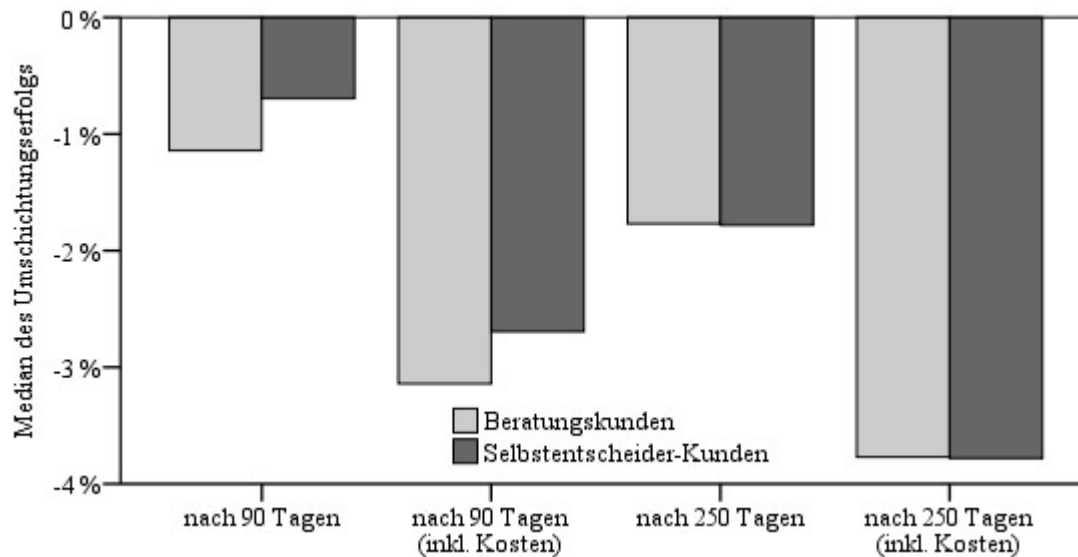


Abb. 70: Durchschnittlicher Umschichtungserfolg (Median) privater Kapitalanleger mit und ohne Kostenberücksichtigung nach 90 bzw. 250 Börsenhandelstagen¹⁰⁴²

Sämtliche durchschnittliche Umschichtungserfolge weisen unabhängig von der Berücksichtigung von Kosten, vom Betrachtungszeitraum und von der Inanspruchnahme von Beratungsdienstleistungen ein negatives Ergebnis aus, welches zudem im Zeitablauf durchschnittlich größer wird. So verzeichnen etwa die beratenen Kunden nach 90 Handelstagen einen Verlust von durchschnittlich 3,14 Prozent nach Kosten, welcher auf Jahressicht dann auf ein Minus von durchschnittlich 3,76 Prozent weiter ansteigt.

Bei den Selbstentscheider-Kunden fällt das Minus mit 2,69 Prozent auf kürzere Sicht zunächst fast ein halbes Prozent niedriger als bei den Beratungskunden aus. Auf Jahressicht erhöht es sich dann jedoch auf einen Wert von -3,78 Prozent und notiert damit nahezu auf gleicher Höhe mit dem Durchschnitt der Beratungskunden. Die Standardabweichungen zu den Mittelwerten ergeben höhere Werte für Selbstentscheider-Kunden als für Beratungskunden sowie für die 250 Handelstage-Betrachtung im Vergleich zur 90 Handelstage-Statistik.

¹⁰⁴¹ Die durchschnittliche Betrachtung erfolgt über den Median, weil dieser sich gegenüber dem arithmetischen Mittel robuster gegenüber deutlich abweichenden Werten zeigt. Die Werte zum arithmetischen Mittel sind in Tabelle 118 im Anhang aufgeführt.

¹⁰⁴² Die der Abbildung zugrundeliegenden Datentabellen sind in Tabelle 118 im Anhang aufgeführt.

Damit ergeben sich jeweils größere Streuintervalle der durchschnittlichen Renditen für Selbstentscheider-Kunden sowie für den Zeitraum von 250 Handelstagen.¹⁰⁴³

Ein Vergleich der Ergebnisse in Bezug auf die Kundenklassen Retailkunden und Vermögenskunden ergibt erneut kein einheitliches Bild: Während bei den Vermögenskunden die durchschnittlichen Umschichtungsverluste in der zeitlichen Betrachtung größer werden, verkleinern sich diese bei den Retailkunden zwischen der 90- und der 250-Handelstage-Analyse.¹⁰⁴⁴

ODEAN hatte in seiner Untersuchung neben der Ex-post-Analyse der Umschichtungserfolge zusätzlich die Kursentwicklungen der gekauften und verkauften Aktien vor den Umschichtungstransaktionen auf bestimmte Kurs- bzw. Renditemuster hin untersucht.¹⁰⁴⁵ In der vorliegenden Untersuchung soll der Zeitraum vor den Umschichtungstransaktionen ebenfalls analysiert werden, allerdings mit einer etwas anderen Zielsetzung. Es soll versucht werden, jede einzelne Umschichtungstransaktion privater Kapitalanleger dahingehend zu bewerten, ob das umschichtungsauslösende individuelle Motiv eines Investors tendenziell eher einem antizyklischem oder eher einem zyklischen Investitionsverhalten entspricht. Vor dem Hintergrund, dass sich verschiedentlich herausgestellt hat, dass antizyklisches Handeln Aktieninvestoren zumindest langfristig häufig höhere Ertragschancen bietet, erscheint diese Fragestellung interessant.¹⁰⁴⁶

Antizyklisches Verhalten im Kontext von Anlageentscheidungen entspricht einem Transaktionsverhalten gegen den üblichen Trend, während sich bei zyklischem Anlegerverhalten der individuelle Investor mit dem laufenden Finanzmarktrend bewegt.¹⁰⁴⁷ Bezogen auf diese Analyse sollen daher die vergangenen Kursentwicklungen der verkauften Aktieneinzelwerte mit denen der gekauften Aktieneinzelwerte auf Basis jeder einzelnen Umschichtungstransaktion verglichen werden. Da die in dieser Untersuchung analysierten privaten Kapitalanleger Aktieneinzelwerte des HDAX durchschnittlich etwa ein Jahr in ihrem Portfolio halten, sollen zu diesem Zweck die zuvor bereits genutzten Zeiträume von 90 bzw. 250 Börsenhandelstagen erneut Anwendung finden.

¹⁰⁴³ Vgl. dazu und weiterführend Tabelle 118 im Anhang.

¹⁰⁴⁴ Siehe dazu ausführlich Tabelle 119 im Anhang.

¹⁰⁴⁵ Vgl. Odean (1999), S. 1279 ff.

¹⁰⁴⁶ Vgl. dazu Rouette/ Nitzsch (2005) und Zenk (2016).

¹⁰⁴⁷ Vgl. dazu und weiterführend Davis (2005), S. 36 ff. und Lüde (2012), S. 129 ff.

Methodisch wird die vergangene Wertentwicklung (90 bzw. 250 Handelstage) des gekauften Aktieneinzelwertes von der vergangenen Wertentwicklung des verkauften Aktieneinzelwertes subtrahiert.¹⁰⁴⁸ Sofern die Differenz daraus einen Zahlenwert mit positivem Vorzeichen ergibt, deutet dies auf antizyklisches Investitionsverhalten des privaten Kapitalanlegers im Kontext der Umschichtungstransaktionen hin. In diesem Fall konnte der verkaufte Aktientitel dann im untersuchten vergangenen Zeitraum eine bessere Wertentwicklung ausweisen als der neu gekaufte Wert. Sofern die Differenz jedoch einen Zahlenwert mit negativem Vorzeichen ergibt, scheint zyklisches Kaufverhalten beim Investor vorzuliegen. In diesem Fall hat der verkaufte Aktieneinzelwert im vergangenen Zeitraum eine schwächere Wertentwicklung ausgewiesen als der neu gekaufte Aktientitel.

In Tabelle 33 sind die Häufigkeiten der zyklischen und antizyklischen Umschichtungsentscheidungen aufgeführt.

		Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozente
Beratungskunden				
90 Tage	Zyklisch	237	53,7	53,7
	Antizyklisch	204	46,3	100,0
	Gesamt	441	100,0	
250 Tage	Zyklisch	221	51,4	51,4
	Antizyklisch	209	48,6	100,0
	Gesamt	430	100,0	
Selbstentscheider-Kunden				
90 Tage	Zyklisch	782	47,8	47,8
	Antizyklisch	855	52,2	100,0
	Gesamt	1.637	100,0	
250 Tage	Zyklisch	758	48,9	48,9
	Antizyklisch	793	51,1	100,0
	Gesamt	1.551	100,0	

Tab. 33: Häufigkeiten zur Anzahl der zyklischen Umschichtungsentscheidungen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Während Beratungskunden demnach häufiger zyklische Entscheidungen im Kontext von Aktienumschichtungen in HDAX-Einzelwerten treffen, entscheiden die nicht beratenen Kunden der drei untersuchten Kreditinstitute mehrheitlich antizyklisch. Allerdings liegen die Werte wie in der Tabelle dargestellt jeweils nur wenige Prozentpunkte auseinander.

¹⁰⁴⁸ Dividendenzahlungen der untersuchten HDAX-Aktiengesellschaften sind in der Wertentwicklung berücksichtigt.

4.5.4 Portfoliotransaktionen nach Haltedauer und Häufigkeit

Die privaten Investoren dieser Untersuchung führen in Aktieneinzelwerten des 110 Werte umfassenden HDAX im Zeitraum vom 01.01.2003 bis zum 30.09.2010 insgesamt 65.625 Transaktionen durch. Bei einer Teilmenge von 13.968 Verkaufstransaktionen wurden die verkauften Aktieneinzelwerte zuvor auch im Untersuchungszeitraum dieser Analyse erworben. Damit liegen in diesem Teildatensatz 13.968 vollständige Geschäfte, also im Zeitraum dieser Untersuchung sowohl erworbene als auch veräußerte Aktienwerte des HDAX, vor.

An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, dass auch die Portfoliotransaktionen privater Kapitalanleger mit deutlich über den durchschnittlichen Transaktionszahlen liegenden Werten im Datensatz verblieben sind. So verfügt etwa der Privatanleger mit der größten Transaktionshäufigkeit im Auswertungszeitraum über insgesamt 544 vollständige Verkaufstransaktionen bzw. über einen Anteil von 3,89 Prozent am hier ausgewerteten Teildatensatz. Da die Anzahl an Transaktionen für sich genommen noch nichts darüber aussagt, inwieweit ein Kapitalanleger den Anomalien und Irrationalitäten der Behavioral Finance-Theorie unterliegt oder nicht, wurde entschieden, dass auch die privaten Investoren mit deutlich über dem Durchschnitt liegenden Transaktionszahlen im Datensatz dieser Analyse verblieben sind.¹⁰⁴⁹

Für diese Teilmenge lässt sich eine taggenaue Haltedauer ermitteln. Für alle Aktieneinzelwerte, die bereits vor dem Untersuchungszeitraum gekauft wurden, lässt sich aufgrund des fehlenden Kaufdatums keine Haltedauer ermitteln. Das gleiche gilt für Aktienwerte die im Untersuchungszeitraum erworben wurden, aber bis zum Ende desgleichen noch nicht veräußert wurden. Auch für die Transaktionen, welche durch einen Kauf vor Beginn und durch einen Verkauf nach Ende des Untersuchungszeitraums begründet werden, kann keine Haltedauer errechnet werden.

Sofern in einem Aktieneinzelwert durch einen privaten Investor mehrere Käufe erfolgen, bevor ein Verkauf getätigt wird, findet die sog. Fifo-Methode zur Ermittlung der Haltedauer Anwendung.¹⁰⁵⁰ In diesen Fällen wird eine mit der Anzahl gewichtete mittlere Haltedauer errechnet. Wenn beispielsweise 100 Aktien der XY-AG am 01.02.2005 erworben wurden und weitere 100 Aktien ein Jahr darauf am 01.02.2006 gekauft wurden, bevor wiederum ein

¹⁰⁴⁹ Vgl. dazu auch Unterabschnitt 3.2.2.2.

¹⁰⁵⁰ „Fifo“ steht als Abkürzung für die englische Bezeichnung „First in, first out“ und bedeutet übersetzt sinngemäß „der Reihe nach“ bzw. „was zuerst drin ist, kommt auch als erstes wieder raus“. Siehe dazu auch Dönges (2008), S. 87.

Jahr später am 01.02.2007 der Verkauf von 200 Aktien erfolgt, errechnet sich die durchschnittliche Haltedauer nach der Fifo-Methode wie folgt:

$$\text{Haltedauer} = \frac{(730 \text{ Tage} * 100 \text{ Aktien}) + (365 \text{ Tage} * 100 \text{ Aktien})}{200 \text{ Aktien}} = 547,5 \text{ Tage} \quad (4.11)$$

Sofern es im Rahmen von Aktienverkäufen taggleich zu mehreren Teilausführungen in einem konkreten Aktientitel gekommen ist, wurden diese Geschäfte zusammengefasst und fiktiv wie eine (kumulierte) Verkaufstransaktion behandelt, damit die zahlreich im Datensatz vorhandenen Teilausführungen das Ergebnis nicht verfälschen.

Weltweit und über alle Investorengruppen hinweg liegt die durchschnittliche Haltedauer von Aktienanlagen im Zeitraum der Untersuchung, gemessen an der Umschlagshäufigkeit der Aktienwerte, zwischen 0,3 Jahren (im Jahr 2008) und 1,0 Jahren (im Jahr 2003).¹⁰⁵¹ Zu diesen Zahlen zählen jedoch auch die Transaktionen institutioneller Investoren, die sich in ihrem Handelsverhalten von Privatanlegern neben verschiedenen anderen Aspekten auch in der Wahl ihrer durchschnittlichen Anlagezeiträume regelmäßig mitunter deutlich unterscheiden. So gibt beispielsweise die Commerzbank an, dass die durchschnittliche Haltedauer für Investitionen privater Kapitalanleger in Aktieneinzelwerten bei den bei der Commerzbank geführten Wertpapierdepots fünf Jahre beträgt.¹⁰⁵²

In Abbildung 71 ist die durchschnittliche Haltedauer in Aktieneinzelwerten des HDAX für den in die Analyse einbezogenen Zeitraum vom 01.01.2003 bis 30.09.2010 in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung aufgeführt. Während Beratungskunden Aktieneinzelwerte durchschnittlich 418,9 Tage im Bestand halten, veräußern Selbstentscheider-Kunden ihre Firmenanteile im Schnitt bereits nach 252,5 Tagen wieder. Demnach halten die beratenen privaten Investoren Aktieneinzelwerte des HDAX durchschnittlich knapp 66 Prozent länger als die durch die untersuchten Kreditinstitute nicht beratenen Kapitalanleger.

¹⁰⁵¹ Vgl. World Federation of Exchanges (2003-2010).

¹⁰⁵² Vgl. Mohr (2013).

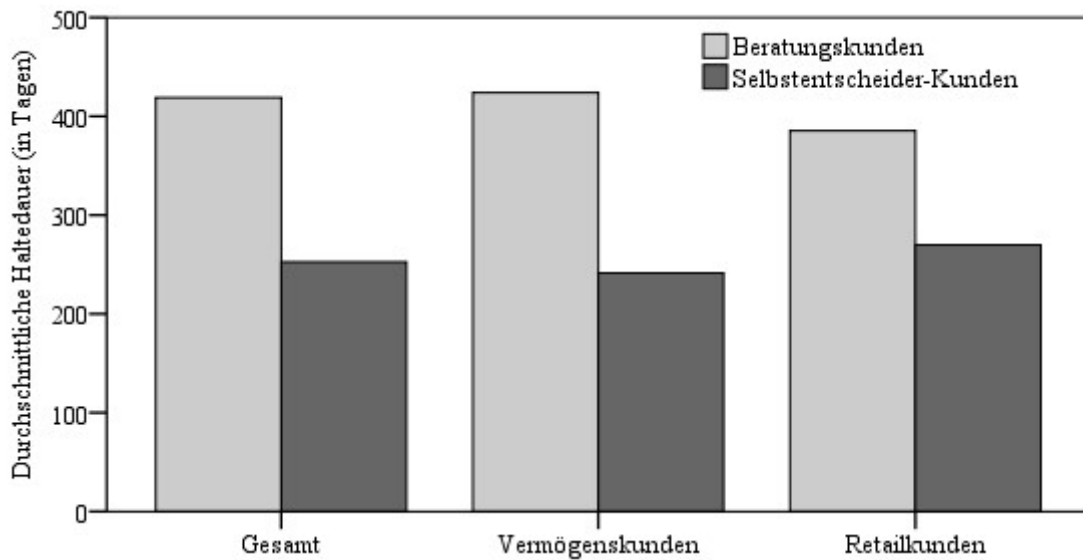


Abb. 71: Durchschnittliche Haltedauer in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und nach Kundenklassen¹⁰⁵³

In Bezug auf die Unterteilung nach Kundenklassen bestehen zwischen Vermögenskunden und Retailkunden nur vergleichsweise kleine und uneinheitliche Unterschiede. Während bei den beratenen Anlegern die Vermögenskunden durchschnittlich etwas längerfristig investieren (423,9 zu 385,4 Tagen), weisen bei den nicht beratenen Kunden die Retailkunden etwas größere durchschnittliche Haltedauern aus (269,9 zu 241,4 Tagen). Die bei Investition über den gesamten Untersuchungszeitraum maximal mögliche Haltedauer von 2.830 Tagen wird bei den Vermögenskunden mit Maximalwerten von 2.713 Tagen (Beratungskunden) bzw. 2.721 Tagen (Selbstentscheider-Kunden) nahezu erreicht.¹⁰⁵⁴

Die aufgeführten durchschnittlichen Haltedauern zeigen, dass die untersuchten privaten Kapitalanleger vergleichsweise kurze durchschnittliche Haltezeiträume für ihre Aktiengeschäfte in HDAX-Werten vorsehen. Etwa die Hälfte aller 65.625 Transaktionen in HDAX-Aktien sind im Untersuchungszeitraum einem abgeschlossenen Kauf- bzw. Verkaufsgeschäft zuzuordnen. Für die andere Hälfte können die Haltedauern theoretisch von einem Tag bis zu mehreren Jahrzehnten betragen, diese lassen sich jedoch aufgrund fehlender Daten nicht ermitteln. Darüber hinaus sind vor dem Untersuchungszeitraum erworbene und im Auswertungszeitraum nicht verkaufte Aktiengeschäfte hinsichtlich ihrer Häufigkeit sowie

¹⁰⁵³ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken siehe Tabelle 120 im Anhang.

¹⁰⁵⁴ Vgl. dazu und weiterführend die zugrundeliegenden Datentabellen sowie weitere deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Haltedauer in Tabelle 120 im Anhang.

ihrer Haltedauer nicht bekannt. Daher sind die vorstehend beschriebenen Ergebnisse auch entsprechend vorsichtig zu interpretieren.

In Abbildung 72 ist die durchschnittliche Transaktionshäufigkeit in Wertpapieren in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung aufgeführt. Es fällt auf, dass diese bei Selbstentscheider-Kunden größer ist als bei Beratungskunden und bei Vermögenskunden wiederum größer als bei Retailkunden ausfällt.

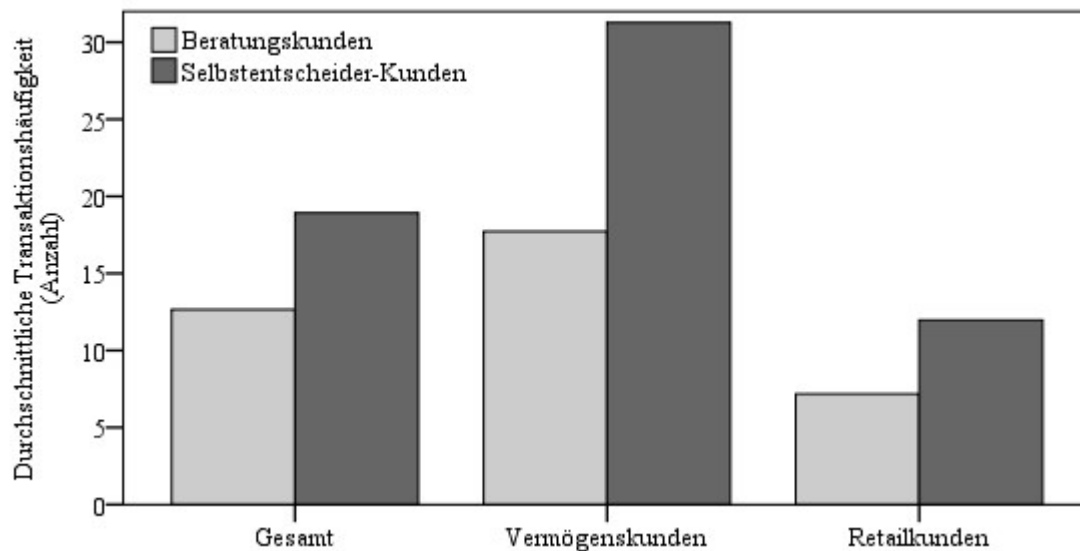


Abb. 72: Durchschnittliche Transaktionshäufigkeit in Wertpapieren in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und nach Kundenklassen¹⁰⁵⁵

In dieser Auswertung sind alle 27.064 in den Wertpapierumsatzdaten befindlichen Portfolien analysiert worden. Alle Assetklassen und Wertpapierarten konnten in diese Analyse einbezogen werden. Als zwingende Voraussetzung bleibt jedoch auch in dieser Analyse bestehen, dass mindestens eine Wertpapiertransaktion im Untersuchungszeitraum durch den privaten Kapitalanleger erfolgen musste.¹⁰⁵⁶

Insgesamt führen private Investoren, die von ihrem Kreditinstitut im Kontext von Wertpapiergeschäften regelmäßig beraten werden, im Untersuchungszeitraum 12,7 Wertpapiertransaktionen durch. Die nicht beratenen Kunden der drei Banken handeln dagegen mit

¹⁰⁵⁵ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken siehe Tabelle 121 im Anhang.

¹⁰⁵⁶ Es sind keine Informationen darüber verfügbar, wie viele Wertpapierdepotkonten über den gesamten Zeitraum oder einen Teilzeitraum des Untersuchungszeitraums durch die drei analysierten Banken für private Kapitalanleger geführt wurden, ohne dass es zu mindestens einer Transaktion im Untersuchungszeitraum gekommen ist.

durchschnittlich 18,9 Transaktionen im Zeitraum der Untersuchung knapp 50 Prozent häufiger als die Beratungskunden. Vergleicht man allerdings die Mediane miteinander, ergibt sich ein gegenläufiges Bild: Die Selbstentscheider-Kunden weisen hierbei im Untersuchungszeitraum durchschnittlich 6,0 Transaktionen gegenüber durchschnittlich 7,0 Transaktionen bei den Beratungskunden auf. Ein Blick auf die deskriptiven Statistiken zeigt, dass die aktivsten 10 bis 20 Prozent der Selbstentscheider-Kunden scheinbar deutlich häufiger handeln als es bei den aktivsten Beratungskunden der Fall ist. Ein Maximalwert von 2.619 Transaktionen bei einem ohne Beratung agierenden privaten Anleger, gegenüber einem Wert von 441 Transaktionen bei einem beratenen Privatinvestor, stützt diese These.¹⁰⁵⁷

Vergleichbare Untersuchungen zu Transaktionshäufigkeiten in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen sind nicht vorhanden. KUNDISCH/KRAMMER haben im Rahmen einer Befragung von Direktbankenkunden herausgefunden, dass jeweils die Hälfte der Anleger innerhalb eines Jahres bis zu 12 Transaktionen bzw. über 12 Transaktionen durchführen.¹⁰⁵⁸ Eine Studie auf Basis von insgesamt 1,6 Millionen Privatkundendepots mehrerer deutscher Direktbanken weist dagegen für den Zeitraum 01.01.2007 bis 30.09.2014 ein deutlich zurückhaltenderes Handelsverhalten deutscher Kapitalanleger aus. Demnach handeln 74 Prozent der privaten Anleger höchstens zweimal pro Jahr.¹⁰⁵⁹

KOTTKE hat für österreichische Privatanleger einer dortigen Filialbank im Zeitraum 01.01.2001 bis 30.09.2003 herausgefunden, dass diese durchschnittlich 7,5 Transaktionen in Aktieneinzelwerten durchführen. Die arithmetischen Mittel vierer in Hinblick auf die Aktientransaktionen gebildeter Quartile bewegen sich zwischen 1,6 und 21,1 Transaktionen. Auffällig ist, dass die Mediane mit Werten von 1 bis 11 deutlich darunter liegen, was KOTTKE darauf zurückführt, dass Aktieninvestoren seiner Ansicht nach eine sehr heterogene Investorengruppe zu sein scheinen.¹⁰⁶⁰ Damit scheinen die Ergebnisse dieser Untersuchung die Erkenntnisse von KOTTKE zu bestätigen.

¹⁰⁵⁷ Damit tätigt der private Kapitalanleger mit den meisten Handelsgeschäften etwa 0,67 Prozent aller Wertpapiertransaktionen in der Untersuchung. Da die reine Anzahl an Transaktionen isoliert betrachtet noch nichts darüber aussagt, inwieweit man aufgrund dessen den Anomalien und Irrationalitäten der Behavioral Finance-Theorie unterliegt, verbleiben auch die privaten Investoren mit deutlich über dem Durchschnitt liegenden Transaktionszahlen im Datensatz dieser Analyse. Vgl. dazu auch Unterabschnitt 3.2.2.2 und weiterführend die zugrundeliegenden Datentabellen sowie weitere deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Transaktionshäufigkeit in Tabelle 121 im Anhang.

¹⁰⁵⁸ Vgl. Kundisch/ Krammer (2006), S. 20 ff.

¹⁰⁵⁹ Vgl. comdirekt bank et al. (2015).

¹⁰⁶⁰ Vgl. Kottke (2005), S. 177 ff.

Sowohl bei der Analyse unter Einbeziehung aller Wertpapiere als auch bei der in Abbildung 73 dargestellten Fokussierung auf die Teilmenge der Aktienwerte des HDAX-Aktienindex fällt auf, dass Vermögenskunden deutlich häufiger handeln als Retailkunden. So führen beratene Vermögenskunden etwa in den Aktieneinzelwerten des HDAX durchschnittlich 17,7 Transaktionen (Median: 12,0) durch, während der Durchschnitt bei beratenen Retailkunden bei 7,2 Transaktionen (Median: 4,0) liegt.

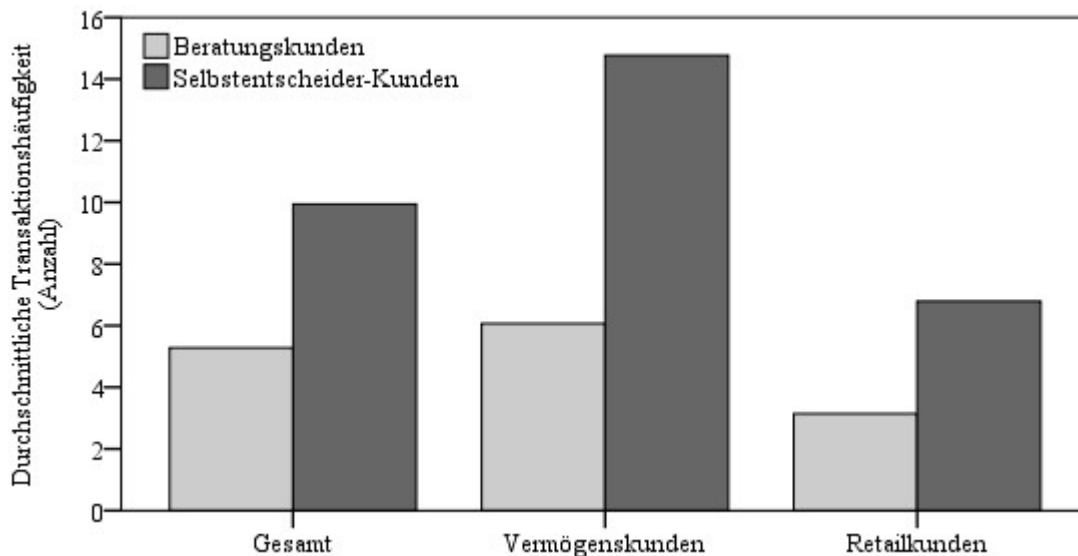


Abb. 73: Durchschnittliche Transaktionshäufigkeit in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und nach Kundenklassen¹⁰⁶¹

Bei Selbstentscheider-Kunden sind die Unterschiede in der Transaktionshäufigkeit in Abhängigkeit von der Kundenklasse noch größer: Die keine Beratungsleistungen empfangenden Vermögenskunden führen in Aktieneinzelwerten des HDAX durchschnittlich 14,8 Transaktionen (Median: 5,0) durch, während die ohne Beratungsdienstleistungen agierenden Retailkunden lediglich im Mittel 6,8 Transaktionen (Median: 3,0) vollziehen.

Insgesamt bleibt festzuhalten, dass in der Betrachtung nach dem arithmetischen Mittel die Selbstentscheider-Kunden sowohl allgemein, als auch im Speziellen in den Aktienwerten des HDAX deutlich häufiger Wertpapiergeschäfte durchführen als Beratungskunden der untersuchten Banken. Allerdings zeigt die weitere Analyse über die Zentralwerte und Lagemaße, dass diese größeren durchschnittlichen Transaktionshäufigkeiten überwiegend durch die 10 bis 20 Prozent der am häufigsten handelnden privaten Kapitalanleger verursacht sind.

¹⁰⁶¹ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken siehe Tabelle 122 im Anhang.

So weist der Median bei den beratenen und nicht beratenen Retailkunden etwa über alle Wertpapiergeschäfte hinweg mit einem Wert von jeweils 4,0 ein identisches Niveau aus. Bei den beratenen Vermögenskunden liegt der Zentralwert mit 12,0 dann sogar über dem entsprechenden Wert der nicht beratenen Vermögenskunden (Median: 10,0). Somit ist die Transaktionshäufigkeit bei den meisten privaten Kapitalanlegern in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen relativ ähnlich. Erst bei den am häufigsten handelnden privaten Investoren zeigen sich deutlich höhere Transaktionszahlen bei den Selbstentscheider-Kunden im Vergleich zu den Beratungskunden.

4.5.5 Portfoliotransaktionen nach Wochentagen

In der Behavioral Finance-Forschung sowie in der allgemeinen Finanzmarktforschung sind zahlreiche Kalendereffekte und saisonale Effekte in Bezug auf die Preisbildung und Renditen an den Kapitalmärkten bekannt. Dazu zählt beispielsweise der Januareffekt, wonach die Aktienmarktrenditen im ersten Monat des Jahres durchschnittlich häufig höher liegen als in anderen Monaten. Oder der Feiertageffekt, wonach Aktienkurse vor einem Feiertag durchschnittlich stärker im Kurs steigen als an anderen Handelstagen.¹⁰⁶² In Bezug auf die einzelnen Wochentage ist vor allem der sog. Montagseffekt¹⁰⁶³ zahlreich untersucht worden: Demnach scheinen die Renditen der Wochentage an den Kapitalmärkten nicht gleichverteilt zu sein, denn die Tagesrenditen der Montage liegen regelmäßig deutlich hinter denen der übrigen Wochentage zurück und werfen teilweise über lange Zeiträume negative Renditen ab. Der Effekt ist nicht nur an den Aktienmärkten, sondern auch im Kontext verschiedener anderer Wertpapiere nachgewiesen worden.¹⁰⁶⁴

Sofern Investoren über Kenntnisse zum Montagseffekt verfügen, könnten sie vermehrt an Montagen Wertpapierkäufe durchführen und diesen Wochentag für Verkäufe grundsätzlich meiden. Darüber hinaus könnte aber auch der durchschnittlich größere Anteil an Freizeit an den Wochenenden bei privaten Kapitalanlegern dazu führen, dass sie sich an diesen Tagen mit Finanzangelegenheiten beschäftigen, welche dann am darauffolgenden Montag umge-

¹⁰⁶² Vgl. dazu ausführlich Abschnitt 3.6.

¹⁰⁶³ Teilweise wird der Montagseffekt auch als „Day of the week effect“ bezeichnet.

¹⁰⁶⁴ Vgl. dazu Berument/ Kiyamaz (2001), S. 181 ff.; Dubois/ Louvet (1996), S. 1463 ff.; French (1980), S. 55 ff.; Galai/ Kedar-Levy (2005), S. 169 ff. und Poshakwale (1996), S. 605 ff. Teilweise kann der Effekt, insbesondere in jüngeren Untersuchungen, auch nicht mehr nachgewiesen werden. Siehe dazu beispielsweise Basher/ Sadorsky (2006), S. 621 ff.; Holtfort (2009), S. 60 und Yamori/ Kurihara (2004), S. 51 ff.

setzt werden. KOTTKE hat in seiner Untersuchung österreichischer privater Wertpapierinvestoren herausgefunden, dass sich die Anzahl der Transaktionen relativ gleichmäßig auf alle fünf Wochentage verteilt. Mit Anteilen zwischen 19,7 und 20,5 Prozent der jeweiligen wöchentlichen Transaktionsanzahl für die verschiedenen Tage konnte er keinen präferierten Handelstag statistisch signifikant ausmachen.¹⁰⁶⁵

In Abbildung 74 sind für die drei in die Analyse einbezogenen Kreditinstitute die Wertpapiertransaktionen nach Wochentagen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen aufgeführt.

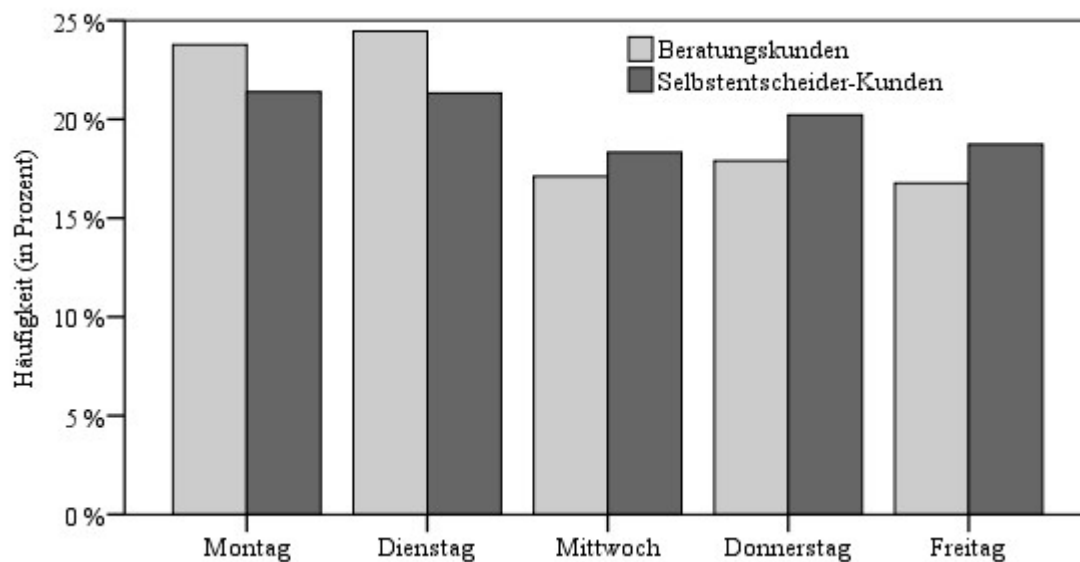


Abb. 74: Wertpapiertransaktionen nach Wochentag in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung¹⁰⁶⁶

In die Analyse wurden 315.353 Wertpapiertransaktionen einbezogen. Damit nur Transaktionen im Datensatz enthalten sind, bei denen eine bewusste Anlageentscheidung durch den privaten Investoren vorliegt, wurde der Datensatz aller Wertpapierumsatzdaten zuvor um 77.666 aus Wertpapierfälligkeiten bestehenden Transaktionen vermindert.¹⁰⁶⁷ Die Fälligkeitstermine sind nach dem Wertpapiererwerb durch den privaten Kapitalanleger im Gegensatz zu einer Verkaufstransaktion in der Regel weder aktiv beeinflussbar noch steuerbar.

¹⁰⁶⁵ Vgl. Kottke (2005), S. 168 f.

¹⁰⁶⁶ Die der Abbildung zugrundeliegenden Datentabellen sowie ergänzende deskriptive Statistiken sind in Tabelle 123 im Anhang aufgeführt.

¹⁰⁶⁷ Für eine ausführliche Beschreibung der Wertpapierumsatzdaten siehe auch Unterabschnitt 4.2.1.2.

Die Untersuchungsergebnisse von KOTTKE können in der vorliegenden Untersuchung nicht bestätigt werden. Bei den untersuchten privaten Investoren zeigen sich deutliche Unterschiede in Hinblick auf die Präferenz für einzelne Wochentage: So bevorzugen Beratungskunden für ihre Transaktionen deutlich die beiden Tage zu Wochenbeginn (Montag: 23,8 Prozent; Dienstag: 24,5 Prozent), während an den drei verbleibenden Tagen die Transaktionshäufigkeit um etwa 25 bis 31 Prozent niedriger ausfällt (16,8 bis 17,9 Prozent). Bei den Selbstentscheider-Kunden ist diese Präferenz mit Häufigkeiten zu Wochenbeginn von 21,4 und 21,3 Prozent gegenüber Werten zwischen 18,3 und 20,2 im weiteren Wochenverlauf auch feststellbar, allerdings nicht so deutlich ausgeprägt, wie bei den beratenen Kunden.¹⁰⁶⁸

In Abbildung 75 sind die Häufigkeiten der Wertpapiertransaktionen für die einzelnen Wochentage unter zusätzlicher Berücksichtigung der Kundenklasse dargestellt.

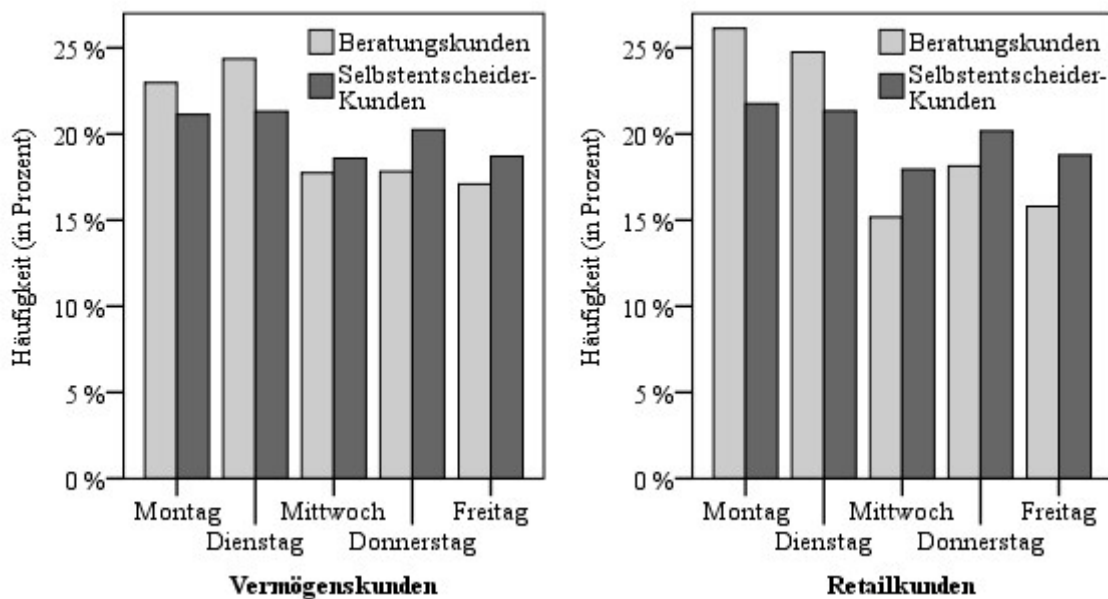


Abb. 75: Wertpapiertransaktionen nach Wochentag in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und Kundenklasse¹⁰⁶⁹

Während die Unterschiede hinsichtlich der Kundenklasse bei den nicht beratenen Selbstentscheider-Kunden vergleichsweise gering ausfallen, liegen bei den beratenen Kunden etwas deutlichere Abweichungen vor. So ist der zuvor bereits für die Gesamtheit aller Kunden

¹⁰⁶⁸ Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt: $\chi^2 = 989,078$; $df = 4$; $p\text{-Wert} \leq 0,001$. Die Effektstärke ist sehr gering (Cramer-V = ,056). Vgl. dazu ausführlich Tabelle 123 im Anhang.

¹⁰⁶⁹ Die der Abbildung zugrundeliegenden Datentabellen sowie ergänzende deskriptive Statistiken sind in Tabelle 124 im Anhang aufgeführt.

beschriebene Effekt bei beratenen Retailkunden noch deutlicher ausgeprägt als bei beratenen Vermögenskunden. Mit 50,8 Prozent werden mehr als die Hälfte aller wöchentlichen Transaktionen bei beratenen Retailkunden an den Wochentagen Montag und Dienstag ausgeführt (bei beratenen Vermögenskunden sind es 47,4 Prozent).¹⁰⁷⁰

In Abbildung 76 werden die Wertpapiertransaktionen nach Wochentag zusätzlich in Hinblick auf die jeweilige Geschäftsart, also ob es sich um eine Transaktion zum Kauf oder zum Verkauf von Wertpapieren handelt, unterschieden. Grundsätzlich haben die Experteninterviews ergeben, dass es für die Geschäftsart unerheblich sein sollte, an welchem Wochentag das Geschäft ausgeführt wird. So gibt es keinerlei Restriktionen, dass zu bestimmten Zeiten nur Kaufaufträge bzw. Verkaufsaufträge durch die untersuchten Banken angenommen werden bzw. nur zu bestimmten Zeiten in der einen oder der anderen Geschäftsart Beratungsdienstleistungen erbracht werden können.

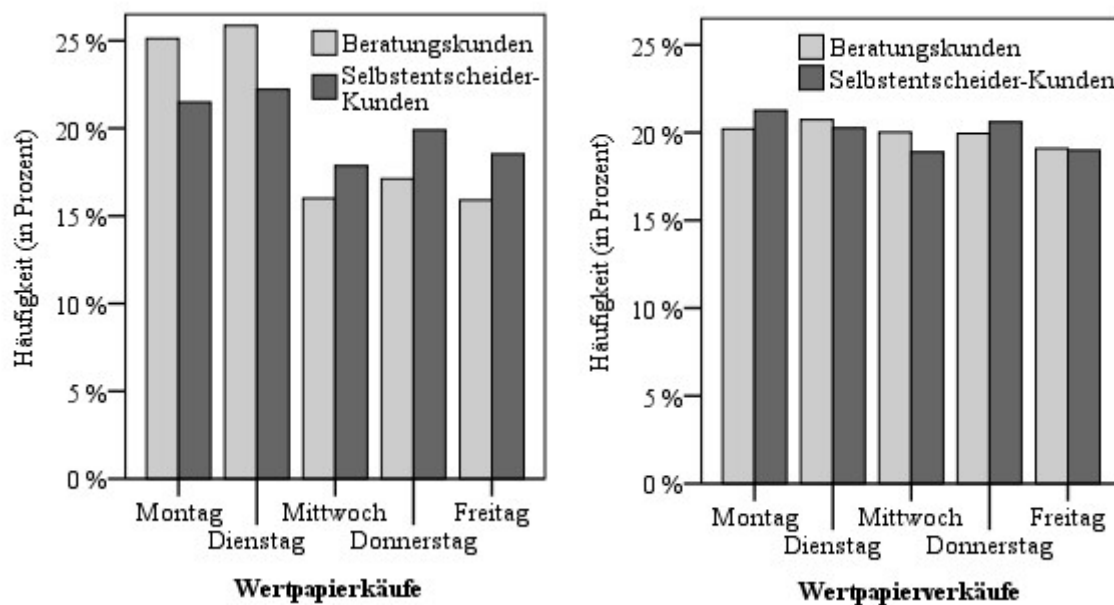


Abb. 76: Wertpapiertransaktionen nach Wochentag in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und der Transaktionsart¹⁰⁷¹

Umso mehr überrascht das in Abbildung 76 dargestellte Ergebnis. Während sich die Wertpapierverkäufe verhältnismäßig gleichmäßig auf die Wochentage verteilen (Beratungskunden zwischen 19,1 und 20,7 Prozent und Selbstentscheider-Kunden zwischen 18,9 und 21,3

¹⁰⁷⁰ Vgl. dazu und weiterführend die zugrundeliegenden Datentabellen sowie weitere deskriptive Statistiken zu den Wertpapiertransaktionen nach Wochentag und Kundenklasse in Tabelle 124 im Anhang.

¹⁰⁷¹ Die der Abbildung zugrundeliegenden Datentabellen sowie ergänzende deskriptive Statistiken sind in Tabelle 125 im Anhang aufgeführt.

Prozent), bleiben die unterschiedlichen Häufigkeiten bei den Kauftransaktionen in Wertpapieren allen voran bei den Beratungskunden erhalten. So werden für die beratenen Wertpapierkunden der untersuchten Banken 51 Prozent aller Wertpapierkäufe montags und dienstags abgewickelt, während sich die Anteile an den anderen Wochentagen zwischen 15,9 (freitags) und 17,1 (donnerstags) Prozent bewegen.¹⁰⁷²

Insgesamt kann festgestellt werden, dass teilweise deutliche Unterschiede in Hinblick auf die Verteilung der Wertpapiertransaktionen auf die einzelnen Wochentage bei den untersuchten Kreditinstituten bestehen. Während diese Unterschiede bei Wertpapierverkäufen kaum vorhanden und bei nicht beratenen Privatinvestoren vergleichsweise schwach ausgeprägt sind, fallen sie insbesondere im Kontext von Kauftransaktionen bei beratenen privaten Anlegern auf. Die eingangs formulierten möglichen Begründungen für eine verstärkte Umsatztätigkeit privater Investoren an Montagen (im Rahmen des Montagseffektes) erscheinen für diese Untersuchung allerdings unpassend. So erfolgen die meisten Transaktionen bei Beratungskunden ohnehin an Dienstagen.

Die Experten der drei Kreditinstitute vermuten, dass der Montagseffekt der Mehrzahl der kundenbetreuenden Berater und auch den privaten Wertpapierkunden der drei Banken nicht bekannt ist und daher scheinbar weder bewusst noch gezielt versucht wird, die Erkenntnisse über den Effekt an dieser Stelle gewinnbringend zu nutzen. Die vermehrte Umsatzhäufigkeit am Montag im Zusammenhang mit freier, und damit für Anlageüberlegungen nutzbarer Zeit am Wochenende, zu sehen, erscheint auch eher unwahrscheinlich. Würde hier die Ursache liegen, würde auch ein erkennbarer Effekt bei den Wertpapierverkäufen zu Gunsten des Wochenbeginns sowie ein stärkerer Effekt bei den nicht beratenen Kunden zu Gunsten des Wochenstarts erwartet werden.

Da Montage und Dienstag nach einer Studie die produktivsten Wochentage bei Arbeitnehmern darstellen, könnte möglicherweise hier der Grund für die partielle Transaktionshäufung liegen.¹⁰⁷³ Der Effekt fällt bei Transaktionen beratener privater Anleger im Kontext von

¹⁰⁷² Das Signifikanzniveau wird bei $\alpha = 0,05$ festgelegt. Die Merkmale sind zu einem Signifikanzniveau von 0,05 voneinander abhängig. Der Chi-Quadrat-Test nach Pearson ergibt für die Käufe $\chi^2 = 1.019,190$; $df = 4$; $p\text{-Wert} \leq 0,001$ und für die Verkäufe $\chi^2 = 41,595$; $df = 4$; $p\text{-Wert} \leq 0,001$. Die Effektstärke ist für die Käufe (Cramer-V = ,071) und die Verkäufe (Cramer-V = ,019) sehr gering. Vgl. dazu ausführlich Tabelle 125 im Anhang.

¹⁰⁷³ Vgl. Accountemps (2016).

Wertpapierkäufen am stärksten aus. Eben diese Wertpapiertransaktionen sind gemäß der Experteninterviews zumeist mit einem persönlichen Beratungstermin zwischen dem Bankberater und dem Kunden und damit nicht selten auch mit einem gewissen zeitlichen Aufwand und Vorlauf für den Berater verbunden. Der Berater nutzt dafür scheinbar bewusst oder unbewusst verstärkt die Wochentage Montag und Dienstag.

4.5.6 Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance

Nachdem im vorangegangenen Abschnitt 4.4 analysiert wurde, wie private Kapitalanleger ihr Wertpapierportfolio stichtagsbezogen allokiert haben, werden nachfolgend die Ergebnisse zu den Wertpapiertransaktionen privater Investoren, die in Bezug auf verschiedene Kriterien singular untersucht wurden, in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Beratungsleistungen zusammengefasst. Dabei zeigen sich teilweise erneut deutliche Unterschiede im Anlageverhalten der Investoren, je nachdem, ob diese von ihrem Kreditinstitut beraten wurden oder nicht. Wesentliche Unterschiede, aber auch Ähnlichkeiten und Gemeinsamkeiten werden nachfolgend zusammenfassend aufgeführt und nach individueller Möglichkeit aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance bewertet bzw. interpretiert.

Aus der Analyse der Portfoliotransaktionen nach Marktphasen am deutschen Aktienmarkt lässt sich für private Investoren überwiegend antizyklisches Anlageverhalten ableiten. Das bei privaten Investoren regelmäßig vermutete zyklische Handeln an den Aktienmärkten kann somit auf Basis der vorliegenden Untersuchung nicht bestätigt werden.¹⁰⁷⁴ Allerdings wirkt das Handelsverhalten im Untersuchungszeitraum insgesamt vergleichsweise risikoavers. So werden die vergleichsweise niedrigen Aktienkursniveaus nach der rund dreijährigen Baisse an den Aktienmärkten insbesondere in der ersten Hälfte des Jahres 2003 von privaten Investoren zwar überwiegend zum Kauf von Aktienwerten genutzt, allerdings sind die Umsatzhäufigkeiten in dieser Phase im Vergleich zum gesamten Analysezeitraum mit 54 Prozent (Beratungskunden) bis 66 Prozent bzw. 77 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) der durchschnittlichen Umsatzhäufigkeit doch vergleichsweise niedrig. Demnach nutzte also nur ein vergleichsweise geringer Anteil privater Anleger diese Phase zum Auf- bzw. Ausbau von Aktienpositionen und hierbei die beratenen Wertpapieranleger noch seltener als die nicht beratenen Investoren.

¹⁰⁷⁴ Vgl. Kitzmann (2009), S. 83 ff.

In der auf die Baisse an den Aktienmärkten folgenden mehrjährigen und trendstarken Aktienhaube haben private Investoren dann mehrheitlich Aktieneinzelwerte verkauft. Da insbesondere in den ersten Jahren der Hausse zusätzlich die Umsatzaktivität der Investoren unterdurchschnittlich ausgeprägt war, profitierten anscheinend nur vergleichsweise wenige private Investoren mit Aktieneinzelwerten von der deutlichen Aufwärtsbewegung am deutschen Aktienmarkt. Die Kaufquotienten der Beratungskunden wiesen dabei durchgängig noch niedrigere Niveaus auf- als die entsprechenden Werte der Selbstentscheider-Kunden.

Zum Ende der Hausse zeigt sich ausgeprägtes antizyklisches Verhalten bei beiden Anlegergruppen. Bei überdurchschnittlichen Umsatzzahlen liegen die Kaufquotienten ausnahmslos und teilweise sehr deutlich unterhalb des neutralen Wertes von Eins. Ebenso wird die darauffolgende Baisse an den Aktienmärkten bei über dem langjährigen Mittel liegenden Transaktionshäufigkeiten und vergleichsweise hohen Kaufquotienten antizyklisch zum Aktienkauf genutzt. In beiden Phasen zeigt das Handelsverhalten in Hinblick auf antizyklisches Vorgehen leichte Vorteile zugunsten der beratenen privaten Investoren.

In der zweiten Aktienmarkthausse zum Ende des Untersuchungszeitraums zeigt sich dann erneut, dass die Investoren noch im Jahr der Tiefststände (2009) und erst vergleichsweise kurz nach dem Kurswendepunkt¹⁰⁷⁵ am deutschen Aktienmarkt bereits wieder als Nettoverkäufer am Aktienmarkt auftreten. Dieser Trend setzt sich in den Folgequartalen fort, ehe er im Jahr 2010 zum Ende des analysierten Zeitraums durch eine moderat höhere Anzahl von Aktienkäufen im Vergleich zu den Verkäufen in Aktientiteln gestoppt wird.

Sowohl Beratungskunden als auch Selbstentscheider-Kunden agieren hinsichtlich ihrer Portfoliotransaktionen zwar insgesamt antizyklisch, aber zugleich auch vergleichsweise risikavers. Denn nach beiden Baissephasen werden Kursgewinne scheinbar früh realisiert, mit der Folge, dass die untersuchten privaten Investoren an den langjährigen Kurssteigerungen – insbesondere in der ersten Haussephase – nur unzureichend beteiligt zu sein scheinen.¹⁰⁷⁶ Zusätzlich fällt auf, dass die Spannweite der Schwankungen hinsichtlich des Kaufquotienten bei Beratungskunden größer ist als bei Selbstentscheider-Kunden und bei den beratenen

¹⁰⁷⁵ Unter dem Kurswendepunkt ist an dieser Stelle der nachhaltige Wechsel von einer Phase kontinuierlich fallender Aktienkurse hin zu einer Phase beständig steigender Aktienkurse zu verstehen.

¹⁰⁷⁶ Aufgrund der kräftigen Kurserholungen nach den Tiefstständen der Baisse besteht die Möglichkeit, dass die Realisierung deutlicher Aktienkursgewinne innerhalb eines vergleichsweise kurzen Zeitraums wesentlich dazu beigetragen hat, dass der Kaufquotient in dieser Phase unterhalb des neutralen Wertes von Eins notierte. Denkbar wäre allerdings auch, dass Aktienverluste im Zuge der Kurserholung an den Aktienmärkten durch Verkäufe realisiert wurden.

Retailkunden noch einmal höher ausfällt als bei den beratenen Vermögenskunden. Insgesamt scheinen jedoch weder Beratungskunden noch Selbstentscheider-Kunden in Bezug auf antizyklisches Handeln über den gesamten Untersuchungszeitraum kontinuierlich besser gewesen zu sein als die jeweils andere Kundengruppe.

Aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance könnte dieses Investorenverhalten möglicherweise mit dem Dispositionseffekt oder der Verlustaversion von Anlegern erklärt werden. Menschen zeigen demnach an den Finanzmärkten häufig die Neigung, Gewinne zu früh durch Verkäufe zu realisieren und Verlustpositionen zu lange im Portfolio zu belassen. Die privaten Kapitalanleger haben möglicherweise im Rahmen der vorherigen Crashphasen an den Aktienmärkten Verluste mit Aktienanlagen erleiden müssen und möchten die aufgelaufenen, aber nicht realisierten Kursgewinne auf diese Weise unter Umständen sichern. Damit könnte eine Erklärung dafür vorliegen, warum die Investoren anscheinend erzielte Gewinne vergleichsweise schnell wieder realisieren. Verstärkt wird diese Theorie dadurch, dass Menschen grundsätzlich dazu neigen, sich an einem Referenzpunkt zu orientieren und in Gewinnsituationen Risiken meiden, während sie in Verlustsituationen eine erhöhte Risikobereitschaft zeigen.¹⁰⁷⁷

Die Analyse der Portfoliotransaktionen nach Umschichtungserfolgen hat ergeben, dass private Kapitalanleger bei taggleichen Umschichtungen ihres in Aktien investierten Vermögens von einem Aktienwert in einen anderen Aktientitel überwiegend nicht erfolgreich sind. Unter Berücksichtigung von Transaktionskosten weisen so nur 39,8 Prozent aller Beratungskunden nach 90 Börsenhandelstagen ein positives Umschichtungsergebnis aus. Nach einem Kalenderjahr (250 Börsenhandelstagen) ist der Anteil mit 44,2 Prozent positiver Umschichtungserfolge, aufgrund taggleich vorgenommener Umschichtungen in Aktieneinzelwerten, immer noch unterdurchschnittlich. Die nicht beratenen Selbstentscheider-Kunden schneiden mit 43,3 Prozent (nach 90 Börsenhandelstagen) bzw. 44,4 Prozent (nach 250 Börsenhandelstagen) insgesamt etwas besser ab, weisen aber ebenfalls mehrheitlich die Umschichtungstransaktionen nicht rechtfertigende Ergebnisse aus.

Dabei liegen die durchschnittlichen Erfolge der Umschichtungstransaktionen in Aktienwerten auf Basis der Mediane nach Kosten bei Beratungskunden mit -3,14 Prozent (nach 90

¹⁰⁷⁷ Vgl. ausführlich zur Verlustaversion Unterabschnitt 3.4.2 und zum Dispositionseffekt Unterabschnitt 3.4.4.

Börsenhandelstagen) bzw. -3,76 Prozent (nach 250 Börsenhandelstagen) und bei Selbstentscheider-Kunden mit -2,69 Prozent (nach 90 Börsenhandelstagen) und -3,78 Prozent (nach 250 Börsenhandelstagen) bereits deutlich, und von der Tendenz in Bezug auf die zeitliche Entwicklung auch ansteigend, im negativen Bereich. Aber auch ohne die Berücksichtigung von Transaktionskosten haben sich die Umschichtungsaktionen privater Kapitalanleger im Durchschnitt nicht gelohnt. Sie hätten also ohne diese Transaktionen, durch bloßes Halten der verkauften Aktienpositionen, durchschnittlich bessere Ergebnisse erzielen können.

In Bezug auf die Behavioral Finance könnte hier erneut eine Form der Selbstüberschätzung vorliegen. Gerade weniger erfahrene private Investoren gehen häufiger als Anleger mit langjähriger Kapitalmarkterfahrung davon aus, den Markt durch geschicktes Handeln outperformen zu können. Damit wird das Eröffnen risikoreicherer Anlagepositionen tendenziell ebenso begünstigt, wie eine vergleichsweise hohe Handelsaktivität. So wurde etwa von BARBER/ ODEAN am Beispiel amerikanischer Direktbankkunden nachgewiesen, dass diejenigen Investoren, die ihr Aktiendepot am häufigsten umgeschlagen haben, nur die niedrigsten Renditen verbuchen konnten. Als Ursache für dieses Ergebnis führen die beiden Wissenschaftler Selbstüberschätzung bei den untersuchten privaten Investoren als Hauptgrund an.¹⁰⁷⁸

Interessant erscheinen auch die Ergebnisse in Hinblick darauf, welche Kursentwicklungen in der Phase vor den Umschichtungen möglicherweise auslösend oder unterstützend dazu beigetragen haben, dass die Umschichtungen erfolgt sind. Zu diesem Zweck wurden die Kursentwicklungen auch in den 90 bzw. 250 Börsenhandelstagen vor den individuellen Umschichtungsterminen sowohl auf Seiten des bzw. der veräußerten Aktienwerte, als auch auf Seiten des neu gekauften Aktienwertes untersucht. Im Ergebnis zeigt sich, dass die analysierten Beratungskunden dabei eher zyklische Entscheidungen getroffen haben, was bedeutet, dass deren im Rahmen der Umschichtungstransaktion gekaufter Aktienwert vor der Umschichtungstransaktion eine bessere Wertentwicklung ausweisen konnte als der bzw. die im Rahmen der Umschichtung verkaufte Aktientitel. Ganz anders erscheint die Motivation zur Umschichtung bei den Selbstentscheider-Kunden zu sein: Hier scheinen die Beweggründe offensichtlich häufiger antizyklischer Art zu sein, denn die verkauften Aktieneinzelwerte

¹⁰⁷⁸ Vgl. Barber/ Odean (2001), S. 261 ff. sowie weiterführend zur börsenpsychologischen Ausprägung der Selbstüberschätzung Unterabschnitt 3.3.2.

haben sich in dieser Kundengruppe mehrheitlich in den Monaten vor der Umschichtungsaktion besser hinsichtlich ihres Kurswertes entwickelt als die im Rahmen der Umschichtungsaktion gekauften Aktienwerte.

Private Investoren neigen nicht nur dazu, prozyklisch zu investieren, sie kaufen Aktienwerte häufig auch vergleichsweise spät und somit relativ hochpreisig in einem laufenden Aktienmarktzyklus ein. Wenn die Kurse an den Aktienmärkten fallen, werden umgekehrt Aktientitel nicht selten spät im Zyklus und damit im ungünstigen Fall unter der Realisierung deutlicher Verluste, verkauft. Obwohl auch zyklische Strategien u. U. vorteilhaft sein können, deuten sie börsenpsychologisch eher auf eine gewisse Unerfahrenheit und damit wiederum auch auf eine Form der Selbstüberschätzung der individuellen Fähigkeiten der Investoren hin.

Aber auch Herdenverhalten kann mit zyklischem Verhalten in Verbindung gebracht werden. Es bezeichnet das regelmäßig zu beobachtende Phänomen, dass Kapitalmarktteilnehmer ihre eigenen Entscheidungen und Handlungen nach den Entscheidungen anderer Investoren ausrichten.¹⁰⁷⁹ Das bedeutet, dass Anleger möglicherweise nur deshalb ein bestimmtes Wertpapiergeschäft tätigen, weil andere Marktteilnehmer ebenso handeln bzw. gehandelt haben, was in diesem Kontext etwa an den Kursentwicklungen der verkauften bzw. gekauften Aktienwerte abgelesen werden kann. Dem Strom der Masse durch zyklisches Handeln zu folgen, fällt vielen privaten Kapitalanlegern gefühlsmäßig bzw. kognitiv leichter als sich gegen diesen zu stellen und sich in die entgegengesetzte Richtung zu bewegen.¹⁰⁸⁰

Die Analyse der Portfoliotransaktionen nach Haltedauer hat für den Untersuchungszeitraum gezeigt, dass Beratungskunden mit einer Haltefrist von durchschnittlich 418,9 Tagen Aktieneinzelwerte aus dem HDAX knapp 66 Prozent länger in ihrem Portfolio belassen als Selbstentscheider-Kunden. Die nicht beratenen Wertpapierkunden der drei Kreditinstitute veräußern ihre Wertpapiere demnach bereits nach durchschnittlich 252,5 Tagen wieder. Obwohl nur etwa die Hälfte aller Wertpapiertransaktionen im Untersuchungszeitraum sowohl geöffnet als auch geschlossen wurde, erscheinen die durchschnittlichen Haltezeiträume im

¹⁰⁷⁹ Vgl. Buttgerit (2009), S. 2 f.

¹⁰⁸⁰ Siehe dazu ausführlich Abschnitt 3.5.

Kontext der durch die drei Banken für Einzelaktien in der Regel empfohlenen Anlagehorizonte vergleichsweise kurz zu sein.¹⁰⁸¹

Die Untersuchungen der Häufigkeit von Portfoliotransaktionen haben ergeben, dass der Großteil der Beratungs- und Selbstentscheider-Kunden in vergleichbarer Anzahl Transaktionen in Wertpapieren vornimmt. Deutlichere Unterschiede bestehen nur bei den am häufigsten handelnden etwa 10 bis 20 Prozent der privaten Investoren. In dieser Investorengruppe weisen die Selbstentscheider-Kunden höhere Transaktionshäufigkeiten auf, weshalb in den Mittelwertvergleichen dieser Teiluntersuchung zusätzlich die Mediane analysiert wurden. Auf deren Basis verfügen die Selbstentscheider-Kunden mit durchschnittlich sechs Transaktionen gegenüber den Beratungskunden mit im Schnitt sieben Transaktionen über eine nur leicht geringere Transaktionshäufigkeit. Insgesamt scheint das Transaktionsverhalten hinsichtlich seiner Häufigkeit in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen demnach – unter Berücksichtigung der geschilderten Unterschiede – in weiten Teilen vergleichbar zu sein.

Aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance-Theorie könnten die vergleichsweise kurzen durchschnittlichen Haltedauern bei Aktiengeschäften – insbesondere bei den nicht beratenen Selbstentscheider-Kunden – ebenfalls ihren Ursprung in einer Selbstüberschätzung der privaten Investoren haben. Daneben sind aber auch verschiedene rationale Gründe für kurze Anlagezeiträume denkbar. Und auch ein gutes Risikomanagement, wie etwa eine konsequente Verlustbegrenzung im Falle sich ungünstig entwickelnder Aktienkurse, steht der These der möglichen Selbstüberschätzung im Kontext kurzer Haltedauern bei Aktientransaktionen entgegen. Es müssten also weitere Untersuchungen vorgenommen werden, um einen entsprechenden Nachweis führen zu können. Hinsichtlich der Transaktionshäufigkeit scheinen die ausgewiesenen Häufigkeiten nicht auf eine ebenfalls mögliche Selbstüberschätzung weiter Teile der beratenen wie nicht beratenen privaten Investoren aufgrund beispielsweise exzessiver Transaktionshäufigkeiten hinzudeuten.¹⁰⁸²

Die Analyse der Portfoliotransaktionen nach Wochentagen hat Unterschiede in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen hervorgebracht. Während Wertpapierverkäufe über die einzelnen Wochentage relativ ähnlich verteilt sind, besteht bei

¹⁰⁸¹ Die Experteninterviews haben ergeben, dass die drei Kreditinstitute ihren Kunden in der Assetklasse Aktien Engagements in der Regel nur für mittlere bis lange Anlagehorizonte mit einer Mindestdauer von fünf bis sieben Jahren empfohlen haben.

¹⁰⁸² Vgl. dazu weiterführend Unterabschnitt 3.3.2.

Wertpapierkäufen ein deutliches Übergewicht hinsichtlich der Häufigkeiten bei Montagen und Dienstagen. Obwohl der Effekt auch bei den nicht beratenen privaten Investoren vorhanden ist, liegt er bei den beratenen Privatanlegern insgesamt am deutlichsten vor. So werden 51,0 Prozent aller Wertpapierkäufe beratener privater Kapitalanleger im Untersuchungszeitraum montags oder dienstags durchgeführt, während sich die Anteile an den anderen Wochentagen zwischen 15,9 Prozent (freitags) und 17,1 Prozent (donnerstags) bewegen.

Die Behavioral Finance-Theorie beinhaltet verschiedene Kapitalmarktanomalien, zu denen auch die sogenannten Kalendereffekte gezählt werden. Hierunter sind zeitliche Renditemuster zu verstehen, die mit der Effizienzhypothese nicht in Einklang zu bringen sind. Zu den bekanntesten Kalendereffekten zählen der Januareffekt, der Montagseffekt sowie der Feiertagseffekt. Ein Zusammenhang mit den aus der Behavioral Finance-Forschung bekannten Effekten wird in diesem Zusammenhang aber nicht vermutet. Vielmehr wird angenommen, dass die Kundenberater der analysierten Kreditinstitute bewusst oder unbewusst verstärkt die beiden Tage zu Wochenbeginn einsetzen, um ihre Kunden in Wertpapierangelegenheiten zu beraten bzw. die Selbstentscheider-Kunden bei der Abwicklung der von diesen ggf. nachgefragten Transaktionen zu unterstützen.

Nachfolgend werden die Unterschiede zwischen privaten Kapitalanlegern, welche regelmäßig Anlageberatungsdienstleistungen in Wertpapieren bei den untersuchten Kreditinstituten erhalten bzw. nicht erhalten, hinsichtlich ihrer Portfoliotransaktionen noch einmal zusammengefasst. Beratene private Kapitalanleger verfügen gegenüber Selbstentscheider-Kunden demnach tendenziell über

- ein in Bezug auf die langfristigen Aktienmarktphasen ähnlich gutes antizyklisches Anlageverhalten,
- eine scheinbar vergleichbar hohe Neigung, Gewinne zu früh zu realisieren,
- eine größere Spannweite der Schwankungen hinsichtlich der Kaufquotienten in verschiedenen Marktphasen,
- weniger Erfolg im Zusammenhang mit Umschichtungen bei Aktieneinzelwerten,
- eher zyklische Beweggründe im Zusammenhang mit Umschichtungen bei Aktieneinzelwerten,

- längere durchschnittliche Haltedauern (419 vs. 253 Tage) bei Transaktionen in Aktieneinzelwerten,
- vergleichbare Transaktionshäufigkeiten beim Großteil der untersuchten privaten Investoren,
- geringere Transaktionshäufigkeiten bei den am häufigsten handelnden privaten Anlegern,
- höhere Transaktionshäufigkeiten in Wertpapierkäufen an Montagen und Dienstagen (51 Prozent) im Vergleich zu den anderen Wochentagen.

Aus den zuvor aufgeführten Erkenntnissen resultieren verschiedene Ausprägungen, die bezüglich einer Bewertung aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance-Forschung partiell Vorteile sowohl auf Seiten der beratenen Privatanleger als auch auf Seiten der nicht beratenen privaten Investoren vermuten lassen. Obwohl beispielsweise im Zusammenhang mit den Umschichtungserfolgen bei Aktieneinzelwerten Selbstentscheider-Kunden insgesamt besser abschneiden als Beratungskunden der untersuchten Banken, ist deren Ergebnis aus börsenpsychologischer Sicht betrachtet ebenfalls insgesamt unbefriedigend. Damit erscheint das Anlageverhalten privater Kapitalanleger auch in Hinblick auf deren analysierte Portfoliotransaktionen aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance-Theorie zumeist stark verbesserungsfähig.

Im Kontext der vorgenommenen Unterscheidung zwischen Vermögenskunden und Retailkunden lassen sich in Bezug auf die in diesem Abschnitt analysierten Portfoliotransaktionen keine deutlichen Tendenzen ausmachen, nach der eine der beiden Kundenklassen aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance-Forschung regelmäßig positiver zu bewerten wäre als die andere. Wie zuvor in Hinblick auf die Unterscheidung nach der Inanspruchnahme von Anlageberatungsleistungen gilt auch für die Unterscheidung nach Kundenklassen, dass in beiden Bereichen aus Sicht der Behavioral Finance-Forschung deutliche Verbesserungen im Anlegerverhalten möglich erscheinen. Die unter anderem in Hinblick auf die Erkenntnisse der Behavioral Finance-Forschung bessere Ausbildung der Kundenberater, die in der Beratung der Vermögenskunden der drei untersuchten Kreditinstitute tätig sind, lässt sich nicht in den Portfoliotransaktionen der beratenen Kunden, etwa in Form eines aus dem Blickwinkel der Börsenpsychologie positiver zu beurteilenden Transaktionsverhaltens, wiedererkennen.

5 Schlussbetrachtung

Dieser Untersuchung liegen umfangreiche Datensätze dreier regional tätiger Kreditinstitute zugrunde, welche als Universalkreditinstitute alle üblichen Bankgeschäfte für Privat-, Firmen- und institutionelle Kunden anbieten. Das Geschäftsgebiet der drei Banken befindet sich im deutschen Bundesland Nordrhein-Westfalen und sie verfügen zusammen über eine Bilanzsumme im niedrigen zweistelligen Milliardenbereich. Die Grundlage der Untersuchung bilden die Wertpapierumsatzdaten aller Depotkonten privater Kapitalanleger der drei Kreditinstitute für den Zeitraum vom 01.01.2003 bis zum 30.09.2010 sowie vollumfängliche Wertpapierbestandsdaten dieser Kundengruppe zum Stichtag 31.10.2010. Zum gleichen Termin sind darüber hinaus psychographische, sozioökonomische und weitere Daten zu allen Wertpapierkunden der drei Banken im Datensatz vorhanden.

Insgesamt fließen 393.019 Depotumsätze in 27.064 analysierten Wertpapierdepots sowie 100.370 Depotpositionen in 19.595 Depots privater Kapitalanleger in die Untersuchungen ein. Für jedes einzelne Depot wurde ermittelt, ob der zugrundeliegende private Investor im Kontext seiner Wertpapiergeschäfte mehrheitlich Anlageberatungsdienstleistungen der untersuchten Kreditinstitute in Anspruch genommen hat (Beratungskunde) oder ob er seine Anlageentscheidungen in Wertpapieren mehrheitlich selbständig und ohne Beratungsleistung seiner Bank getroffen hat (Selbstentscheider-Kunde). Darüber hinaus wurden mit Retailkunden und Vermögenskunden synthetisch zwei sich unterscheidende Gruppen privater Kapitalanleger gebildet, um in den Auswertungen analysieren zu können, inwieweit die Höhe des Wertpapiervermögens mittelbar oder unmittelbar das Anlageverhalten privater Kapitalanleger im Kontext der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen beeinflusst.

Insgesamt kann die analysierte Datenbasis hinsichtlich ihrer Art als Seltenheit in der Finance-Forschung bezeichnet werden. Neben dem vergleichsweise großen Umfang und der Vollerhebung liegt das in besonderem Maß auch daran, dass die Daten im Gegensatz zu vielen vergleichbaren empirischen Untersuchungen nicht von Direktbanken stammen, sondern ihre Herkunft in deutschen Universalkreditinstituten haben.

Der Datensatz wurde zunächst mithilfe von Kontingenzanalysen einzeln auf mögliche Zusammenhänge zwischen der Inanspruchnahme von Anlageberatung durch private Kapitalanleger und verschiedenen demographischen, psychographischen, sozioökonomischen sowie sonstigen Faktoren untersucht. Im zweiten Schritt wurden dann die potentiellen Abhängigkeiten der Inanspruchnahme von Anlageberatung mithilfe einer Regressionsanalyse auf ihre statistische Bedeutung hin überprüft. Zu diesem Zweck wurde eine explorative Vorgehensweise gewählt, damit Strukturen und Zusammenhänge zwischen den Variablen auch unabhängig von eventuell denkbaren Kausalbeziehungen aufgedeckt werden konnten. Dabei wurden die Erkenntnisse der zuvor durchgeführten Kontingenzanalyse überwiegend bestätigt und es ergab sich in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen in Bezug auf die Person des privaten Kapitalanlegers folgende Beschreibung:

Die Inanspruchnahme von Anlageberatung durch private Investoren ist in den untersuchten Kreditinstituten wahrscheinlicher, je älter diese sind, wenn sie weiblichen Geschlechts sind, wenn sie über einen mittleren oder längeren Anlagehorizont verfügen, wenn sie über eine niedrige Risikobereitschaft verfügen, wenn sie nur vergleichsweise wenige Wertpapierumsätze tätigen, wenn ihre Transaktionen einen größeren finanziellen Umfang aufweisen, wenn sie über ein kleineres bis mittleres Einkommen verfügen, wenn sie über ein höheres Geld- und Wertpapiervermögen verfügen und wenn sie in einem höheren Kundensegment der Bank betreut werden.

Aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance-Forschung betrachtet fällt an dieser Stelle auf, dass ein hoher Deckungsgrad zwischen der aus der vorstehenden Beschreibung abzuleitenden Typisierung eines ohne Beratungsdienstleistungen agierenden privaten Kapitalanlegers und den typischen Merkmalen eines sich selbst überschätzenden privaten Investors besteht. So zeigen verschiedene Studienergebnisse, dass tendenziell Menschen mit einem jüngeren Alter, männlichen Geschlechts, mit hoher Risikobereitschaft, einem kürzeren Anlagehorizont und einer vergleichsweise höheren Wertpapierhandelsaktivität dem auch als Overconfidence Bias bezeichneten Effekt unterliegen.

Die Analyse der Portfolioallokation privater Kapitalanleger im Kontext der Inanspruchnahme von Anlageberatung hat einleitend ergeben, dass Beratungskunden der analysierten Kreditinstitute ihr Anlagekapital mit durchschnittlich 4,77 Wertpapierpositionen im Portfo-

lio stärker konzentrieren als Selbstentscheider-Kunden mit 6,13 Depotpositionen. Da Beratungskunden zudem über nahezu doppelt so große durchschnittliche Portfolios verfügen als selbständig handelnde private Kapitalanleger (101.477 gegenüber 54.940 Euro), scheinen sie ihr Anlagekapital nicht in dem Maße zu diversifizieren, wie dies unter Berücksichtigung von Transaktionskosten grundsätzlich möglich und unter Streuungsaspekten wahrscheinlich sinnvoll wäre.

Da die Vorteilhaftigkeit einer breiten Diversifizierung beispielsweise bei Wertpapieren mit geringen Risiken oder bei Hinzuziehung von Investmentfonds in der Vermögensallokation weniger ausgeprägt ist, wurde die durchschnittliche Anzahl an Depotpositionen in der Assetklasse Aktien zusätzlich für diejenigen privaten Investoren ermittelt, die ausschließlich Aktieneinzelwerte zur Abbildung der Assetklasse Aktien nutzen. Diese privaten Kapitalanleger verteilen ihr Anlagekapital innerhalb der Assetklasse Aktien auf durchschnittlich 2,7 (Beratungskunden) bzw. 4,3 (Selbstentscheider-Kunden) verschiedene Aktieneinzelwerte, während die aufgeführten Studien Größenordnungen von mindestens 15 Aktieneinzelwerten zur Ermöglichung einer adäquaten Diversifikation bei privaten Investoren empfehlen. Daher muss die Allokation der Aktieneinzelwerte bei privaten Investoren in Bezug auf eine sinnvolle Diversifikation, auch unter Berücksichtigung der Transaktionskostenproblematik, bereits hinsichtlich der bloßen Einzeltitelanzahl als unzureichend bezeichnet werden.

Aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance-Forschung könnte hierbei das Kontrollbedürfnis des Menschen wirken. Grundsätzlich fällt es vermeintlich leichter, über eine kleinere Anzahl von Einzelwerten die Kontrolle zu behalten als über 15 oder mehr unterschiedliche Aktieneinzelwerte. Daneben könnte auch eine Form der Selbstüberschätzung privater Kapitalanleger vorliegen. Menschen tendieren demnach dazu, in die eigenen Fähigkeiten, Kenntnisse und Prognosen übermäßiges Vertrauen zu setzen, was in der Konsequenz zu einer systematisch verzerrten Wahrnehmung führt, welche die unzureichende Diversifikation im Bereich der Aktieneinzelwerte auf Seiten der Kapitalanleger möglicherweise überstrahlen könnte.

Die Auswertung der Diversifikation auf Assetklassenebene, also die Asset Allocation im engeren Sinne, zeigt, dass mit 52,7 Prozent der Beratungskunden und 61,5 Prozent der Selbstentscheider-Kunden die Mehrheit der privaten Investoren ihr gesamtes Wertpapierkapital lediglich in eine Assetklasse investiert. Damit verzichten die meisten privaten Kapitalanleger gänzlich auf assetklassenübergreifende Diversifikation. Nur eine Minderheit von

15,9 Prozent der Beratungskunden bzw. 10,2 Prozent der Selbstentscheider-Kunden ist in ihrer depotindividuellen Asset Allocation über drei oder vier Anlageklassen hinweg allokiert.

Dabei fällt auf, dass die Asset Allocation privater Kapitalanleger zwischen beratenen und nicht beratenen Wertpapierkunden der drei Banken stark differiert. So investieren beratene private Kapitalanleger im Durchschnitt 74,0 Prozent ihres Anlagekapitals in Anleihen, während der entsprechende Wert bei den nicht beratenen Investoren bei 28,2 Prozent notiert. Umgekehrt verfügen Beratungskunden lediglich über einen Anteil von 13,9 Prozent in der Assetklasse Aktien, wo Selbstentscheider-Kunden mit durchschnittlich 61,8 Prozent deutlich stärker investiert sind. Der Immobilienanteil fällt mit 5,3 Prozent bei den beratenen Privatkunden der untersuchten Banken zudem gut doppelt so hoch aus wie bei den nicht beratenen Kunden mit im Durchschnitt 2,4 Prozent.

In Bezug auf die Währungsallokation privater Investoren zeigt sich, dass diese mit einem Anteil von 99,0 Prozent in der Heimatwährung Euro bei beratenen Kapitalanlegern deutlich geringer ausfällt als bei nicht beratenen privaten Investoren mit einem Anteil von 91,5 Prozent. Trotzdem deuten diese Ergebnisse auch bei den Selbstentscheider-Kunden auf keine grundsätzlich breite bzw. sinnvolle Währungsdiversifikation hin. Denn mit über 70 Prozent der nicht beratenen privaten Investoren verfügt auch die Mehrheit dieser Teilgruppe über keinerlei Beimischung von Fremdwährungen.

Die Analyse der Branchenallokation innerhalb der Assetklasse Aktien offenbart ebenfalls eine mangelnde Diversifikation in den Portfolien privater Kapitalanleger. So investieren Beratungskunden mit Beständen in Aktieneinzelwerten je nach Art der gewählten Analyse in 1,76 bzw. 2,16 unterschiedliche Branchen. Selbstentscheider-Kunden streuen das in Einzelwerten investierte Kapital etwas breiter in 2,05 bzw. 2,48 verschiedene Branchen. Rund 60,8 Prozent der Beratungskunden und 50,3 Prozent der Selbstentscheider-Kunden verfügen zudem lediglich über Aktientitel einer Branche. 2,6 Prozent der Beratungskunden und 4,2 Prozent der Selbstentscheider-Kunden streuen ihr in Aktieneinzelwerten investiertes Anlagekapital in mindestens fünf verschiedene Branchen.

Obwohl zur Branchenallokation keine wissenschaftlich ermittelten sinnvollen Diversifikationsgrößen bekannt sind, dürften die vorliegenden Werte bei insgesamt 24 in dieser Analyse berücksichtigten verschiedenen Branchen von deutlicher Branchenkonzentration und damit

mangelnder Diversifizierung zeugen. Börsenpsychologisch könnte die mangelnde Diversifikation über ausreichend viele verschiedene Branchen, wie zuvor bei der Einzelwertediversifikation, mit dem Kontrollbedürfnis des Menschen und der häufig zu beobachtenden Selbstüberschätzung erklärt werden.

Die Länderallokation in der Anlageklasse Aktien zeigt eine deutliche Präferenz der analysierten privaten Kapitalanleger für den deutschen Aktienmarkt. So verfügen die privaten Investoren unter Berücksichtigung von Aktieneinzelwerten und Aktienfonds über durchschnittliche Depotanteile von 64,5 (Beratungskunden) bzw. 71,3 Prozent (Selbstentscheider-Kunden) in deutschen Aktienwerten. Im restlichen Europa sind die beratenen Anleger mit einem Anteil von 19,3 Prozent und die selbst agierenden Wertpapierkunden mit 11,9 Prozent investiert, während die größte Anlageregion der Welt, Nordamerika, von Selbstentscheider-Kunden mit 7,3 Prozent höher als von Beratungskunden mit 2,9 Prozent gewichtet wird. Die BRIC-Staaten und Japan spielen unabhängig von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen kaum eine Rolle in der Länderallokation privater Kapitalanleger. Insgesamt sind 46,0 Prozent der Beratungskunden und 45,0 Prozent der Selbstentscheider-Kunden in der Assetklasse Aktien ausschließlich in deutschen Aktien investiert.

Die Behavioral Finance-Forschung bezeichnet dieses typische Anlegerverhalten als sogenannten Home Bias-Effekt. Dabei verzichten Investoren zu Gunsten eines hohen Anteils heimischer Aktienwerte häufig unbewusst auf Diversifikationsvorteile internationaler Aktienmärkte. Während der Anteil des deutschen Aktienmarktes am globalen Aktienmarkt weniger als drei Prozent ausmacht, zeigen wissenschaftliche Studien, dass eine vergleichsweise moderate Übergewichtung, am Beispiel des deutschen Aktienmarktes etwa einem deutschen Aktienanteil von 20 bis 40 Prozent entsprechend, nur geringfügig negative Auswirkungen in Bezug auf die Diversifikationseffekte aufweist. In den in dieser Untersuchung vorgefundenen Größenordnungen des Anteils deutscher Aktien sind dagegen deutliche Diversifikationsnachteile für die privaten Kapitalinvestoren zu erwarten.

Ähnlich verhält es sich mit dem als Home Bias at Home bezeichneten Effekt, der beschreibt, dass regelmäßig Aktienwerte aus dem Umkreis des Wohnortes eines Investors häufiger in dessen Aktienportfolio vertreten sind als andere Aktientitel aus dem gleichen Land. Der Umkreis des Wohnortes wurde in dieser Untersuchung durch einen Radius von 100 km um die Mitte des Geschäftsgebietes der drei untersuchten Kreditinstitute definiert. In diesem Gebiet befinden sich zwischen 23,6 und 29,2 Prozent (nach Anzahl bzw. nach Indexgewichtung)

aller im HDAX vertretenen Aktiengesellschaften. Mit diesen Werten ist zugleich das vermeintlich sinnvolle Gewicht dieser Aktienwerte innerhalb einer breiten deutschen Aktienallokation definiert. Tatsächlich finden sich aber diese Unternehmen aus dem näheren Umkreis der beratenen privaten Investoren mit durchschnittlichen Anteilen von 53,4 Prozent und bei den nicht beratenen Anlegern mit 39,9 Prozent in den Portfolien der Anleger wieder. Damit verfügen die privaten Wertpapieranleger und besonders die Beratungskunden der untersuchten Kreditinstitute über eine deutliche Präferenz zugunsten wohnortnaher Aktiengesellschaften – erneut zu Lasten breiter und sinnvoller Diversifikation.

Die Untersuchungen zur Portfolioallokation privater Kapitalanleger wurden schließlich mit einer modellhaften gemeinsamen Analyse dreier Kriterien, die jeweils geeignet erscheinen, den Diversifikationsgrad eines Portfolios maßgeblich zu beeinflussen, abgeschlossen. Für jedes einzelne in diesen Analyseteil einbezogene Kundenportfolio wurde zu diesem Zweck die Qualität der Assetklassendiversifikation, der Länder- und Regionendiversifikation sowie der Diversifikation nach der Anzahl und Gewichtung von Aktieneinzelwerten standardisiert bewertet. Die Ergebnisse zeigen, wie zuvor auch die Einzelanalysen, eine in weiten Teilen unzureichende Portfoliodiversifikation bei privaten Kapitalinvestoren, wobei in diesem Modell die nicht beratenen Selbstentscheider-Kunden abweichend zu den Einzelanalysen noch ungünstiger in ihren Portfolien diversifiziert sind als die von den Banken mit Beratungsdienstleistungen versorgten Beratungskunden. Die Analyse der in diesem Teildatensatz insgesamt untersuchten 5.953 Wertpapierportfolien privater Kapitalanleger hat nur ein einziges Portfolio eines privaten Kapitalanlegers hervorgebracht, welches über die höchstmögliche Bewertung in allen drei analysierten Bereichen und somit über eine definitionsgemäß gute Diversifikation verfügt. Dabei galt es lediglich annähernd eine Portfolioallokation zu erreichen, die unter Berücksichtigung der anlegerindividuellen Risikobereitschaft für einen privaten Investor sowohl von Banken als auch von wissenschaftlicher Seite empfohlen wird.

Börsenpsychologisch deuten diese Ergebnisse ebenfalls auf die bereits zuvor in den Einzelanalysen beschriebenen Effekte der Heimatmarktneigung (Home Bias), heuristisch bedingter Komplexitätsreduzierungen sowie der Überschätzung der eigenen Fähigkeiten im Kontext von Wertpapiergeschäften (Overconfidence Bias) hin.

Im dritten Analyseteil dieser Arbeit wurden die Portfoliotransaktionen privater Kapitalanleger in den Jahren 2003 bis 2010 ebenfalls im Kontext der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen untersucht. Dabei hat sich in der Teilanalyse der Transaktionen nach

verschiedenen Marktphasen am Aktienmarkt gezeigt, dass die privaten Investoren der untersuchten Banken im Analysezeitraum überwiegend antizyklisch mit deutschen Aktien gehandelt haben. So wurden etwa die niedrigen Kursniveaus nach der rund dreijährigen Baisse an den Kapitalmärkten in der ersten Hälfte des Jahres 2003 sowie während der Finanzkrise im Jahr 2009 von privaten Investoren überwiegend zum Kauf von Aktienwerten genutzt. Auch zum Ende der Hausse in der ersten Jahreshälfte des Jahres 2007 und der daran anschließenden Stagnationsphase am deutschen Aktienmarkt weisen die Kaufquotienten privater Anleger sämtlich Werte unterhalb des neutralen Werts von Eins aus, was ebenfalls auf antizyklisches Kauf- bzw. Verkaufsverhalten hinweist.

Dagegen konnten die Phasen steigender Aktienkurse retrospektiv betrachtet durch Privatanleger nicht optimal genutzt werden. In der ersten Phase steigender Aktienkurse in den Jahren 2003 bis 2007 traten private Investoren vergleichsweise schnell wieder als Nettoverkäufer auf. So notierten in den Jahren 2004 bis 2007 die Kaufquotienten nahezu immer unterhalb des Schwellenwerts von Eins, was darauf hindeutet, dass private Investoren in Bezug auf ihr Transaktionsverhalten von den deutlich steigenden Aktienkursen in diesen Jahren kaum profitieren konnten. Rückblickend haben sich die untersuchten Kapitalanleger in dieser Phase deutlich zu früh von ihren Aktientiteln getrennt. In der zweiten Aktienmarkthausse zum Ende des Untersuchungszeitraums zeigte sich dann erneut, dass die Investoren noch im Jahr der Tiefststände (2009) am deutschen Aktienmarkt und damit sehr schnell bereits wieder als Nettoverkäufer am Aktienmarkt auftraten. Im direkten Vergleich deutet sich in dieser Phase allerdings ein etwas besseres Anlageverhalten der untersuchten privaten Investoren an als noch während der ersten Aktienmarkthausse.

Im Kontext der Inanspruchnahme von Anlageberatungsleistungen scheinen weder Beratungskunden noch Selbstentscheider-Kunden in Bezug auf antizyklisches Handeln über den gesamten Untersuchungszeitraum kontinuierlich vorteilhafter zu agieren als die jeweils andere Kundenklasse. So weisen die beratenen privaten Investoren einerseits bereits in sehr frühen Phasen der Aktienmarkthausse zu deren Nachteil deutlich niedrigere Kaufquotienten auf als die selbständig handelnden Kapitalanleger, verfügen aber andererseits zu deren Vorteil auch in der Baisse über deutlich höhere Kaufquotienten als die nicht beratenen Investoren. Auffallend ist jedoch, dass die Spannweite der Schwankungen hinsichtlich des Kaufquotienten bei Beratungskunden insgesamt größer ist als bei Selbstentscheider-Kunden und

bei den beratenen Retailkunden noch einmal höher ausfällt als bei den beratenen Vermögenskunden, was diese Teilgruppen insgesamt etwas dynamischer in ihrem Anlageverhalten erscheinen lässt.

Aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance könnte dieses Anlegerverhalten möglicherweise mit dem Dispositionseffekt bzw. der Referenzpunktabhängigkeit und Verlustaversion von Anlegern erklärt werden. Einige der privaten Kapitalanleger dieser Untersuchung haben im Rahmen der Crashphase an den Aktienmärkten vor bzw. zu Beginn des Untersuchungszeitraums Kursverluste erleiden müssen und möchten nun vielleicht aufgelaufene, aber nicht realisierte Kursgewinne auf diese Weise sehr schnell sichern. Damit könnte eine Erklärung dafür vorliegen, weshalb die Investoren potentiell erzielte Gewinne vergleichsweise schnell wieder realisieren. Verstärkt wird diese Theorie dadurch, dass Menschen dazu neigen, sich an einem Referenzpunkt zu orientieren und in Gewinnsituationen Risiken meiden, d. h. Kursgewinne häufig (zu) schnell realisieren, während sie in Verlustsituationen eine erhöhte Risikobereitschaft zeigen und Kursverluste nur selten konsequent begrenzen.

Die Analyse der Portfoliotransaktionen nach Umschichtungserfolgen hat gezeigt, dass private Kapitalanleger bei taggleichen Umschichtungen ihres in Aktieneinzelwerten investierten Vermögens von einem in einen anderen Aktientitel überwiegend nicht erfolgreich agieren. Unter Berücksichtigung von Transaktionskosten weisen so beispielsweise nur 39,8 Prozent aller Beratungskunden nach 90 Börsenhandelstagen ein positives Umschichtungsergebnis vor. Nach einem Kalenderjahr (250 Börsenhandelstagen) ist der Anteil mit 44,2 Prozent immer noch deutlich unterdurchschnittlich. Die nicht beratenen Selbstentscheider-Kunden schneiden mit 43,3 Prozent (nach 90 Börsenhandelstagen) bzw. 44,4 Prozent (nach 250 Börsenhandelstagen) insgesamt etwas besser ab, weisen aber ebenfalls mehrheitlich die Umschichtungsaktionen nicht rechtfertigende Ergebnisse auf.

Die durchschnittlichen Erfolge auf Basis der Mediane nach Kosten liegen bei Beratungskunden mit -3,14 Prozent (nach 90 Börsenhandelstagen) bzw. -3,76 Prozent (nach 250 Börsenhandelstagen) und bei Selbstentscheider-Kunden mit -2,69 Prozent (nach 90 Börsenhandelstagen) und -3,78 Prozent (nach 250 Börsenhandelstagen) bereits deutlich im negativen Bereich. Auch ohne die Berücksichtigung von Transaktionskosten haben sich die taggleichen Umschichtungsaktionen privater Kapitalanleger im Durchschnitt nicht rentiert. Sie hätten dementsprechend ohne diese Transaktionen, durch einfaches Halten der verkauften Aktienwerte, durchschnittlich bessere Ergebnisse erzielen können.

Von Seiten der Behavioral Finance könnte hier eine Form der Selbstüberschätzung vorliegen. Beispielsweise gehen weniger erfahrene private Investoren häufiger als Anleger mit entsprechender Erfahrung davon aus, den Markt durch geschicktes Handeln outperformen zu können. Damit wird das Eingehen risikoreicherer Anlageentscheidungen tendenziell ebenso begünstigt wie eine vergleichsweise hohe Handelsaktivität, welche in der vorliegenden Untersuchung gleichwohl bei den meisten privaten Investoren nicht übermäßig hoch erscheint, sich jedoch in Hinblick auf die taggleichen Umschichtungsaktionen mehrheitlich zum Nachteil der privaten Investoren ausgewirkt hat.

Daneben wurde untersucht, welche Kursentwicklungen in der Phase vor den Umschichtungen möglicherweise auslösend oder begleitend dazu geführt haben, dass die Umschichtungen erfolgt sind. Zu diesem Zweck wurden die Kursentwicklungen in den 90 bzw. 250 Börsenhandelstagen vor den individuellen Umschichtungsterminen sowohl auf Seiten der veräußerten Aktienwerte als auch auf Seiten des neu gekauften Aktienwertes untersucht. Im Ergebnis zeigt sich, dass Beratungskunden dabei eher zyklische Entscheidungen treffen, was bedeutet, dass deren im Rahmen der Umschichtungsaktion gekaufter Aktienwert vor der Umschichtungsaktion eine bessere Wertentwicklung ausweisen konnte als der bzw. die im Rahmen der Umschichtung verkauften Aktientitel. Ganz anders erscheint die Motivation zur Umschichtung bei den Selbstentscheider-Kunden zu sein: Hier scheinen die Beweggründe offensichtlich häufiger antizyklischer Art zu sein, denn die verkauften Aktieneinzelwerte haben sich in dieser Kundengruppe mehrheitlich in den Monaten vor der Umschichtungsaktion besser hinsichtlich ihres Kurswertes entwickelt als die im Rahmen der Umschichtungsaktion gekauften Aktienwerte.

Börsenpsychologisch deutet prozyklisches Investieren in Aktienmärkten, obwohl es zweifelsfrei auch eine vorteilhafte Strategie sein kann, eher auf eine gewisse Unerfahrenheit und damit wiederum auch auf eine Form der Selbstüberschätzung der individuellen Fähigkeiten der Investoren hin. Aber auch Herdenverhalten kann mit zyklischem Verhalten in Verbindung gebracht werden. Es bezeichnet das regelmäßig zu beobachtende Phänomen, dass Kapitalmarktteilnehmer ihre eigenen Entscheidungen und Handlungen nach den Entscheidungen anderer Investoren ausrichten. Dem Strom der Masse durch zyklisches Handeln zu folgen, fällt vielen privaten Kapitalanlegern leichter, als sich gegen diese zu stellen und sich in die entgegengesetzte Richtung zu bewegen.

Die Analyse der Portfoliotransaktionen nach Haltedauer hat für den Untersuchungszeitraum gezeigt, dass Beratungskunden mit einer Haltefrist von durchschnittlich 418,9 Tagen Aktieneinzelwerte aus dem HDAX knapp 66 Prozent länger in ihrem Portfolio belassen als Selbstentscheider-Kunden mit durchschnittlich 252,5 Tagen. Diese durchschnittlichen Haltezeiträume erscheinen im Kontext der durch die drei Banken für Einzelaktien in der Regel empfohlenen langfristigen Anlagehorizonte vergleichsweise kurz.

Aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance-Theorie könnten diese kurzen durchschnittlichen Haltedauern bei Aktiengeschäften – insbesondere bei den nicht beratenen Selbstentscheider-Kunden – ebenfalls ihren Ursprung in einer möglichen Selbstüberschätzung der privaten Investoren haben. Daneben sind aber auch einige rationale Gründe für kurze Anlagezeiträume denkbar, wie beispielsweise eine konsequente Verlustbegrenzung im Falle sich ungünstig entwickelnder Aktienkurse. Es müssten also weitere Untersuchungen vorgenommen werden, um eine belastbarere Vermutung äußern zu können.

Die Auswertung der Häufigkeit von Portfoliotransaktionen hat ergeben, dass weite Teile der Beratungs- und Selbstentscheider-Kunden in vergleichbarer Häufigkeit Transaktionen in Wertpapieren vornehmen. Größere Unterschiede bestehen im Wesentlichen nur bei den am häufigsten handelnden etwa 20 Prozent der privaten Investoren. In dieser Investorengruppe weisen die Selbstentscheider-Kunden deutlich höhere Transaktionshäufigkeiten auf, weshalb in den Mittelwertvergleichen dieses Untersuchungsteils zumeist auf die Analyse der Mediane abgestellt wurde. Auf Basis derer verfügen die Selbstentscheider-Kunden im Auswertungszeitraum der Portfoliotransaktionen mit durchschnittlich sechs Transaktionen gegenüber den Beratungskunden mit im Schnitt sieben Transaktionen über eine nur leicht geringere Transaktionshäufigkeit. Insgesamt scheint das Transaktionsverhalten hinsichtlich seiner Häufigkeit in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen demnach überwiegend vergleichbar zu sein.

Börsenpsychologisch weisen die dargestellten Häufigkeiten bei den meisten privaten Investoren nicht auf exzessive Transaktionshäufigkeiten, z. B. aufgrund von Selbstüberschätzung der Kapitalanleger, hin.

Die Analyse der Portfoliotransaktionen nach Wochentagen zeigt, dass Wertpapierverkäufe über die einzelnen Wochentage relativ ähnlich verteilt sind, während bei Wertpapierkäufen ein deutliches Übergewicht hinsichtlich der Häufigkeiten bei Montagen und Dienstagen zu

verzeichnen ist. Obwohl der Effekt auch bei den nicht beratenen privaten Investoren vorhanden ist, liegt er bei den beratenen Privatanlegern insgesamt am deutlichsten vor. So werden 51,0 Prozent aller Wertpapierkäufe beratener privater Kapitalanleger im Untersuchungszeitraum montags oder dienstags durchgeführt, während sich die Anteile an den anderen Wochentagen zwischen 15,9 Prozent (freitags) und 17,1 Prozent (donnerstags) bewegen.

Ein Zusammenhang mit den aus der Behavioral Finance-Forschung bekannten Kalendereffekten wird an dieser Stelle nicht vermutet. Vielmehr wird angenommen, dass die Kundenberater der untersuchten Kreditinstitute bewusst oder unbewusst verstärkt die beiden Tage zu Wochenbeginn einsetzen, um ihre Kunden in Wertpapierangelegenheiten zu beraten bzw. die Selbstentscheider-Kunden bei der Abwicklung der von diesen ggf. nachgefragten Transaktionen zu unterstützen.

Als zentrales Ergebnis dieser Arbeit kann festgehalten werden, dass das Anlageverhalten der untersuchten privaten Kapitalanleger unabhängig von der Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen deutlich verbesserungsfähig ist. Insbesondere im Kontext der Diversifikation von Kapitalanlagen weist die deutliche Mehrzahl der untersuchten Portfolios erhebliche Mängel auf. Im direkten Vergleich der regelmäßig beratenen und regelmäßig nicht durch die analysierten Kreditinstitute beratenen privaten Investoren zeigen sich Vorteile auf Seiten der selbständig handelnden privaten Kapitalanleger. So streuen diese etwa innerhalb der Assetklasse Aktien in der Einzelwerteallokation, der Branchenallokation, der Länderallokation und der Währungsallokation insgesamt breiter und scheinbar auch sinnvoller. Darüber hinaus weisen sie Vorteile bei den ausgewerteten taggleichen Umschichtungsgeschäften von Aktienwerten gegenüber den beratenen Anlegern auf. Die Vorteile auf Seiten der beratenen privaten Investoren liegen im Wesentlichen in einer etwas breiteren Diversifikation auf Assetklassenebene sowie in positiven Effekten, die auf dem höheren Nutzungsgrad von Anlagen in Investmentfonds beruhen und sich vor allem in der modellhaften Untersuchung zur Diversifikation auf Portfolioebene zeigen.

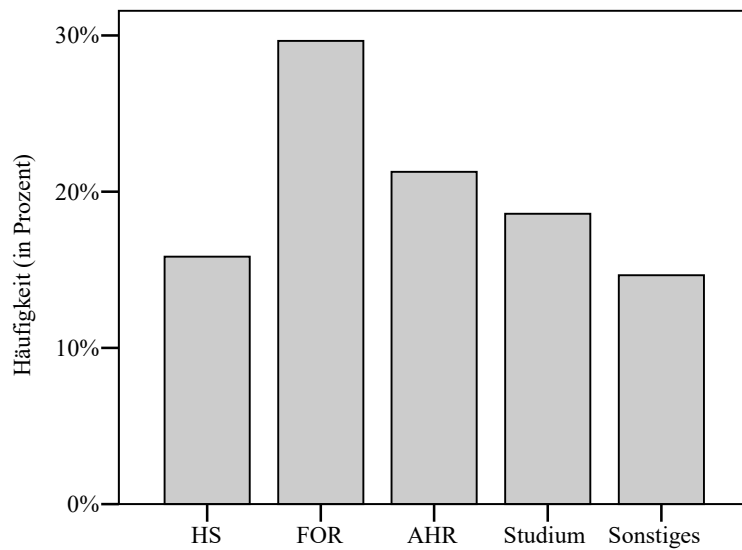
Aus dem Blickwinkel der verhaltensorientierten Finanzierungslehre lässt sich die Heimatmarktneigung, der sog. Home Bias-Effekt, bei den untersuchten privaten Investoren zweifelsfrei nachweisen. Auch der mit noch größerer räumlicher Nähe des Hauptsitzes des im Portfolio enthaltenen Aktienwertes zum Wohnort des privaten Anlegers einhergehende Home Bias at Home-Effekt wurde, besonders bei den beratenen privaten Kapitalanlegern, deutlich nachgewiesen. Daneben existieren an zahlreichen Stellen Anzeichen und Hinweise

für ein Vorliegen von Selbstüberschätzung, dem als Overconfidence Bias bezeichneten Effekt. Obwohl die Vermutung besteht, dass dieser Effekt sowohl bei beratenen als auch bei nicht beratenen Anlegern in möglicherweise unterschiedlichem Umfang an verschiedenen Stellen vorkommt, lässt sich dieser aufgrund des gewählten Forschungsdesigns nicht nachweisen. Gleiches gilt für das möglicherweise vorhandene Herdenverhalten der Kapitalanleger sowie für die vermutete Referenzpunktabhängigkeit und Verlustaversion der untersuchten privaten Kapitalinvestoren als weitere Effekte der Behavioral Finance.

Abschließend bleibt festzuhalten, dass die Beratungsdienstleistungen der untersuchten Banken in den analysierten Bereichen weder für sich betrachtet noch im Vergleich zu den selbständig agierenden privaten Kapitalanlegern erkennbar dazu beitragen, dass die privaten Investoren ihr Anlagekapital erfolgreich und sinnvoll diversifizieren. Im direkten Vergleich zu den selbständig handelnden privaten Investoren hätte man ex ante vermuten können, dass die von den speziell ausgebildeten und geschulten Anlageberatern der Kreditinstitute beratenen privaten Investoren besser bzw. sinnvoller diversifizieren und auch seltener den Anomalien und Irrationalitäten der Behavioral Finance-Theorie unterliegen als die möglicherweise aufgrund der fehlenden Unterstützung durch eine beratende Fachkraft mit weniger oder zumindest im Regelfall nicht mit mehr Finanzwissen versehenen selbständig handelnden Anleger. Das ist jedoch überwiegend nicht der Fall bzw. bleibt auf Effekte, die auf dem höheren Nutzungsgrad von Investmentfonds im Rahmen der Portfolioallokation beruhen, beschränkt. Ob dies nun wiederum an der Qualität der Anlageberatungsdienstleistungen der untersuchten Kreditinstitute liegt oder aber beispielsweise daran, dass die beratenen Investoren sinnvolle Vorschläge der Anlageberater möglicherweise nicht umsetzen bzw. zu restriktive Vorgaben in Hinblick auf die Anlageberatung tätigen, welche eine sinnvolle Diversifikation von vorneherein erschweren oder nicht möglich werden lassen, kann an dieser Stelle nicht beantwortet werden. Dieser Forschungsfrage könnte eine weiterführende Untersuchung nachgehen.

Anhang

A Abbildungen



		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Gültig	Hauptschule (HS)	2.127	7,9	15,8	15,8
	Fachoberschulreife (FOR)	3.982	14,7	29,7	45,5
	Allgemeine Hochschulreife (AHR)	2.856	10,6	21,3	66,8
	Studium	2.495	9,2	18,6	85,4
	Sonstiges	1.966	7,3	14,6	100,0
	Gesamt	13.426	49,6	100,0	
Fehlend	keine Information vorhanden	13.638	50,4		
Gesamt		27.064	100,0		

Abb. 77: Häufigkeiten zum Bildungsstand der Depotinhaber der Datenbasis (inkl. der Position „Sonstiges“)

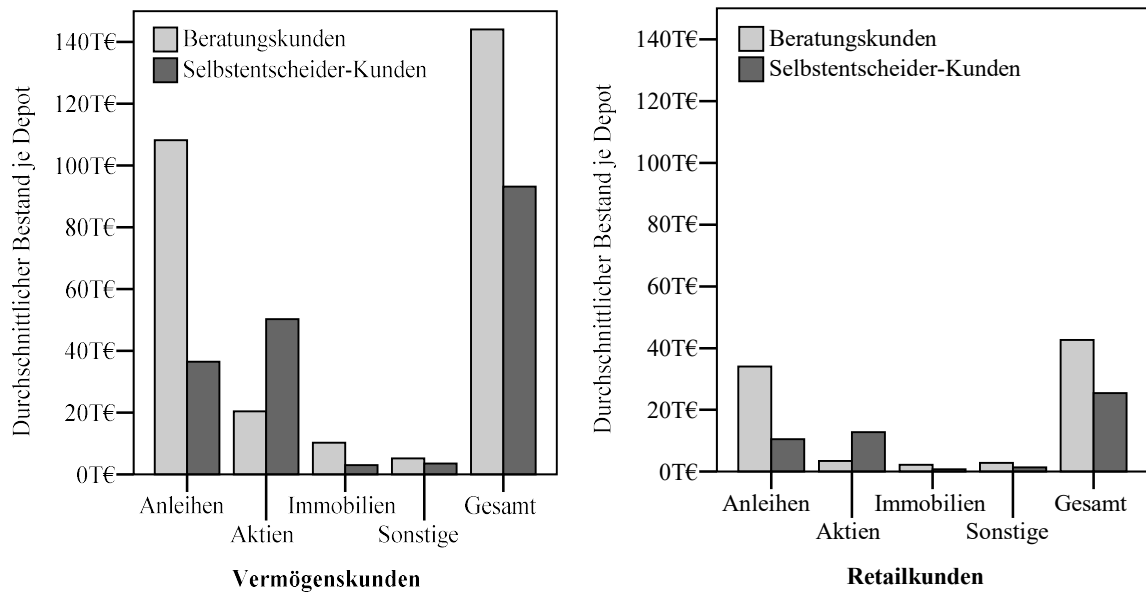


Abb. 78: Durchschnittlicher Depotbestand der verschiedenen Assetklassen je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen¹⁰⁸³

¹⁰⁸³ Die Kreuztabelle zum durchschnittlichen Depotbestand der verschiedenen Assetklassen je Kunden in der Portfolioallokation auf Kundenebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklasse ist in Tabelle 64 im Anhang aufgeführt.

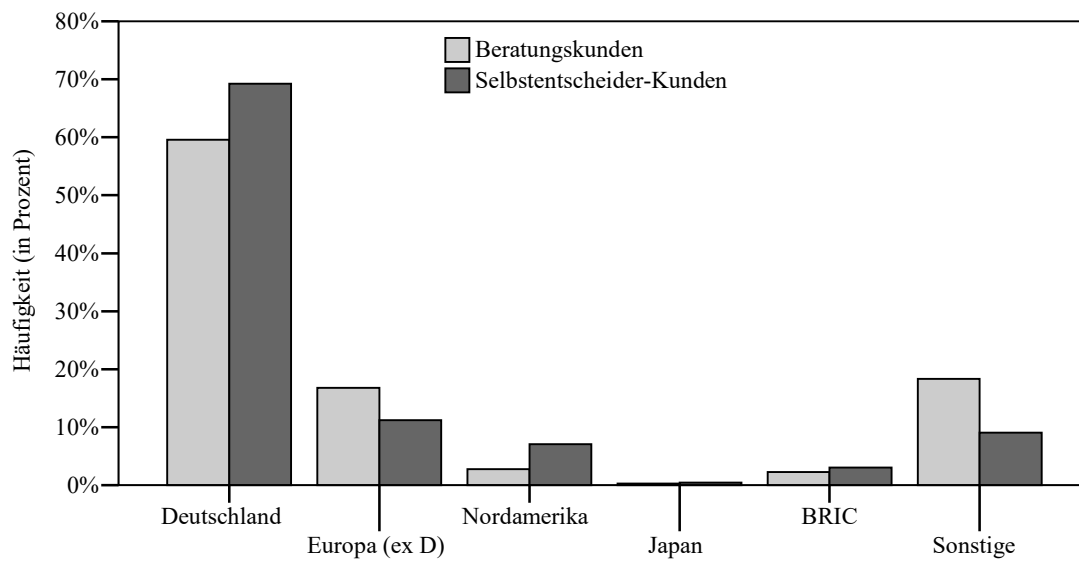


Abb. 79: Durchschnittliche volumengewichtete Anteile der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolioallokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung (unter Einbeziehung von Mischfonds, gemischten Dachfonds sowie Multi-Asset-Fonds)¹⁰⁸⁴

¹⁰⁸⁴ Basis ist die Assetklasse Aktien, in Abbildung über Aktieneinzelwerte und Aktien-Investmentfonds. Hinzugerechnet werden Mischfonds, gemischte Dachfonds sowie Multi-Assetfonds mit einem fiktiven Aktienanteil von 50% und einer fiktiven vollständigen Zuordnung zur Region „Sonstige“. Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der verschiedenen Länder und Regionen an der Portfolioallokation siehe Tabelle 99 im Anhang.

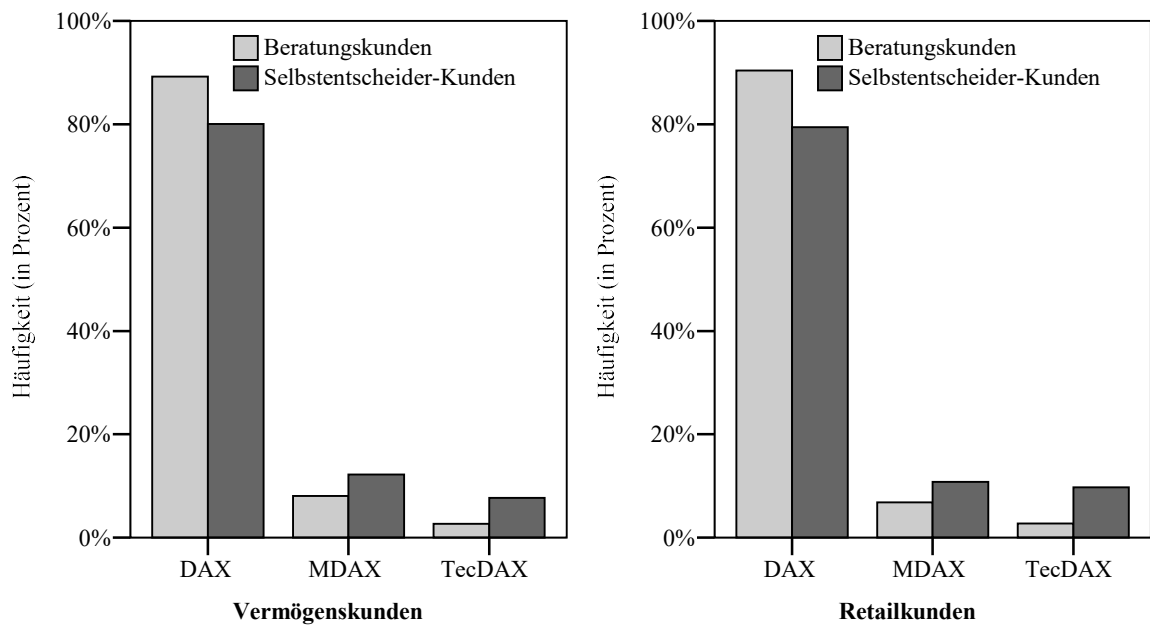


Abb. 80: Durchschnittliche Anteile verschiedener Börsenindices an der Portfolioallokation eines privaten Kapitalanlegers in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen¹⁰⁸⁵

¹⁰⁸⁵ Für die Datenbasis zur Abbildung sowie weitere deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen der verschiedenen Börsenindices an der Portfolioallokation siehe Tabelle 103 im Anhang.

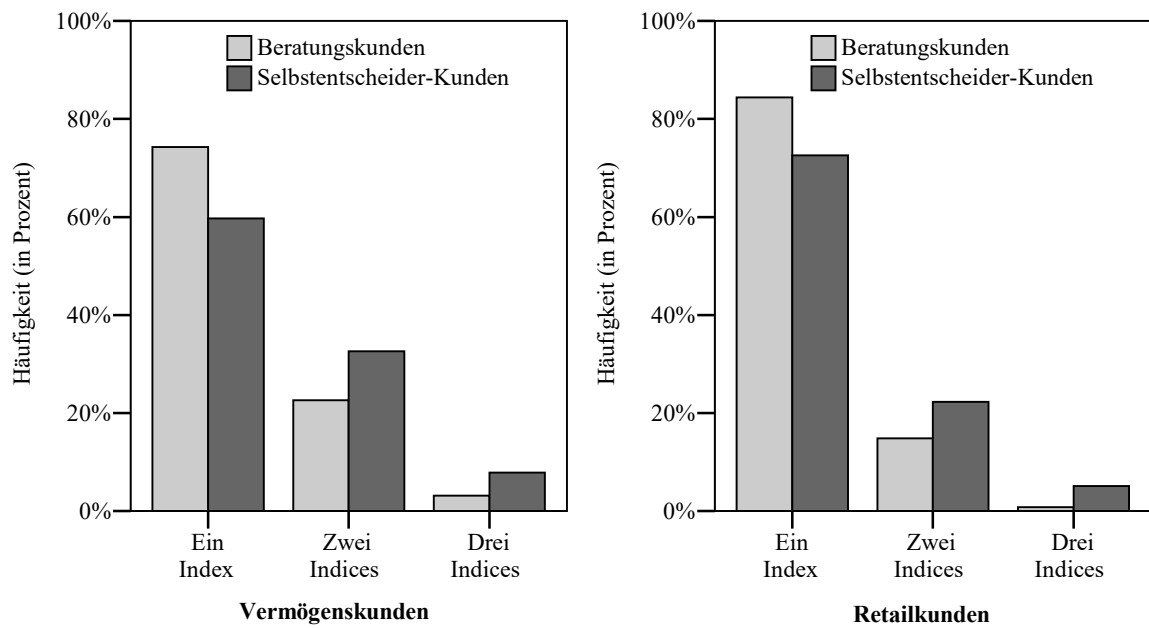


Abb. 81: Häufigkeiten zur Anzahl der in der Portfolioallokation auf Kundenebene berücksichtigten Börsenindices in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen¹⁰⁸⁶

¹⁰⁸⁶ Für die Datenbasis zur Abbildung siehe auch Tabelle 105 im Anhang.

B Tabellen

Merkmal	Informationen zum Merkmal
Bank	Bank A, B oder C
Depotnummer	Depotnummer des Depotinhabers
Depoteröffnung	Datum der Depoteröffnung
Kundenummer	Kundenummer des Depotinhabers
Berater	Jeder Bankberater verfügt über eine eigene Beraternummer
WKN	Wertpapierkennnummer
ISIN	International gültige Wertpapieridentifikationsnummer
Gattungsbezeichnung	Bezeichnung des Wertpapiers
Nominalzins	Sofern bei der individuellen Wertpapiergattung vorhanden
Fälligkeit	Sofern bei der individuellen Wertpapiergattung vorhanden
WP-Währung	Heimatwährung des Wertpapiers
Menge	Anzahl der Wertpapiere im Bestand
Einstandskurs	Erwerbsskurs (ggf. gewichteter Durchschnittserwerbsskurs)
Aktueller Kurs	Schlusskurs per 31.10.2010 ¹⁰⁸⁷
Kurswert	Menge x Aktueller Kurs
WP-Klasse	Aktien, Anleihen, Investmentfonds oder sonstige Wertpapiere
WP-Gruppe	Zuordnung der Wertpapiergattung zu einer von etwa 200 Wertpapiergruppen (Beispiel: „Anleihen des Bundes“)
WP-Art	Zuordnung der Wertpapiergattung zu einer von etwa 300 Wertpapierarten (Beispiel: „Bundesschatzbriefe“)
Branche Emittent	Zuordnung der Wertpapiergattung zu einer von insgesamt 45 verschiedenen Branchen ¹⁰⁸⁸
Länderschlüssel	Zuordnung der Wertpapiergattung zu einem/ einer von insgesamt etwa 250 verschiedenen Ländern, Organisationen oder Regionen ¹⁰⁸⁹

Tab. 34: Merkmale der Depotbestandsdaten bei den Bankdepots

¹⁰⁸⁷ Welcher Börsenplatz hierbei Anwendung findet bzw. nach welcher Systematik dieser ausgewählt wird, ist nicht bekannt.

¹⁰⁸⁸ Die Zuordnung erfolgt nicht bei Anleihen (bspw. Unternehmensanleihen).

¹⁰⁸⁹ Neben Ländern bspw. auch Organisationen und Regionen wie EU, IWF, NATO oder UNESCO.

Merkmal	Informationen zum Merkmal
Bank	Bank A, B oder C
Depotnummer	Depotnummer des Depotinhabers
Depoteröffnung	Datum der Depoteröffnung
Kundennummer	Kundennummer des Depotinhabers
Berater	Jeder Bankberater verfügt über eine eigene Beraternummer
ISIN	International gültige Wertpapieridentifikationsnummer
Gattungsbezeichnung	Bezeichnung des Wertpapiers
Fondsart	Zuordnung zu einer von insgesamt elf Fondsarten
Emittentenkennzeichen	Zuordnung zu einer von insgesamt zwölf Fondsgesellschaften
Menge	Anzahl der Wertpapiere im Bestand
Kurswert	Menge x Aktueller Kurs
Internetkennzeichen	Online-Wertpapierhandel ist für diese Kunden aktiviert
Anredekenzeichen	Geschlecht des Depotinhabers (möglich sind auch Personengemeinschaften wie beispielsweise Eheleute)
Mitarbeiterkennzeichen	Depot eines Mitarbeiters der jeweiligen Banken

Tab. 35: Merkmale der Depotbestandsdaten bei den Fondsdepots

Merkmal	Antwortmöglichkeiten
Durchschnittliche Häufigkeit der Geschäfte	<ul style="list-style-type: none"> • 1 - 10 pro Jahr • 11 - 25 pro Jahr • mehr als 25 pro Jahr
Durchschnittlicher Umfang der Aktiengeschäfte	<ul style="list-style-type: none"> • durchschnittlich unter 3.000 Euro • durchschnittlich 3.000 bis 10.000 Euro • durchschnittlich 10.000 bis 25.000 Euro • durchschnittlich über 25.000 Euro
Risikobereitschaft	<ul style="list-style-type: none"> • konservativ • risikobewusst • spekulativ
Bildungsstand	<ul style="list-style-type: none"> • Hauptschulabschluss • Mittlere Reife • Abitur • Abgeschlossenes Studium • Anderweitige Bildung
Anlagehorizont	<ul style="list-style-type: none"> • unter 3 Jahren • drei bis 5 Jahre • über 5 Jahre
Geld- und Wertpapiervermögen	<ul style="list-style-type: none"> • unter 20.000 Euro • 20.000 bis 50.000 Euro • 50.000 bis 100.000 Euro • über 100.000 Euro
Sonstiges Vermögen	<ul style="list-style-type: none"> • unter 100.000 Euro • 100.000 bis 250.000 Euro • 250.000 bis 500.000 Euro • über 500.000 Euro
Einkommen	<ul style="list-style-type: none"> • unter 1.000 Euro monatlich • 1.000 bis 2.000 Euro monatlich • 2.000 bis 3.000 Euro monatlich • über 3.000 Euro monatlich

Tab. 36: Antwortklassen bzw. Merkmalsausprägungen zu verschiedenen Merkmalen der Kundendaten zu den Wertpapierdepots

	Anzahl der Wertpapierdepots im Untersuchungszeitraum
Gesamt mit Merkmal „Beratungsart“	27.064
Beratungsintensität 100 %	14.484
Beratungsintensität ab 50 % bis unter 100 %	4.530
Beratungsintensität ab 0 % bis unter 50 %	1.959
Beratungsintensität 0 %	6.091

Tab. 37: Anzahl der Wertpapierdepots nach Beratungsanteil über alle Anlageklassen

	Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Gültig	<= 17 Jahre	468	1,7	2,3
	18 bis <= 34 Jahre	1.357	5,0	6,6
	35 bis <= 49 Jahre	3.216	11,9	15,6
	50 bis <= 64 Jahre	5.133	19,0	24,9
	65 bis <= 79 Jahre	7.508	27,7	36,4
	> 80 Jahre	2.922	10,8	14,2
	Gesamt	20.604	76,1	100,0
Fehlend	keine Information vorhanden	6.460	23,9	
Gesamt	27.064	100,0		

	N	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardab- weichung
	Statistik	Statistik	Statistik	Statistik	Standard- fehler Statistik
Alter in vollen Jahren (per 31.10.2010)	20.604	0	103	61,18	,125
Gültige Werte (Listenweise)	20.604				

Tab. 38: Häufigkeiten und deskriptive Statistik zur Altersstruktur der Depotinhaber der Datenbasis

		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Gültig	Hauptschulabschluss (HA)	2.127	7,9	18,6	18,6
	Fachoberschulreife (FOR)	3.982	14,7	34,7	53,3
	Allgemeine Hochschulreife (AHR)	2.856	10,6	24,9	78,2
	Studium	2.495	9,2	21,8	100,0
	Gesamt	11.460	42,3	100,0	
Fehlend	keine Information vorhanden	15.604	57,7		
Gesamt		27.064	100,0		

Tab. 39: Häufigkeiten zum Bildungsstand der Depotinhaber der Datenbasis

		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Gültig	unter 1.000 Euro	1.606	5,9	9,0	9,0
	1.000 bis 2.000 Euro	5.749	21,2	32,0	41,0
	2.000 bis 3.000 Euro	6.318	23,3	35,2	76,2
	über 3.000 Euro	4.267	15,8	23,8	100,0
	Gesamt	17.940	66,3	100,0	
Fehlend	keine Information vorhanden	9.124	33,7		
Gesamt		27.064	100,0		

Tab. 40: Häufigkeiten zum monatlichen Nettoeinkommen (in Euro) der Depotinhaber der Datenbasis

		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Gültig	unter 20.000 Euro	1.663	6,1	9,2	9,2
	20.000 bis 50.000 Euro	3.308	12,2	18,4	27,6
	50.000 bis 100.000 Euro	4.487	16,6	25,0	52,6
	über 100.000 Euro	8.523	31,5	47,4	100,0
	Gesamt	17.981	66,4	100,0	
Fehlend	keine Information vorhanden	9.083	33,6		
Gesamt		27.064	100,0		

Tab. 41: Häufigkeiten zum Geld- und Wertpapiervermögen (in Euro) der Depotinhaber der Datenbasis

		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Gültig	unter 100.000 Euro	7.804	28,8	43,5	43,5
	100.000 bis 250.000 Euro	5.577	20,6	31,1	74,5
	250.000 bis 500.000 Euro	3.630	13,4	20,2	94,8
	über 500.000 Euro	940	3,5	5,2	100,0
	Gesamt	17.951	66,3	100,0	
Fehlend	keine Information vorhanden	9.113	33,7		
Gesamt		27.064	100,0		

Tab. 42: Häufigkeiten zum Sonstigen Vermögen (in Euro) der Depotinhaber der Datenbasis

		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Gültig	unter drei Jahren	2.837	10,5	15,7	15,7
	drei bis fünf Jahre	10.469	38,7	57,9	73,6
	über fünf Jahre	4.761	17,6	26,4	100,0
	Gesamt	18.067	66,8	100,0	
Fehlend	keine Information vorhanden	8.997	33,2		
Gesamt		27.064	100,0		

Tab. 43: Häufigkeiten zum Anlagehorizont der Depotinhaber der Datenbasis

		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Gültig	konservativ	5.020	18,5	27,8	27,8
	risikobewusst	11.317	41,8	62,6	90,4
	spekulativ	1.740	6,4	9,6	100,0
	Gesamt	18.077	66,8	100,0	
Fehlend	keine Information vorhanden	8.987	33,2		
Gesamt		27.064	100,0		

Tab. 44: Häufigkeiten zur Risikobereitschaft der Depotinhaber der Datenbasis

		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Gültig	1 - 10 pro Jahr	12.582	46,5	97,7	97,7
	11 - 25 pro Jahr	246	,9	1,9	99,7
	mehr als 25 pro Jahr	45	,2	,3	100,0
	Gesamt	12.873	47,6	100,0	
Fehlend	keine Information vorhanden	14.191	52,4		
Gesamt		27.064	100,0		

Tab. 45: Häufigkeiten zur durchschnittlichen Anzahl der jährlichen Wertpapiergeschäfte der Depotinhaber der Datenbasis

		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Gültig	unter 3.000 Euro	1.475	5,5	11,5	11,5
	3.000 bis 10.000 Euro	3.990	14,7	31,0	42,5
	10.000 bis 25.000 Euro	4.731	17,5	36,8	79,3
	über 25.000 Euro	2.677	9,9	20,8	100,0
	Gesamt	12.873	47,6	100,0	
Fehlend	keine Information vorhanden	14.191	52,4		
Gesamt		27.064	100,0		

Tab. 46: Häufigkeiten zum durchschnittlichen finanziellen Umfang (in Euro) von Wertpapiergeschäften der Depotinhaber der Datenbasis

		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Gültig	männlich	1.457	5,4	46,1	46,1
	weiblich	1.702	6,3	53,9	100,0
	Gesamt	3.159	11,7	100,0	
Fehlend	keine Information vorhanden	23.905	88,3		
Gesamt		27.064	100,0		

Tab. 47: Häufigkeiten zur Verteilung des Geschlechts der Depotinhaber der Datenbasis

		Beratungskunde	Selbstentscheider- Kunde	Gesamt
Altersklassen				
<= 17 Jahre	Anzahl	317	151	468
	% der Klasse	67,7%	32,3%	100,0%
18 bis <= 34 Jahre	Anzahl	837	520	1.357
	% der Klasse	61,7%	38,3%	100,0%
35 bis <= 49 Jahre	Anzahl	1.822	1.394	3.216
	% der Klasse	56,7%	43,3%	100,0%
50 bis <= 64 Jahre	Anzahl	3.647	1.486	5.133
	% der Klasse	71,1%	28,9%	100,0%
65 bis <= 79 Jahre	Anzahl	6.118	1.390	7.508
	% der Klasse	81,5%	18,5%	100,0%
> 80 Jahre	Anzahl	2.522	400	2.922
	% der Klasse	86,3%	13,7%	100,0%
Gesamt	Anzahl	15.263	5.341	20.604
	% der Klasse	74,1%	25,9%	100,0%
Geschlecht				
männlich	Anzahl	904	553	1.457
	% der Klasse	62,0%	38,0%	100,0%
weiblich	Anzahl	1.360	342	1.702
	% der Klasse	79,9%	20,1%	100,0%
Gesamt	Anzahl	2.264	895	3.159
	% der Klasse	71,7%	28,3%	100,0%
Staatsbürgerschaft				
Deutsche	Anzahl	13.742	4.676	18.418
Staatsbürgerschaft	% der Klasse	74,6%	25,4%	100,0%
keine deutsche	Anzahl	293	158	451
Staatsbürgerschaft	% der Klasse	65,0%	35,0%	100,0%
Gesamt	Anzahl	14.035	4.834	18.869
	% der Klasse	74,4%	25,6%	100,0%

Tab. 48: Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach verschiedenen demographischen Einflussfaktoren

		konservativ	risikobewusst	spekulativ	Gesamt
<= 17 Jahre	Anzahl	138	229	23	390
	% der Klasse	35,4%	58,7%	5,9%	100,0%
18 bis <= 34 Jahre	Anzahl	249	697	151	1.097
	% der Klasse	22,7%	63,5%	13,8%	100,0%
35 bis <= 49 Jahre	Anzahl	481	1.693	456	2.630
	% der Klasse	18,3%	64,4%	17,3%	100,0%
50 bis <= 64 Jahre	Anzahl	1.034	2.920	531	4.485
	% der Klasse	23,1%	65,1%	11,8%	100,0%
65 bis <= 79 Jahre	Anzahl	2.131	4.239	459	6.829
	% der Klasse	31,2%	62,1%	6,7%	100,0%
> 80 Jahre	Anzahl	987	1.539	120	2.646
	% der Klasse	37,3%	58,2%	4,5%	100,0%
Gesamt	Anzahl	5.020	11.317	1.740	18.077
	% der Klasse	27,8%	62,6%	9,6%	100,0%

Chi-Quadrat-Test

	Wert	df	Asymptotische Signifikanz (zweiseitig)
Chi-Quadrat nach Pearson	612,071 ^a	10	,000
Anzahl der gültigen Fälle	18.077		

^a 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5.

Die minimale erwartete Häufigkeit ist 37,54.

Tab. 49: Kreuztabelle zur Risikobereitschaft privater Anleger nach Altersklassen

		Beratungskunde	Selbstentscheider- Kunde	Gesamt
Anlagehorizont				
unter drei Jahren	Anzahl	2.140	697	2.837
	% der Klasse	75,4%	24,6%	100,0%
drei bis fünf Jahre	Anzahl	8.597	1.872	10.469
	% der Klasse	82,1%	17,9%	100,0%
über fünf Jahre	Anzahl	3.209	1.552	4.761
	% der Klasse	67,4%	32,6%	100,0%
Gesamt	Anzahl	13.946	4.121	18.067
	% der Klasse	77,2%	22,8%	100,0%
Risikobereitschaft				
konservativ	Anzahl	4.722	298	5.020
	% der Klasse	94,1%	5,9%	100,0%
risikobewusst	Anzahl	8.568	2.749	11.317
	% der Klasse	75,7%	24,3%	100,0%
spekulativ	Anzahl	655	1.085	1.740
	% der Klasse	37,6%	62,4%	100,0%
Gesamt	Anzahl	13.945	4.132	18.077
	% der Klasse	77,1%	22,9%	100,0%
Häufigkeit von WP-Geschäften				
1 - 10 pro Jahr	Anzahl	9.557	3.025	12.582
	% der Klasse	76,0%	24,0%	100,0%
11 - 25 pro Jahr	Anzahl	128	118	246
	% der Klasse	52,0%	48,0%	100,0%
mehr als 25 pro Jahr	Anzahl	18	27	45
	% der Klasse	40,0%	60,0%	100,0%
Gesamt	Anzahl	9.703	3.170	12.873
	% der Klasse	75,4%	24,6%	100,0%
Finanzieller Umfang von WP-Geschäften				
durchschnittlich unter 3.000 Euro	Anzahl	473	1.002	1.475
	% der Klasse	32,1%	67,9%	100,0%
durchschnittlich 3.000 bis 10.000 Euro	Anzahl	2.719	1.271	3.990
	% der Klasse	68,1%	31,9%	100,0%
durchschnittlich 10.000 bis 25.000 Euro	Anzahl	4.116	615	4.731
	% der Klasse	87,0%	13,0%	100,0%
durchschnittlich über 25.000 Euro	Anzahl	2.395	282	2.677
	% der Klasse	89,5%	10,5%	100,0%
Gesamt	Anzahl	9.703	3.170	12.873
	% der Klasse	75,4%	24,6%	100,0%

Tab. 50: Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach verschiedenen psychographischen und verhaltensbasierten Einflussfaktoren

		konservativ	risikobewusst	spekulativ	Gesamt
Hauptschulabschluss	Anzahl	806	1.168	142	2.116
	% der Klasse	38,1%	55,2%	6,7%	100,0%
Fachoberschulreife	Anzahl	1.048	2.525	395	3.968
	% der Klasse	26,4%	63,6%	10,0%	100,0%
Allgemeine Hochschulreife	Anzahl	517	1.904	418	2.839
	% der Klasse	18,2%	67,1%	14,7%	100,0%
Abgeschlossenes Studium	Anzahl	445	1.693	335	2.473
	% der Klasse	18,0%	68,5%	13,5%	100,0%
Gesamt	Anzahl	2.816	7.290	1.290	11.396
	% der Klasse	24,7%	64,0%	11,3%	100,0%

Chi-Quadrat-Test

	Wert	df	Asymptotische Signifikanz (zweiseitig)
Chi-Quadrat nach Pearson	375,328	6	,000
Anzahl der gültigen Fälle	11.396		

^a 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5.

Die minimale erwartete Häufigkeit ist 239,53.

Tab. 51: Kreuztabelle zur Risikobereitschaft privater Anleger nach dem Bildungsabschluss

		Beratungskunde	Selbstentscheider- Kunde	Gesamt
Bildungsstand				
Hauptschulabschluss	Anzahl	1.730	397	2.127
	% der Klasse	81,3%	18,7%	100,0%
Fachoberschulreife	Anzahl	2.988	994	3.982
	% der Klasse	75,0%	25,0%	100,0%
Allgemeine Hochschulreife	Anzahl	1.970	886	2.856
	% der Klasse	69,0%	31,0%	100,0%
Studium	Anzahl	1.823	672	2.495
	% der Klasse	73,1%	26,9%	100,0%
Gesamt	Anzahl	8.511	2.949	11.460
	% der Klasse	74,3%	25,7%	100,0%
Monatliches Nettoeinkommen				
unter 1.000 Euro	Anzahl	1.173	433	1.606
	% der Klasse	73,0%	27,0%	100,0%
1.000 bis 2.000 Euro	Anzahl	4.558	1.191	5.749
	% der Klasse	79,3%	20,7%	100,0%
2.000 bis 3.000 Euro	Anzahl	4.975	1.343	6.318
	% der Klasse	78,7%	21,3%	100,0%
über 3.000 Euro	Anzahl	3.209	1.058	4.267
	% der Klasse	75,2%	24,8%	100,0%
Gesamt	Anzahl	13.915	4.025	17.940
	% der Klasse	77,6%	22,4%	100,0%
Liquides Vermögen				
unter 20.000 Euro	Anzahl	737	926	1.663
	% der Klasse	44,3%	55,7%	100,0%
20.000 bis 50.000 Euro	Anzahl	2.324	984	3.308
	% der Klasse	70,3%	29,7%	100,0%
50.000 bis 100.000 Euro	Anzahl	3.569	918	4.487
	% der Klasse	79,5%	20,5%	100,0%
über 100.000 Euro	Anzahl	7.300	1.223	8.523
	% der Klasse	85,7%	14,3%	100,0%
Gesamt	Anzahl	13.930	4.051	17.981
	% der Klasse	77,5%	22,5%	100,0%
Sonstiges Vermögen				
unter 100.000 Euro	Anzahl	5.946	1.858	7.804
	% der Klasse	76,2%	23,8%	100,0%
100.000 bis 250.000 Euro	Anzahl	4.397	1.180	5.577
	% der Klasse	78,8%	21,2%	100,0%
250.000 bis 500.000 Euro	Anzahl	2.844	786	3.630
	% der Klasse	78,3%	21,7%	100,0%
über 500.000 Euro	Anzahl	735	205	940
	% der Klasse	78,2%	21,8%	100,0%
Gesamt	Anzahl	13.922	4.029	17.951
	% der Klasse	77,6%	22,4%	100,0%

Tab. 52: Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach verschiedenen sozioökonomischen Einflussfaktoren

		unter 1.000 Euro	1.000 bis 2.000 Euro	2.000 bis 3.000 Euro	über 3.000 Euro	Gesamt
Hauptschulabschluss	Anzahl	185	1.159	587	179	2.110
	% der Klasse	8,8%	54,9%	27,8%	8,5%	100,0%
Fachoberschulreife	Anzahl	359	1.635	1.347	606	3.947
	% der Klasse	9,1%	41,4%	34,1%	15,4%	100,0%
Allgemeine Hochschulreife	Anzahl	374	790	988	667	2.819
	% der Klasse	13,3%	28,0%	35,0%	23,7%	100,0%
Abgeschlossenes Studium	Anzahl	78	339	908	1.130	2.455
	% der Klasse	3,2%	13,8%	37,0%	46,0%	100,0%
Gesamt	Anzahl	996	3.923	3.830	2.582	11.331
	% der Klasse	8,8%	34,6%	33,8%	22,8%	100,0%

Chi-Quadrat-Test

	Wert	df	Asymptotische Signifikanz (zweiseitig)
Chi-Quadrat nach Pearson	1.698,555	9	,000
Anzahl der gültigen Fälle	11.331		

- a. 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5.
Die minimale erwartete Häufigkeit ist 185,47.

Tab. 53: Kreuztabelle zum monatlichen Nettoeinkommen privater Anleger nach Bildungsabschluss

		unter 20.000 Euro	20.000 bis 50.000 Euro	50.000 bis 100.000 Euro	über 100.000 Euro	Gesamt
unter 1.000 Euro	Anzahl	526	509	320	250	1.605
	% der Klasse	32,8%	31,7%	19,9%	15,6%	100,0%
1.000 bis 2.000 Euro	Anzahl	677	1.431	1.703	1.934	5.745
	% der Klasse	11,8%	24,9%	29,6%	33,7%	100,0%
2.000 bis 3.000 Euro	Anzahl	332	973	1.707	3.300	6.312
	% der Klasse	5,3%	15,4%	27,0%	52,3%	100,0%
über 3.000 Euro	Anzahl	115	385	746	3.014	4.260
	% der Klasse	2,7%	9,0%	17,5%	70,8%	100,0%
Gesamt	Anzahl	1.650	3.298	4.476	8.498	17.922
	% der Klasse	9,2%	18,4%	25,0%	47,4%	100,0%

Chi-Quadrat-Test

	Wert	df	Asymptotische Signifikanz (zweiseitig)
Chi-Quadrat nach Pearson	3.097,934	9	,000
Anzahl der gültigen Fälle	17.922		

^a 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5.

Die minimale erwartete Häufigkeit ist 147,77.

Tab. 54: Kreuztabelle zum Geld- und Wertpapiervermögen privater Anleger nach monatlichem Nettoeinkommen

		konservativ	risikobewusst	spekulativ	Gesamt
unter 20.000 Euro	Anzahl	383	969	304	1.656
	% der Klasse	23,1%	58,5%	18,4%	100,0%
20.000 bis 50.000 Euro	Anzahl	1.117	1.855	333	3.305
	% der Klasse	33,8%	56,1%	10,1%	100,0%
50.000 bis 100.000 Euro	Anzahl	1.415	2.707	361	4.483
	% der Klasse	31,6%	60,4%	8,1%	100,0%
über 100.000 Euro	Anzahl	2.090	5.714	715	8.519
	% der Klasse	24,5%	67,1%	8,4%	100,0%
Gesamt	Anzahl	5.005	11.245	1.713	17.963
	% der Klasse	27,9%	62,6%	9,5%	100,0%

Chi-Quadrat-Test

	Wert	df	Asymptotische Signifikanz (zweiseitig)
Chi-Quadrat nach Pearson	326,474	6	,000
Anzahl der gültigen Fälle	17.963		

^a 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5.
Die minimale erwartete Häufigkeit ist 157,92.

Tab. 55: Kreuztabelle zur Risikobereitschaft privater Anleger nach Geld- und Wertpapiervermögen

		Beratungskunde	Selbstentscheider- Kunde	Gesamt
Vermögenskunden	Anzahl	9.869	2.904	12.773
	% der Klasse	77,3%	22,7%	100,0%
Retailkunden	Anzahl	9.145	5.146	14.291
	% der Klasse	64,0%	36,0%	100,0%
Gesamt	Anzahl	19.014	8.050	27.064
	% der Klasse	70,3%	29,7%	100,0%

Tab. 56: Kreuztabelle zur Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklasse

		Häu- figkeit	Parameterkodierung			
			(1)	(2)	(3)	(4)
Bildungsstand	Hauptschulabschluss	282	,000	,000	,000	,000
	Fachoberschulreife	661	1,000	,000	,000	,000
	Allgemeine Hochschulreife	576	,000	1,000	,000	,000
	Studium	422	,000	,000	1,000	,000
	Sonstiges	222	,000	,000	,000	1,000
Finanzieller Umfang von WP-Geschäften	durchschnittlich unter 3.000 Euro	375	,000	,000	,000	
	durchschnittlich 3.000 bis 10.000 Euro	808	1,000	,000	,000	
	durchschnittlich 10.000 bis 25.000 Euro	674	,000	1,000	,000	
	durchschnittlich über 25.000 Euro	306	,000	,000	1,000	
Monatliches Netto- einkommen	unter 1.000 Euro	169	,000	,000	,000	
	1.000 bis 2.000 Euro	852	1,000	,000	,000	
	2.000 bis 3.000 Euro	736	,000	1,000	,000	
	über 3.000 Euro	406	,000	,000	1,000	
Liquides Vermögen	unter 20.000 Euro	223	,000	,000	,000	
	20.000 bis 50.000 Euro	416	1,000	,000	,000	
	50.000 bis 100.000 Euro	572	,000	1,000	,000	
	über 100.000 Euro	952	,000	,000	1,000	
Sonstiges Vermögen	unter 100.000 Euro	1.049	,000	,000	,000	
	100.000 bis 250.000 Euro	697	1,000	,000	,000	
	250.000 bis 500.000 Euro	338	,000	1,000	,000	
	über 500.000 Euro	79	,000	,000	1,000	
Anlagehorizont	unter drei Jahren	210	,000	,000		
	drei bis fünf Jahre	1.157	1,000	,000		
	über fünf Jahre	796	,000	1,000		
Risikobereitschaft	konservativ	237	,000	,000		
	risikobewusst	1.662	1,000	,000		
	spekulativ	264	,000	1,000		
Häufigkeit von WP- Geschäften	1 - 10 pro Jahr	2.095	,000	,000		
	11 - 25 pro Jahr	62	1,000	,000		
	mehr als 25 pro Jahr	6	,000	1,000		
Geschlecht	männlich	969	,000			
	weiblich	1.194	1,000			
Staatsbürgerschaft	Deutsche Staatsbürgerschaft	2.113	,000			
	Keine deutsche Staatsbürgerschaft	50	1,000			
Kundenklasse	Vermögenskunden	1.057	,000			
	Retailkunden	1.106	1,000			

Tab. 57: Kodierungen der kategorialen Variablen im Gesamtmodell inkl. des Merkmals Geschlecht

Merkmalsausprägung	Regressions- koeffizient β	Standard- fehler	Wald	df	Sig.	Exp (β)	
Alter	in Jahren	,011	,005	5,246	1	,022	1,011
Geschlecht	männlich	Ref.					
	weiblich	,666	,125	28,193	1	,000	1,947
Staatsangehörigkeit	Deutsche Staatsangehörigkeit keine dt. Staatsbürgerschaft	Ref. -,120	,353	,116	1	,733	,887
Anlagehorizont	unter drei Jahren	Ref.		,599	2	,741	
	drei bis fünf Jahre	,159	,211	,570	1	,450	1,173
	über fünf Jahre	,114	,216	,277	1	,599	1,121
Risikobereitschaft	konservativ	Ref.		112,717	2	,000	
	risikobewusst	-1,300	,294	19,531	1	,000	,273
	spekulativ	-2,796	,323	74,898	1	,000	,061
Häufigkeit von WP-Geschäften	1 - 10 pro Jahr	Ref.		1,578	2	,454	
	11 - 25 pro Jahr	,368	,321	1,307	1	,253	1,444
	mehr als 25 pro Jahr	-,575	1,136	,256	1	,613	,563
Finanzieller Umfang von WP-Geschäften	durchs. unter 3.000 Euro	Ref.		87,569	3	,000	
	durchs. 3.000 bis 10.000 Euro	1,095	,161	46,241	1	,000	2,988
	durchs. 10.000 bis 25.000 Euro	1,815	,206	77,599	1	,000	6,141
	durchs. über 25.000 Euro	1,976	,280	49,619	1	,000	7,213
Bildungsstand	Hauptschulabschluss	Ref.		4,231	4	,376	
	Fachoberschulreife	-,249	,214	1,350	1	,245	,779
	Allgemeine Hochschulreife	-,185	,229	,653	1	,419	,831
	Studium	-,172	,241	,509	1	,476	,842
	Sonstiges	,224	,288	,607	1	,436	1,251
Monatliches Nettoeinkommen	unter 1.000 Euro	Ref.		12,744	3	,005	
	1.000 bis 2.000 Euro	-,542	,240	5,099	1	,024	,582
	2.000 bis 3.000 Euro	-,144	,254	,321	1	,571	,866
	über 3.000 Euro	-,565	,282	4,031	1	,045	,568
Liquides Vermögen	unter 20.000 Euro	Ref.		34,224	3	,000	
	20.000 bis 50.000 Euro	,773	,206	14,116	1	,000	2,166
	50.000 bis 100.000 Euro	1,086	,218	24,915	1	,000	2,961
	über 100.000 Euro	1,416	,248	32,626	1	,000	4,121
Sonstiges Vermögen	unter 100.000 Euro	Ref.		11,092	3	,011	
	100.000 bis 250.000 Euro	-,418	,147	8,122	1	,004	,658
	250.000 bis 500.000 Euro	-,540	,199	7,362	1	,007	,583
	über 500.000 Euro	-,549	,385	2,030	1	,154	,578
Kundenklasse	Vermögenskunden Retailkunden	Ref. -,297	,132	5,036	1	,025	,743
Konstante		,204	,498	,168	1	,682	1,226

Variablen in der Gleichung (Nullmodell)							
	Regressionskoeffizient β	Standardfehler	Wald	df	Sig.	Exp(B)	
Schritt 0	Konstante	1,018	,049	437,191	1	,000	2,768

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Omnibus-Tests der Modellkoeffizienten Gesamtmodell

	Chi-Quadrat	df	Sig.
Schritt	677,977	26	,000
Block	677,977	26	,000
Modell	677,977	26	,000

Modellzusammenfassung

Schritt	-2 Log-Likelihood	Cox & Snell R-Quadrat	Nagelkerkes R-Quadrat
1	1.825,053	,269	,392

Klassifizierungstabelle zum Nullmodell

		Vorhergesagt		Prozentsatz der Richtigen
		Inanspruchnahme von Anlageberatung		
Beobachtet		Selbstentscheider-Kunde	Beratungskunde	
	Inanspruchnahme von Anlageberatung	Selbstentscheider-Kunde	0	574
Beratungskunde		0	1.589	100,0
Gesamtprozentsatz				73,5

Hinweis: Konstante in das Modell einbezogen. Der Trennwert lautet ,500.

Klassifizierungstabelle zum Gesamtmodell

		Vorhergesagt		Prozentsatz der Richtigen
		Inanspruchnahme von Anlageberatung		
Beobachtet		Selbstentscheider-Kunde	Beratungskunde	
	Inanspruchnahme von Anlageberatung	Selbstentscheider-Kunde	290	284
Beratungskunde		102	1.487	93,6
Gesamtprozentsatz				82,2

Hinweis: Der Trennwert lautet ,500.

Tab. 58: Logit-Modell zur Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen inkl. des Merkmals Geschlecht

		Häu- figkeit	Parameterkodierung			
			(1)	(2)	(3)	(4)
Bildungsstand	Hauptschulabschluss	1.748	,000	,000	,000	,000
	Fachoberschulreife	3.308	1,000	,000	,000	,000
	Allgemeine Hochschulreife	2.357	,000	1,000	,000	,000
	Studium	2.088	,000	,000	1,000	,000
	Sonstiges	1.463	,000	,000	,000	1,000
Finanzieller Umfang von WP-Geschäften	durchschnittlich unter 3.000 Euro	1.294	,000	,000	,000	
	durchschnittlich 3.000 bis 10.000 Euro	3.414	1,000	,000	,000	
	durchschnittlich 10.000 bis 25.000 Euro	4.040	,000	1,000	,000	
	durchschnittlich über 25.000 Euro	2.216	,000	,000	1,000	
Monatliches Netto- einkommen	unter 1.000 Euro	935	,000	,000	,000	
	1.000 bis 2.000 Euro	4.104	1,000	,000	,000	
	2.000 bis 3.000 Euro	3.700	,000	1,000	,000	
	über 3.000 Euro	2.225	,000	,000	1,000	
Liquides Vermögen	unter 20.000 Euro	1.025	,000	,000	,000	
	20.000 bis 50.000 Euro	2.040	1,000	,000	,000	
	50.000 bis 100.000 Euro	2.771	,000	1,000	,000	
	über 100.000 Euro	5.128	,000	,000	1,000	
Sonstiges Vermögen	unter 100.000 Euro	5.059	,000	,000	,000	
	100.000 bis 250.000 Euro	3.402	1,000	,000	,000	
	250.000 bis 500.000 Euro	1.975	,000	1,000	,000	
	über 500.000 Euro	528	,000	,000	1,000	
Anlagehorizont	unter drei Jahren	1.628	,000	,000		
	drei bis fünf Jahre	6.338	1,000	,000		
	über fünf Jahre	2.998	,000	1,000		
Risikobereitschaft	konservativ	2.661	,000	,000		
	risikobewusst	7.141	1,000	,000		
	spekulativ	1.162	,000	1,000		
Häufigkeit von WP- Geschäften	1 - 10 pro Jahr	10.712	,000	,000		
	11 - 25 pro Jahr	214	1,000	,000		
	mehr als 25 pro Jahr	38	,000	1,000		
Staatsbürgerschaft	Deutsche Staatsbürgerschaft	10.708	,000			
	Keine deutsche Staatsbürgerschaft	256	1,000			
Kundenklasse	Vermögenskunden	6.022	,000			
	Retailkunden	4.942	1,000			

Tab. 59: Kodierungen der kategorialen Variablen im Gesamtmodell

Merkmal	Merkmalsausprägung	Regressions- koeffizient β	Standard- fehler	Wald	df	Sig.	Exp (β)
Alter	in Jahren	,008	,002	17,804	1	,000	1,008
Staatsangehörigkeit	Deutsche Staatsbürgerschaft keine dt. Staatsbürgerschaft	Ref. -,241	,166	2,092	1	,148	,786
Anlagehorizont	unter drei Jahren drei bis fünf Jahre über fünf Jahre	Ref. ,506 ,163	,079 ,085	57,380 40,577 3,707	2 1 1	,000 ,000 ,050	1,658 1,177
Risikobereitschaft	konservativ risikobewusst spekulativ	Ref. -1,287 -2,684	,089 ,109	625,559 210,535 603,475	2 1 1	,000 ,000 ,000	,276 ,068
Häufigkeit von WP-Geschäften	1 - 10 pro Jahr 11 - 25 pro Jahr mehr als 25 pro Jahr	Ref. -,166 -1,383	,168 ,409	12,310 ,977 11,422	2 1 1	,002 ,323 ,001	,847 ,251
Finanzieller Umfang von WP-Geschäften	durchs. unter 3.000 Euro durchs. 3.000 bis 10.000 Euro durchs. 10.000 bis 25.000 Euro durchs. über 25.000 Euro	Ref. ,952 1,674 1,942	,081 ,093 ,116	384,342 137,204 322,576 281,983	3 1 1 1	,000 ,000 ,000 ,000	2,590 5,335 6,972
Bildungsstand	Hauptschulabschluss Fachoberschulreife Allgemeine Hochschulreife Studium Sonstiges	Ref. -,167 -,073 ,023 ,024	,088 ,098 ,102 ,110	8,598 3,552 ,560 ,051 ,048	4 1 1 1 1	,072 ,059 ,454 ,821 ,826	,846 ,929 1,023 1,024
Monatliches Nettoeinkommen	unter 1.000 Euro 1.000 bis 2.000 Euro 2.000 bis 3.000 Euro über 3.000 Euro	Ref. -,041 -,309 -,649	,103 ,107 ,121	50,295 ,158 8,394 28,879	3 1 1 1	,000 ,691 ,004 ,000	,960 ,734 ,523
Liquides Vermögen	unter 20.000 Euro 20.000 bis 50.000 Euro 50.000 bis 100.000 Euro über 100.000 Euro	Ref. ,737 1,072 1,446	,096 ,101 ,112	171,825 58,852 111,886 165,946	3 1 1 1	,000 ,000 ,000 ,000	2,090 2,922 4,248
Sonstiges Vermögen	unter 100.000 Euro 100.000 bis 250.000 Euro 250.000 bis 500.000 Euro über 500.000 Euro	Ref. -,191 -,304 -,403	,066 ,084 ,141	17,205 8,334 12,938 8,214	3 1 1 1	,001 ,004 ,000 ,004	,827 ,738 ,668
Kundenklasse	Vermögenskunde Retailkunden	Ref. -,327	,060	29,788	1	,000	,721
Konstante		,006	,192	,001	1	,974	,994

Variablen in der Gleichung (Nullmodell)

	Regressionskoeffizient β	Standardfehler	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Schritt 0 Konstante	1,117	,022	2.540,299	1	,000	3,055

Omnibus-Tests der Modellkoeffizienten Gesamtmodell

	Chi-Quadrat	df	Sig.
Schritt	3.208,206	25	,000
Block	3.208,206	25	,000
Modell	3.208,206	25	,000

Tab. 60: Logit-Modell zur Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen

		Häufigkeit	Parameterkodierung		
			(1)	(2)	(3)
Finanzieller Umfang von WP-Geschäften	durchschnittlich unter 3.000 Euro	1.294	,000	,000	,000
	durchschnittlich 3.000 bis 10.000 Euro	3.414	1,000	,000	,000
	durchschnittlich 10.000 bis 25.000 Euro	4.040	,000	1,000	,000
	durchschnittlich über 25.000 Euro	2.216	,000	,000	1,000
Liquides Vermögen	unter 20.000 Euro	1.025	,000	,000	,000
	20.000 bis 50.000 Euro	2.040	1,000	,000	,000
	50.000 bis 100.000 Euro	2.771	,000	1,000	,000
	über 100.000 Euro	5.128	,000	,000	1,000
Sonstiges Vermögen	unter 100.000 Euro	5.059	,000	,000	,000
	100.000 bis 250.000 Euro	3.402	1,000	,000	,000
	250.000 bis 500.000 Euro	1.975	,000	1,000	,000
	über 500.000 Euro	528	,000	,000	1,000
Anlagehorizont	unter drei Jahren	1.628	,000	,000	
	drei bis fünf Jahre	6.338	1,000	,000	
	über fünf Jahre	2.998	,000	1,000	
Risikobereitschaft	konservativ	2.661	,000	,000	
	risikobewusst	7.141	1,000	,000	
	spekulativ	1.162	,000	1,000	
Monatliches Nettoeinkommen (modifiziert)	unter 2.000 Euro	5.039	,000	,000	
	2.000 bis 3.000 Euro	3.700	1,000	,000	
	über 3.000 Euro	2.225	,000	1,000	
Häufigkeit von WP-Geschäften (modifiziert)	1 - 25 pro Jahr	10.926	,000		
	mehr als 25 pro Jahr	38	1,000		
Kundenklasse	Vermögenskunden	6.022	,000		
	Retailkunden	4.942	1,000		

Tab. 61: Kodierungen der kategorialen Variablen im modifizierten Modell

Merkmal	Merkmalsausprägung	Regressionsko- effizient β	Standard- fehler	Wald	df	Sig.	Exp (β)
Alter	in Jahren	,008	,002	23,028	1	,000	1,008
Anlagehorizont	unter drei Jahren			56,836	2	,000	
	drei bis fünf Jahre	,508	,079	41,200	1	,000	1,662
	über fünf Jahre	,173	,084	4,215	1	,040	1,189
Risikobereit- schaft	konservativ			641,102	2	,000	
	risikobewusst	-1,297	,088	214,978	1	,000	,273
	spekulativ	-2,703	,109	618,263	1	,000	,067
Häufigkeit von WP-Geschäften (modifiziert)	mehr als 25 pro Jahr	-1,400	,410	11,677	1	,001	,247
Finanzieller Umfang von WP-Geschäften	durchs. unter 3.000 Euro			395,384	3	,000	
	durchs. 3.000 bis 10.000 Euro	,957	,081	140,499	1	,000	2,604
	durchs. 10.000 bis 25.000 Euro	1,690	,093	332,650	1	,000	5,418
	durchs. über 25.000 Euro	1,954	,115	288,026	1	,000	7,060
Monatliches Nettoeinkom- men (modifi- ziert)	unter 2.000 Euro			49,522	2	,000	
	2.000 bis 3.000 Euro	-,270	,065	17,130	1	,000	,763
	über 3.000 Euro	-,585	,084	48,558	1	,000	,557
Liquides Vermögen	unter 20.000 Euro			172,445	3	,000	
	20.000 bis 50.000 Euro	,731	,096	58,344	1	,000	2,077
	50.000 bis 100.000 Euro	1,070	,101	112,585	1	,000	2,915
	über 100.000 Euro	1,441	,112	166,148	1	,000	4,223
Sonstiges Vermögen	unter 100.000 Euro			18,123	3	,000	
	100.000 bis 250.000 Euro	-,196	,066	8,872	1	,003	,822
	250.000 bis 500.000 Euro	-,309	,084	13,498	1	,000	,734
	über 500.000 Euro	-,414	,141	8,686	1	,003	,661
Kundenklasse	Retailkunden	-,329	,059	30,851	1	,000	,719
Konstante		,123	,160	,596	1	,440	,884

Variablen in der Gleichung (Nullmodell)

		Regressionskoeffizient β	Standardfehler	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Schritt 0	Konstante	1,117	,022	2.540,299	1	,000	3,055

Omnibus-Tests der Modellkoeffizienten Gesamtmodell

	Chi-Quadrat	df	Sig.
Schritt	3.196,352	18	,000
Block	3.196,352	18	,000
Modell	3.196,352	18	,000

Tab. 62: Modifiziertes Logit-Modell zur Inanspruchnahme von Anlageberatungsdienstleistungen

		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige	Gesamt	
Beratungs- kunden	N Gültig	14.568	14.568	14.568	14.568	14.568	
	Fehlend	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	77.069,2684	13.299,6755	6.892,9330	4.215,2747	101.477,1516	
	Median	33.206,3000	,0000	,0000	,0000	47.552,9350	
	Standardabweichung	203.805,7190	80.479,2984	29.739,6974	76.516,3946	262.309,1604	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,05	
	Maximum	9.387.979,00	5.088.040,19	1.040.099,49	9.092.324,15	10.819.143,55	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	8.100,4230
		20	8.818,2000	,0000	,0000	,0000	14.830,5000
		25	10.290,0000	,0000	,0000	,0000	19.343,8200
		30	15.000,0000	,0000	,0000	,0000	22.236,5170
		40	22.233,0360	,0000	,0000	,0000	32.440,9440
		50	33.206,3000	,0000	,0000	,0000	47.552,9350
		60	49.645,0000	,0000	,0000	,0000	64.187,1680
		70	69.175,8400	2.559,5440	,0000	,0000	90.907,4380
75		83.834,8425	5.012,3700	,0000	,0000	108.128,2275	
80		102.096,3200	8.662,7380	,0000	1.710,7660	133.500,4400	
90	172.561,3100	25.941,7960	19.181,3600	10.248,6760	219.258,3140		
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	5.027	5.027	5.027	5.027	5.027	
	Fehlend	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	21.812,4978	29.078,9162	1.719,0978	2.329,5844	54.940,0962	
	Median	,0000	5.686,4800	,0000	,0000	15.292,2500	
	Standardabweichung	79.991,1496	103.670,2529	14.207,7064	26.725,9518	147.895,8319	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,10	
	Maximum	1.785.034,90	3.817.784,55	705.355,39	1.462.856,60	3.817.784,55	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	1.284,5500
		20	,0000	3.1320	,0000	,0000	3.234,5260
		25	,0000	395,9200	,0000	,0000	4.622,0100
		30	,0000	1.069,6160	,0000	,0000	6.001,3820
		40	,0000	3.039,8320	,0000	,0000	9.986,5920
		50	,0000	5.686,4800	,0000	,0000	15.292,2500
		60	1.235,0000	9.904,9000	,0000	,0000	23.626,9860
		70	5.995,5300	16.933,1420	,0000	,0000	37.503,5400
75		10.437,1900	22.063,1700	,0000	,0000	48.416,2300	
80		18.344,8000	30.614,6880	,0000	,0000	64.591,1360	
90	50.341,2000	69.513,6900	,0000	4.658,5200	132.466,8060		

Tab. 63: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Depotbeständen der verschiedenen Assetklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige	Gesamt	
Beratungs- kunden	N Gültig	8.453	8.453	8.453	8.453	8.453	
	Fehlend	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	108.160,9285	20.415,4383	10.269,0378	5.206,7888	144.052,1934	
	Median	53.087,2000	,0000	,0000	,0000	74.249,3200	
	Standardabweichung	259.943,4639	104.215,9526	37.633,5100	100.160,9831	334.439,9961	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,05	
	Maximum	9.387.979,00	5.088.040,19	1.040.099,49	9.092.324,15	10.819.143,55	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	12.180,0000
		20	11.984,0000	,0000	,0000	,0000	24.413,9200
		25	19.274,1200	,0000	,0000	,0000	30.750,4250
		30	23.466,2400	,0000	,0000	,0000	38.940,8760
		40	37.605,4880	,0000	,0000	,0000	54.712,2960
		50	53.087,2000	,0000	,0000	,0000	74.249,3200
		60	74.476,4600	1.521,0280	,0000	,0000	101.040,0000
		70	101.909,2000	6.750,0000	,0000	,0000	136.314,9800
		75	121.687,7900	10.938,6750	,0000	,0000	159.677,9400
		80	146.747,1600	17.690,4120	9.628,0000	453,1660	187.732,8600
		90	232.888,2200	42.922,6280	30.176,6400	11.487,0680	296.889,7540
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.191	2.191	2.191	2.191	2.191	
	Fehlend	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	36.477,0891	50.219,7746	2.989,5005	3.500,3400	93.186,7042	
	Median	595,3300	11.973,1500	,0000	,0000	32.362,3500	
	Standardabweichung	102.981,5668	151.071,8062	20.553,2649	40.085,0992	206.044,4342	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,36	
	Maximum	1.281.544,86	3.817.784,55	705.355,39	1.462.856,60	3.817.784,55	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	2.589,9040
		20	,0000	90,4420	,0000	,0000	6.816,0040
		25	,0000	1.242,6000	,0000	,0000	9.734,0000
		30	,0000	2.960,5880	,0000	,0000	12.417,1880
		40	,0000	6.848,2260	,0000	,0000	20.411,0040
		50	595,3300	11.973,1500	,0000	,0000	32.362,3500
		60	4.988,0000	20.082,2340	,0000	,0000	49.254,0200
		70	15.725,4400	34.625,5280	,0000	,0000	76.539,7660
		75	26.752,5000	46.370,3100	,0000	,0000	97.597,5000
		80	40.946,9600	62.371,8600	,0000	,0000	125.159,1240
		90	98.691,8520	127.463,1720	,0000	5.036,2160	221.859,2320

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige	Gesamt	
Beratungs- kunden	N Gültig	6.115	6.115	6.115	6.115	6.115	
	Fehlend	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	34.090,0693	3.463,2826	2.226,0134	2.844,6665	42.624,0317	
	Median	20.086,5000	,0000	,0000	,0000	25.245,7900	
	Standardabweichung	48.686,13239	15.833,19035	10.575,80210	8.806,11641	57.817,96846	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	4,32	
	Maximum	1.085.350,00	615.951,81	304.199,20	210.997,11	1.520.045,26	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	5.242,7440
		20	5.153,2000	,0000	,0000	,0000	9.979,0000
		25	8.015,2000	,0000	,0000	,0000	10.888,9000
		30	10.000,0000	,0000	,0000	,0000	13.874,1280
		40	14.605,5000	,0000	,0000	,0000	19.864,6320
		50	20.086,5000	,0000	,0000	,0000	25.245,7900
		60	26.962,4000	,0000	,0000	,0000	33.712,4960
		70	36.875,7900	,0000	,0000	,0000	46.339,1000
		75	43.941,2600	890,2800	,0000	,0000	52.699,4700
		80	51.332,2380	2.407,3420	,0000	2.350,1280	61.483,5960
	90	80.239,3640	8.281,2440	37,1920	9.419,5720	97.025,6020	
	Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.836	2.836	2.836	2.836	2.836
Fehlend		0	0	0	0	0	
Mittelwert		10.483,1185	12.746,1867	737,6266	1.425,0973	25.392,0292	
Median		,0000	3.539,3050	,0000	,0000	9.554,8800	
Standardabweichung		53.447,95583	28.480,55376	5.415,32831	4.814,19122	63.074,02208	
Minimum		,00	,00	,00	,00	,10	
Maximum		1.785.034,90	553.190,79	127.426,58	63.418,21	1.785.034,90	
Perzentile		10	,0000	,0000	,0000	,0000	874,0530
		20	,0000	,0000	,0000	,0000	2.071,5200
		25	,0000	210,4525	,0000	,0000	2.914,5600
		30	,0000	612,8770	,0000	,0000	3.967,3050
		40	,0000	1.773,8120	,0000	,0000	6.178,9120
		50	,0000	3.539,3050	,0000	,0000	9.554,8800
	60	,0000	5.764,9280	,0000	,0000	13.931,2980	
	70	2.036,1740	9.439,3810	,0000	,0000	20.773,8900	
	75	5.006,0000	12.311,1975	,0000	,0000	25.801,7275	
	80	10.000,0000	16.225,0400	,0000	15,0740	32.650,5140	
90	25.632,8830	32.143,4810	,0000	4.507,6770	60.851,3120		

Tab. 64: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Depotbeständen der verschiedenen Assetklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige	Gesamt	
Beratungs- kunden	N Gültig	12.930	5.496	2.642	3.115	14.568	
	Fehlend	1.638	9.072	11.926	11.453	0	
	Mittelwert	86.832,5678	35.252,8517	38.007,6641	19.713,6826	101.477,1516	
	Median	41.014,0000	9.838,5700	21.359,3600	9.612,1200	47.552,9350	
	Standardabweichung	214.362,5597	128.046,7358	60.789,1833	164.567,2601	262.309,1604	
	Minimum	28,74	,02	27,98	,12	,05	
	Maximum	9.387.979,00	5.088.040,19	1.040.099,49	9.092.324,15	10.819.143,55	
	Perzentile	10	8.932,8600	1.034,0650	5.918,5300	2.319,6800	8.100,4230
		20	14.223,6840	2.494,3680	9.628,0000	3.724,7980	14.830,5000
		25	18.043,3200	3.270,6000	10.945,3125	4.472,7600	19.343,8200
		30	20.417,3350	4.165,7640	13.058,6930	5.204,5600	22.236,5170
		40	30.024,0000	6.550,3120	17.335,1440	7.117,2000	32.440,9440
		50	41.014,0000	9.838,5700	21.359,3600	9.612,1200	47.552,9350
		60	56.347,2260	14.931,3840	28.416,0000	12.418,1800	64.187,1680
		70	79.193,2610	22.216,1950	37.410,4350	16.940,7400	90.907,4380
	75	94.500,2500	27.568,7725	42.745,7500	19.756,5800	108.128,2275	
	80	113.591,6720	35.687,7440	49.603,4560	22.982,8660	133.500,4400	
	90	185.798,0150	72.254,4050	77.793,0120	36.935,0880	219.258,3140	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.201	4.040	338	955	5.027	
	Fehlend	2.826	987	4.689	4.072	0	
	Mittelwert	49.818,9125	36.183,0969	25.567,7654	12.262,6397	54.940,0962	
	Median	15.114,0000	9.831,5600	11.563,8800	5.026,8700	15.292,2500	
	Standardabweichung	114.986,8371	114.528,3828	48.979,0433	60.341,7022	147.895,8319	
	Minimum	,10	,10	84,44	,15	,10	
	Maximum	1.785.034,90	3.817.784,55	705.355,39	1.462.856,60	3.817.784,55	
	Perzentile	10	1.350,0000	707,8920	2.396,7610	579,5900	1.284,5500
		20	2.851,4000	2.083,6380	4.626,7220	1.454,3000	3.234,5260
		25	3.980,1300	2.966,9475	5.375,3600	2.047,1900	4.622,0100
		30	5.314,3800	4.033,9660	6.639,4440	2.548,2680	6.001,3820
		40	10.048,0000	6.499,1600	9.146,1980	3.582,8640	9.986,5920
		50	15.114,0000	9.831,5600	11.563,8800	5.026,8700	15.292,2500
		60	22.980,9000	15.045,7200	17.269,0880	6.730,8260	23.626,9860
		70	38.491,3640	23.008,1540	23.680,0000	9.225,7640	37.503,5400
	75	47.842,3800	30.462,9500	27.980,6400	10.684,7200	48.416,2300	
	80	59.349,0000	40.837,1620	36.699,1000	13.096,2180	64.591,1360	
	90	112.851,4120	85.885,9900	60.951,9290	20.578,5320	132.466,8060	

Tab. 65: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Depotbeständen der verschiedenen Assetklassen – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige	Gesamt	
Beratungs- kunden	N Gültig	7.591	3.732	2.030	1.711	8.453	
	Fehlend	862	4.721	6.423	6.742	0	
	Mittelwert	120.443,1997	46.241,0771	42.760,6783	25.723,5451	144.052,1934	
	Median	63.345,7000	14.493,4700	25.089,3300	11.192,8000	74.249,3200	
	Standardabweichung	271.597,3490	153.000,9818	67.153,6257	221.490,6190	334.439,9961	
	Minimum	262,80	,02	261,74	,12	,05	
	Maximum	9.387.979,00	5.088.040,19	1.040.099,49	9.092.324,15	10.819.143,55	
	Perzentile	10	10.795,1400	1.585,9750	6.980,3000	2.674,7800	12.180,0000
		20	20.956,0000	3.676,7880	10.744,8480	4.219,6640	24.413,9200
		25	26.180,0000	4.850,2150	13.238,5000	5.183,5300	30.750,4250
		30	32.534,1120	6.050,3980	14.911,8060	6.132,6320	38.940,8760
		40	47.800,3680	9.531,4860	19.252,4000	8.684,9200	54.712,2960
		50	63.345,7000	14.493,4700	25.089,3300	11.192,8000	74.249,3200
		60	85.143,0920	20.920,9480	31.745,7140	14.954,0380	101.040,0000
	70	113.382,8960	30.599,0740	41.577,8820	20.039,7020	136.314,9800	
	75	132.578,7200	38.211,0375	47.529,4050	22.975,4100	159.677,9400	
	80	159.136,0260	49.332,7600	55.550,8480	26.958,4200	187.732,8600	
	90	249.457,9960	96.506,2580	87.195,8720	44.811,3020	296.889,7540	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	1.125	1.781	193	383	2.191	
	Fehlend	1.066	410	1.998	1.808	0	
	Mittelwert	71.041,1576	61.780,7558	33.937,8010	20.024,1381	93.186,7042	
	Median	25.134,5000	19.640,0000	18.944,0000	6.242,3800	32.362,3500	
	Standardabweichung	134.927,7830	165.423,5627	61.340,2881	94.234,3101	206.044,4342	
	Minimum	,10	,36	98,98	6,00	,36	
	Maximum	1.281.544,86	3.817.784,55	705.355,39	1.462.856,60	3.817.784,55	
	Perzentile	10	1.350,0000	2.033,6000	3.915,3380	901,1180	2.589,9040
		20	3.970,0200	4.907,0600	6.629,5280	2.090,1880	6.816,0040
		25	5.876,2500	6.556,7800	8.610,2650	2.674,0400	9.734,0000
		30	9.258,6400	8.593,7400	9.828,9180	3.216,9820	12.417,1880
		40	15.050,9940	13.078,7200	14.050,1560	4.612,4780	20.411,0040
		50	25.134,5000	19.640,0000	18.944,0000	6.242,3800	32.362,3500
		60	39.797,4400	30.075,7500	23.806,6480	8.500,5260	49.254,0200
	70	56.699,4020	47.860,3540	31.076,1060	11.922,9140	76.539,7660	
	75	73.494,0000	60.508,4000	38.938,9800	14.467,1200	97.597,5000	
	80	97.677,0000	79.280,9440	48.471,9360	16.512,2900	125.159,1240	
	90	176.476,4200	150.677,0500	72.567,9380	29.472,1500	221.859,2320	

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige	Gesamt	
Beratungs- kunden	N Gültig	5.339	1.764	612	1.404	6.115	
	Fehlend	776	4.351	5.503	4.711	0	
	Mittelwert	39.044,9098	12.005,6538	22.241,9472	12.389,6977	42.624,0317	
	Median	24.387,5000	4.794,0950	14.620,4600	7.881,2900	25.245,7900	
	Standardabweichung	50.213,79120	27.690,53565	25.947,75815	14.818,68181	57.817,96846	
	Minimum	28,74	4,32	27,98	89,49	4,32	
	Maximum	1.085.350,00	615.951,81	304.199,20	210.997,11	1.520.045,26	
	Perzentile	10	5.803,4800	681,8550	4.521,4300	1.987,7700	5.242,7440
		20	10.004,0000	1.422,9000	7.005,2640	3.228,9900	9.979,0000
		25	10.410,8100	1.942,5000	8.186,1700	3.898,4900	10.888,9000
		30	13.208,0000	2.379,6000	9.472,0000	4.575,3450	13.874,1280
		40	19.714,0000	3.375,0000	10.681,2480	5.909,3700	19.864,6320
		50	24.387,5000	4.794,0950	14.620,4600	7.881,2900	25.245,7900
		60	30.615,0000	6.889,8600	18.700,4940	10.081,9200	33.712,4960
	70	41.305,5000	9.947,3450	22.834,3390	13.277,1450	46.339,1000	
	75	49.900,0000	12.272,2725	25.894,0050	15.488,3150	52.699,4700	
	80	56.693,5000	15.149,1700	29.795,8440	18.844,4900	61.483,5960	
	90	87.147,0000	26.523,1550	49.572,4760	28.278,2000	97.025,6020	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	1.076	2.259	145	572	2.836	
	Fehlend	1.760	577	2.691	2.264	0	
	Mittelwert	27.630,2269	16.001,8528	14.426,9594	7.065,6924	25.392,0292	
	Median	10.212,1950	5.836,5500	7.735,1000	4.460,0200	9.554,8800	
	Standardabweichung	84.020,55912	31.085,33488	19.454,67462	8.668,67313	63.074,02208	
	Minimum	3,96	,10	84,44	,15	,10	
	Maximum	1.785.034,90	553.190,79	127.426,58	63.418,21	1.785.034,90	
	Perzentile	10	1.110,0000	494,3400	1.758,8540	449,4300	874,0530
		20	1.825,0500	1.279,5300	3.395,4980	1.190,2020	2.071,5200
		25	3.041,2450	1.799,6000	3.882,7450	1.687,4425	2.914,5600
		30	3.964,4820	2.496,3500	4.626,7220	2.133,2800	3.967,3050
		40	6.503,1260	3.982,6400	6.131,3680	3.227,8420	6.178,9120
		50	10.212,1950	5.836,5500	7.735,1000	4.460,0200	9.554,8800
		60	15.164,2940	8.698,2000	9.561,8800	5.611,9920	13.931,2980
	70	20.974,6250	13.089,0000	11.763,4320	7.610,6400	20.773,8900	
	75	28.268,3400	16.240,2500	14.391,3600	9.197,3825	25.801,7275	
	80	35.675,4880	20.710,0000	18.428,7200	10.666,4560	32.650,5140	
	90	59.921,2500	39.860,0000	42.531,0000	16.773,5210	60.851,3120	

Tab. 66: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Depotbeständen der verschiedenen Assetklassen – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige	Gesamt	
Beratungs- kunden	N Gültig	14.568	14.568	14.568	14.568	14.568	
	Fehlend	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	2,89	1,31	,24	,33	4,77	
	Median	2,00	,00	,00	,00	3,00	
	Standardabweichung	3,135	3,131	,579	,779	5,070	
	Minimum	0	0	0	0	1	
	Maximum	43	81	5	10	96	
	Perzentile	10	,00	,00	,00	,00	1,00
		20	1,00	,00	,00	,00	1,00
		25	1,00	,00	,00	,00	2,00
		30	1,00	,00	,00	,00	2,00
		40	1,00	,00	,00	,00	2,00
		50	2,00	,00	,00	,00	3,00
		60	3,00	,00	,00	,00	4,00
		70	3,00	1,00	,00	,00	5,00
		75	4,00	1,00	,00	,00	6,00
80		5,00	2,00	,00	1,00	7,00	
90	6,00	4,00	1,00	1,00	10,00		
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	5.027	5.027	5.027	5.027	5.027	
	Fehlend	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	1,58	4,16	,09	,31	6,13	
	Median	,00	2,00	,00	,00	4,00	
	Standardabweichung	3,449	5,782	,355	,792	7,203	
	Minimum	0	0	0	0	1	
	Maximum	63	90	4	10	91	
	Perzentile	10	,00	,00	,00	,00	1,00
		20	,00	1,00	,00	,00	1,00
		25	,00	1,00	,00	,00	2,00
		30	,00	1,00	,00	,00	2,00
		40	,00	2,00	,00	,00	3,00
		50	,00	2,00	,00	,00	4,00
		60	1,00	3,00	,00	,00	5,00
		70	1,00	5,00	,00	,00	7,00
		75	2,00	5,00	,00	,00	8,00
80		2,40	7,00	,00	,00	9,00	
90	5,00	10,00	,00	1,00	14,00		

Tab. 67: Deskriptive Statistiken zu der durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen in den verschiedenen Assetklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige	Gesamt	
Beratungs- kunden	N Gültig	8.453	8.453	8.453	8.453	8.453	
	Fehlend	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	3,61	1,74	,33	,30	5,98	
	Median	3,00	,00	,00	,00	4,00	
	Standardabweichung	3,650	3,785	,664	,723	5,906	
	Minimum	0	0	0	0	1	
	Maximum	43	81	5	9	96	
	Perzentile	10	,00	,00	,00	,00	1,00
		20	1,00	,00	,00	,00	2,00
		25	1,00	,00	,00	,00	2,00
		30	1,00	,00	,00	,00	3,00
		40	2,00	,00	,00	,00	3,00
		50	3,00	,00	,00	,00	4,00
		60	3,00	1,00	,00	,00	5,00
		70	4,00	1,00	,00	,00	7,00
		75	5,00	2,00	,00	,00	8,00
	80	6,00	3,00	1,00	1,00	9,00	
	90	8,00	5,00	1,00	1,00	12,00	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.191	2.191	2.191	2.191	2.191	
	Fehlend	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	2,15	5,24	,12	,28	7,79	
	Median	1,00	3,00	,00	,00	5,00	
	Standardabweichung	4,247	6,988	,422	,733	8,621	
	Minimum	0	0	0	0	1	
	Maximum	63	90	3	8	91	
	Perzentile	10	,00	,00	,00	,00	1,00
		20	,00	1,00	,00	,00	2,00
		25	,00	1,00	,00	,00	2,00
		30	,00	1,00	,00	,00	3,00
		40	,00	2,00	,00	,00	4,00
		50	1,00	3,00	,00	,00	5,00
		60	1,00	4,00	,00	,00	7,00
		70	2,00	6,00	,00	,00	9,00
		75	3,00	7,00	,00	,00	10,00
	80	4,00	8,00	,00	,00	12,00	
	90	6,00	13,00	,00	1,00	17,00	

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige	Gesamt	
Beratungs- kunden	N Gültig	6.115	6.115	6.115	6.115	6.115	
	Fehlend	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	1,89	,72	,12	,38	3,11	
	Median	1,00	,00	,00	,00	2,00	
	Standardabweichung	1,808	1,715	,407	,848	2,871	
	Minimum	0	0	0	0	1	
	Maximum	20	24	4	10	27	
	Perzentile	10	,00	,00	,00	,00	1,00
		20	1,00	,00	,00	,00	1,00
		25	1,00	,00	,00	,00	1,00
		30	1,00	,00	,00	,00	1,00
		40	1,00	,00	,00	,00	2,00
		50	1,00	,00	,00	,00	2,00
		60	2,00	,00	,00	,00	3,00
		70	2,00	,00	,00	,00	3,00
		75	2,00	1,00	,00	,00	4,00
		80	3,00	1,00	,00	1,00	5,00
90	4,00	2,00	1,00	1,00	7,00		
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.836	2.836	2.836	2.836	2.836	
	Fehlend	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	1,13	3,33	,06	,33	4,86	
	Median	,00	2,00	,00	,00	3,00	
	Standardabweichung	2,590	4,467	,289	,834	5,553	
	Minimum	0	0	0	0	1	
	Maximum	63	63	4	10	79	
	Perzentile	10	,00	,00	,00	,00	1,00
		20	,00	,00	,00	,00	1,00
		25	,00	1,00	,00	,00	2,00
		30	,00	1,00	,00	,00	2,00
		40	,00	1,00	,00	,00	2,00
		50	,00	2,00	,00	,00	3,00
		60	,00	3,00	,00	,00	4,00
		70	1,00	4,00	,00	,00	5,00
		75	1,00	4,00	,00	,00	6,00
		80	2,00	5,00	,00	1,00	7,00
90	4,00	8,00	,00	1,00	11,00		

Tab. 68: Deskriptive Statistiken zu der durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen in den verschiedenen Assetklassen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige	Gesamt	
Beratungs- kunden	N Gültig	12.930	5.496	2.642	3.115	14.568	
	Fehlend	1.638	9.072	11.926	11.453	0	
	Mittelwert	3,26	3,47	1,33	1,56	4,77	
	Median	2,00	2,00	1,00	1,00	3,00	
	Standardabweichung	3,144	4,299	,640	,958	5,070	
	Minimum	1	1	1	1	1	
	Maximum	43	81	5	10	96	
	Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
		20	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
		25	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00
		30	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00
		40	2,00	2,00	1,00	1,00	2,00
		50	2,00	2,00	1,00	1,00	3,00
		60	3,00	3,00	1,00	1,00	4,00
		70	4,00	3,00	1,00	2,00	5,00
	75	4,00	4,00	2,00	2,00	6,00	
	80	5,00	5,00	2,00	2,00	7,00	
	90	7,00	8,00	2,00	3,00	10,00	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.201	4.040	338	955	5.027	
	Fehlend	2.826	987	4.689	4.072	0	
	Mittelwert	3,60	5,18	1,28	1,63	6,13	
	Median	2,00	3,00	1,00	1,00	4,00	
	Standardabweichung	4,460	6,029	,582	1,073	7,203	
	Minimum	1	1	1	1	1	
	Maximum	63	90	4	10	91	
	Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
		20	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
		25	1,00	2,00	1,00	1,00	2,00
		30	1,00	2,00	1,00	1,00	2,00
		40	2,00	2,00	1,00	1,00	3,00
		50	2,00	3,00	1,00	1,00	4,00
		60	3,00	4,00	1,00	1,00	5,00
		70	5,00	6,00	1,00	2,00	7,00
	75	5,00	6,00	1,00	2,00	8,00	
	80	5,00	8,00	2,00	2,00	9,00	
	90	7,00	12,00	2,00	3,00	14,00	

Tab. 69: Deskriptive Statistiken zu der durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen in den verschiedenen Assetklassen – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige	Gesamt	
Beratungs- kunden	N Gültig	7.591	3.732	2.030	1.711	8.453	
	Fehlend	862	4.721	6.423	6.742	0	
	Mittelwert	4,02	3,93	1,35	1,50	5,98	
	Median	3,00	2,00	1,00	1,00	4,00	
	Standardabweichung	3,631	4,880	,666	,888	5,906	
	Minimum	1	1	1	1	1	
	Maximum	43	81	5	9	96	
	Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
		20	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00
		25	2,00	1,00	1,00	1,00	2,00
		30	2,00	1,00	1,00	1,00	3,00
		40	2,00	2,00	1,00	1,00	3,00
		50	3,00	2,00	1,00	1,00	4,00
		60	4,00	3,00	1,00	1,00	5,00
		70	5,00	4,00	1,00	2,00	7,00
75		5,00	5,00	2,00	2,00	8,00	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	1.125	1.781	193	383	2.191	
	Fehlend	1.066	410	1.998	1.808	0	
	Mittelwert	4,19	6,45	1,34	1,59	7,79	
	Median	3,00	4,00	1,00	1,00	5,00	
	Standardabweichung	5,159	7,232	,618	,990	8,621	
	Minimum	1	1	1	1	1	
	Maximum	63	90	3	8	91	
	Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
		20	1,00	2,00	1,00	1,00	2,00
		25	1,00	2,00	1,00	1,00	2,00
		30	1,00	2,00	1,00	1,00	3,00
		40	2,00	3,00	1,00	1,00	4,00
		50	3,00	4,00	1,00	1,00	5,00
		60	4,00	6,00	1,00	1,00	7,00
		70	5,00	7,00	1,00	2,00	9,00
75		5,00	8,00	2,00	2,00	10,00	
80	6,00	10,00	2,00	2,00	12,00		
90	8,00	14,00	2,00	3,00	17,00		

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige	Gesamt	
Beratungs- kunden	N Gültig	5.339	1.764	612	1.404	6.115	
	Fehlend	776	4.351	5.503	4.711	0	
	Mittelwert	2,16	2,49	1,23	1,64	3,11	
	Median	1,00	2,00	1,00	1,00	2,00	
	Standardabweichung	1,775	2,405	,533	1,033	2,871	
	Minimum	1	1	1	1	1	
	Maximum	20	24	4	10	27	
	Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
		20	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
		25	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
		30	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
		40	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00
		50	1,00	2,00	1,00	1,00	2,00
		60	2,00	2,00	1,00	1,00	3,00
		70	2,00	3,00	1,00	2,00	3,00
		75	3,00	3,00	1,00	2,00	4,00
	80	3,00	3,00	1,00	2,00	5,00	
	90	4,00	5,00	2,00	3,00	7,00	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	1.076	2.259	145	572	2.836	
	Fehlend	1.760	577	2.691	2.264	0	
	Mittelwert	2,99	4,18	1,20	1,65	4,86	
	Median	2,00	3,00	1,00	1,00	3,00	
	Standardabweichung	3,485	4,638	,522	1,126	5,553	
	Minimum	1	1	1	1	1	
	Maximum	63	63	4	10	79	
	Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
		20	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
		25	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00
		30	1,00	2,00	1,00	1,00	2,00
		40	1,00	2,00	1,00	1,00	2,00
		50	2,00	3,00	1,00	1,00	3,00
		60	2,00	3,00	1,00	1,00	4,00
		70	4,00	4,00	1,00	2,00	5,00
		75	5,00	5,00	1,00	2,00	6,00
	80	5,00	6,00	1,00	2,00	7,00	
	90	6,00	9,00	2,00	3,00	11,00	

Tab. 70: Deskriptive Statistiken zu der durchschnittlichen Anzahl an Depotpositionen in den verschiedenen Assetklassen – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

		Beratungskunden	Selbstentscheider- Kunden	Gesamt
Eine Assetklasse	Anzahl	7.681	3.093	10.774
	% der Spalte	52,7%	61,5%	55,0%
Zwei Assetklassen	Anzahl	4.578	1.424	6.002
	% der Spalte	31,4%	28,3%	30,6%
Drei Assetklassen	Anzahl	1.890	447	2.337
	% der Spalte	13,0%	8,9%	11,9%
Vier Assetklassen	Anzahl	419	63	482
	% der Spalte	2,9%	1,3%	2,5%
Gesamt	Anzahl	14.568	5.027	19.595
	% der Spalte	100,0%	100,0%	100,0%

Tab. 71: Kreuztabelle zur Anzahl der verschiedenen Assetklassen in der Portfolioallokation auf Kundenebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Beratungskunden	Selbstentscheider- Kunden	Gesamt
Eine Assetklasse	Anzahl	3.833	1.212	5.045
	% der Spalte	45,4%	55,3%	47,4%
Zwei Assetklassen	Anzahl	2.964	700	3.664
	% der Spalte	35,1%	31,9%	34,4%
Drei Assetklassen	Anzahl	1.321	246	1.567
	% der Spalte	15,6%	11,2%	14,7%
Vier Assetklassen	Anzahl	335	33	368
	% der Spalte	4,0%	1,5%	3,5%
Gesamt	Anzahl	8.453	2.191	10.644
	% der Spalte	100,0%	100,0%	100,0%
Retailkunden		Beratungskunden	Selbstentscheider- Kunden	Gesamt
Eine Assetklasse	Anzahl	3.848	1.881	5.729
	% der Spalte	62,9%	66,3%	64,0%
Zwei Assetklassen	Anzahl	1.614	724	2.338
	% der Spalte	26,4%	25,5%	26,1%
Drei Assetklassen	Anzahl	569	201	770
	% der Spalte	9,3%	7,1%	8,6%
Vier Assetklassen	Anzahl	84	30	114
	% der Spalte	1,4%	1,1%	1,3%
Gesamt	Anzahl	6.115	2.836	8.951
	% der Spalte	100,0%	100,0%	100,0%

Tab. 72: Kreuztabelle zur Anzahl der verschiedenen Assetklassen in der Portfolioallokation auf Kundenebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und aufgeteilt nach Kundenklasse

		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige
Beratungskunden	N Gültig	14.568	14.568	14.568	14.568
	Fehlend	0	0	0	0
	Mittelwert	,7397	,1388	,0534	,0681
	Median	,9336	,0000	,0000	,0000
	Standardabweichung	,34487	,27996	,15208	,18880
	Minimum	,00	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,0000	,0000	,0000	,0000
	20	,4502	,0000	,0000	,0000
	25	,5608	,0000	,0000	,0000
	30	,6554	,0000	,0000	,0000
	40	,8040	,0000	,0000	,0000
	50	,9336	,0000	,0000	,0000
	60	1,0000	,0000	,0000	,0000
	70	1,0000	,0600	,0000	,0000
	75	1,0000	,1189	,0000	,0000
80	1,0000	,2001	,0000	,0280	
90	1,0000	,5679	,2023	,2331	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	5.027	5.027	5.027	5.027
	Fehlend	0	0	0	0
	Mittelwert	,2816	,6184	,0236	,0763
	Median	,0000	,8391	,0000	,0000
	Standardabweichung	,38833	,42130	,11847	,21640
	Minimum	,00	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,0000	,0000	,0000	,0000
	20	,0000	,0051	,0000	,0000
	25	,0000	,1304	,0000	,0000
	30	,0000	,2601	,0000	,0000
	40	,0000	,5460	,0000	,0000
	50	,0000	,8391	,0000	,0000
	60	,1206	1,0000	,0000	,0000
	70	,4367	1,0000	,0000	,0000
	75	,5988	1,0000	,0000	,0000
80	,7562	1,0000	,0000	,0000	
90	1,0000	1,0000	,0000	,2699	

Tab. 73: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige
Beratungskunden	N Gültig	8.453	8.453	8.453	8.453
	Fehlend	0	0	0	0
	Mittelwert	,7260	,1580	,0665	,0495
	Median	,8698	,0000	,0000	,0000
	Standardabweichung	,33574	,28885	,16156	,15012
	Minimum	,00	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,0000	,0000	,0000	,0000
	20	,4473	,0000	,0000	,0000
	25	,5460	,0000	,0000	,0000
	30	,6307	,0000	,0000	,0000
	40	,7598	,0000	,0000	,0000
	50	,8698	,0000	,0000	,0000
	60	,9750	,0238	,0000	,0000
	70	1,0000	,1076	,0000	,0000
	75	1,0000	,1708	,0000	,0000
	80	1,0000	,2614	,0924	,0078
90	1,0000	,6433	,2521	,1572	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	2.191	2.191	2.191	2.191
	Fehlend	0	0	0	0
	Mittelwert	,3144	,6026	,0286	,0544
	Median	,0305	,7354	,0000	,0000
	Standardabweichung	,38921	,41265	,12793	,17354
	Minimum	,00	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,0000	,0000	,0000	,0000
	20	,0000	,0269	,0000	,0000
	25	,0000	,1555	,0000	,0000
	30	,0000	,2575	,0000	,0000
	40	,0000	,4948	,0000	,0000
	50	,0305	,7354	,0000	,0000
	60	,2749	,9982	,0000	,0000
	70	,5316	1,0000	,0000	,0000
	75	,6511	1,0000	,0000	,0000
	80	,7946	1,0000	,0000	,0000
90	1,0000	1,0000	,0000	,1528	

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige
Beratungskunden	N Gültig	6.115	6.115	6.115	6.115
	Fehlend	0	0	0	0
	Mittelwert	,7586	,1123	,0352	,0939
	Median	1,0000	,0000	,0000	,0000
	Standardabweichung	,35628	,26493	,13586	,22941
	Minimum	,00	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,0000	,0000	,0000	,0000
	20	,4576	,0000	,0000	,0000
	25	,5943	,0000	,0000	,0000
	30	,7132	,0000	,0000	,0000
	40	,9018	,0000	,0000	,0000
	50	1,0000	,0000	,0000	,0000
	60	1,0000	,0000	,0000	,0000
	70	1,0000	,0000	,0000	,0000
	75	1,0000	,0368	,0000	,0000
	80	1,0000	,1081	,0000	,0869
90	1,0000	,4122	,0009	,3704	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	2.836	2.836	2.836	2.836
	Fehlend	0	0	0	0
	Mittelwert	,2563	,6307	,0198	,0933
	Median	,0000	,9623	,0000	,0000
	Standardabweichung	,38582	,42754	,11047	,24309
	Minimum	,00	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,0000	,0000	,0000	,0000
	20	,0000	,0000	,0000	,0000
	25	,0000	,1042	,0000	,0000
	30	,0000	,2614	,0000	,0000
	40	,0000	,6036	,0000	,0000
	50	,0000	,9623	,0000	,0000
	60	,0000	1,0000	,0000	,0000
	70	,3273	1,0000	,0000	,0000
	75	,5181	1,0000	,0000	,0000
	80	,7245	1,0000	,0000	,0065
90	1,0000	1,0000	,0000	,3724	

Tab. 74: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und aufgeteilt nach Kundenklasse

		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige
Beratungskunden	N Gültig	12.930	5.496	2.642	3.115
	Fehlend	1.638	9.072	11.926	11.453
	Mittelwert	,8334	,3679	,2944	,3186
	Median	,9973	,2272	,2243	,2094
	Standardabweichung	,23644	,35137	,23791	,29481
	Minimum	,00	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,4539	,0265	,0670	,0403
	20	,6377	,0584	,1067	,0736
	25	,7106	,0771	,1266	,0924
	30	,7755	,1002	,1453	,1096
	40	,8951	,1536	,1813	,1583
	50	,9973	,2272	,2243	,2094
	60	1,0000	,3221	,2777	,2850
	70	1,0000	,4874	,3430	,3925
	75	1,0000	,6132	,3861	,4556
80	1,0000	,7744	,4435	,5455	
90	1,0000	1,0000	,6248	,8554	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	2.201	4.040	338	955
	Fehlend	2.826	987	4.689	4.072
	Mittelwert	,6432	,7695	,3513	,4018
	Median	,6940	1,0000	,2360	,2888
	Standardabweichung	,33445	,32337	,30636	,34031
	Minimum	,00	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,1344	,1998	,0516	,0426
	20	,2784	,4242	,0903	,0874
	25	,3453	,5391	,1136	,1162
	30	,4194	,6544	,1334	,1458
	40	,5561	,8972	,1884	,2075
	50	,6940	1,0000	,2360	,2888
	60	,8418	1,0000	,3234	,3964
	70	,9991	1,0000	,4339	,5260
	75	1,0000	1,0000	,5139	,6538
80	1,0000	1,0000	,6295	,8029	
90	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	

Tab. 75: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige
Beratungskunden	N Gültig	7.591	3.732	2.030	1.711
	Fehlend	862	4.721	6.423	6.742
	Mittelwert	,8085	,3578	,2770	,2445
	Median	,9262	,2216	,2118	,1544
	Standardabweichung	,24261	,34276	,22453	,25237
	Minimum	,00	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,4259	,0255	,0638	,0291
	20	,6028	,0583	,1026	,0555
	25	,6687	,0756	,1202	,0670
	30	,7247	,0972	,1387	,0803
	40	,8278	,1510	,1744	,1105
	50	,9262	,2216	,2118	,1544
	60	1,0000	,3161	,2601	,1981
	70	1,0000	,4664	,3209	,2798
	75	1,0000	,5762	,3569	,3336
	80	1,0000	,7252	,4079	,3989
90	1,0000	1,0000	,5729	,6046	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	1.125	1.781	193	383
	Fehlend	1.066	410	1.998	1.808
	Mittelwert	,6123	,7414	,3250	,3110
	Median	,6388	,9869	,2114	,2021
	Standardabweichung	,33557	,32649	,29978	,30433
	Minimum	,00	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,1123	,1949	,0421	,0252
	20	,2520	,3851	,0829	,0548
	25	,3166	,4721	,1099	,0742
	30	,3818	,5773	,1226	,1025
	40	,5169	,7718	,1683	,1395
	50	,6388	,9869	,2114	,2021
	60	,7788	1,0000	,2957	,2741
	70	,9328	1,0000	,3738	,3955
	75	1,0000	1,0000	,4643	,4543
	80	1,0000	1,0000	,5275	,5169
90	1,0000	1,0000	,9443	,8812	

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		Anleihen	Aktien	Immobilien	Sonstige
Beratungskunden	N Gültig	5.339	1.764	612	1.404
	Fehlend	776	4.351	5.503	4.711
	Mittelwert	,8688	,3893	,3522	,4090
	Median	1,0000	,2361	,2765	,3112
	Standardabweichung	,22266	,36812	,26998	,31687
	Minimum	,01	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,4943	,0276	,0782	,0702
	20	,7155	,0600	,1248	,1203
	25	,7992	,0811	,1451	,1492
	30	,8846	,1050	,1654	,1771
	40	1,0000	,1596	,2143	,2415
	50	1,0000	,2361	,2765	,3112
	60	1,0000	,3413	,3516	,4048
	70	1,0000	,5413	,4329	,5269
	75	1,0000	,6977	,4916	,6160
80	1,0000	1,0000	,5506	,7130	
90	1,0000	1,0000	,7826	1,0000	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	1.076	2.259	145	572
	Fehlend	1.760	577	2.691	2.264
	Mittelwert	,6755	,7918	,3863	,4625
	Median	,7644	1,0000	,2843	,3692
	Standardabweichung	,33035	,31922	,31251	,34972
	Minimum	,00	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,1584	,2138	,0555	,0544
	20	,3105	,4725	,0930	,1227
	25	,3798	,6093	,1322	,1549
	30	,4482	,7299	,1655	,1874
	40	,6145	1,0000	,2021	,2740
	50	,7644	1,0000	,2843	,3692
	60	,9252	1,0000	,3858	,4872
	70	1,0000	1,0000	,5183	,6732
	75	1,0000	1,0000	,6025	,8127
80	1,0000	1,0000	,6953	,9575	
90	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	

Tab. 76: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Assetklassen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und aufgeteilt nach Kundenklasse

		EUR	USD	CHF	CAD	HKD	AUD	Rest	
Beratungs- kunden	N Gültig	14.568	14.568	14.568	14.568	14.568	14.568	14.568	
	Fehlend	0	0	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	,9902	,0059	,0010	,0003	,0003	,0005	,0018	
	Median	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,06830	,04994	,01672	,01391	,01054	,01664	,02954	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
70		1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
75		1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
80		1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
90	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000		
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	5.027	5.027	5.027	5.027	5.027	5.027	5.027	
	Fehlend	0	0	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	,9146	,0507	,0073	,0049	,0042	,0042	,0142	
	Median	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,22076	,16908	,05816	,05327	,05123	,04796	,08046	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,7087	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,9346	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,9884	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
70		1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
75		1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
80		1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
90	1,0000	,1294	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000		

Tab. 77: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen verschiedener Währungen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		EUR	USD	CHF	CAD	HKD	AUD	Rest	
Beratungs- kunden	N Gültig	8.453	8.453	8.453	8.453	8.453	8.453	8.453	
	Fehlend	0	0	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	,9875	,0069	,0015	,0006	,0003	,0006	,0026	
	Median	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,07380	,04942	,02062	,01826	,00740	,01863	,03526	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	,44	1,00	1,00	
	Perzentile	10	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
75		1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
80		1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
90	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000		
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.191	2.191	2.191	2.191	2.191	2.191	2.191	
	Fehlend	0	0	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	,9148	,0488	,0088	,0042	,0030	,0042	,0162	
	Median	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,20575	,15338	,05407	,04322	,04209	,04946	,08273	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,7076	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,9062	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,9592	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,9951	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
75		1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
80		1,0000	,0150	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
90	1,0000	,1391	,0000	,0000	,0000	,0000	,0049		

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		EUR	USD	CHF	CAD	HKD	AUD	Rest	
Beratungs- kunden	N Gültig	6.115	6.115	6.115	6.115	6.115	6.115	6.115	
	Fehlend	0	0	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	,9940	,0045	,0003	,0000	,0003	,0003	,0006	
	Median	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,05969	,05062	,00880	,00040	,01374	,01341	,01890	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	,40	,03	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		75	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
80	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000		
90	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000		
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.836	2.836	2.836	2.836	2.836	2.836	2.836	
	Fehlend	0	0	0	0	0	0	0	
	Mittelwert	,9143	,0522	,0062	,0054	,0052	,0041	,0126	
	Median	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,23173	,18029	,06113	,05990	,05729	,04678	,07864	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,7108	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,9678	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		75	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
80	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000		
90	1,0000	,1106	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000		

Tab. 78: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen verschiedener Währungen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und aufgeteilt nach Kundenklasse

		EUR	USD	CHF	CAD	HKD	AUD	Rest	
Beratungs- kunden	N Gültig	14.539	643	151	43	63	45	244	
	Fehlend	29	13.925	14.417	14.525	14.505	14.523	14.324	
	Mittelwert	,9922	,1335	,0966	,1124	,0678	,1486	,1065	
	Median	1,0000	,0587	,0520	,0227	,0166	,0470	,0285	
	Standardabweichung	,05210	,19878	,13363	,23287	,14643	,26297	,20272	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	1,0000	,0055	,0071	,0001	,0008	,0008	,0020
		20	1,0000	,0153	,0162	,0016	,0018	,0072	,0069
		25	1,0000	,0208	,0193	,0019	,0027	,0222	,0095
		30	1,0000	,0277	,0239	,0041	,0039	,0297	,0125
		40	1,0000	,0400	,0375	,0143	,0111	,0363	,0215
		50	1,0000	,0587	,0520	,0227	,0166	,0470	,0285
		60	1,0000	,0839	,0715	,0349	,0247	,0834	,0462
	70	1,0000	,1249	,0942	,0710	,0419	,0976	,0669	
	75	1,0000	,1499	,1148	,0795	,0538	,1135	,0925	
	80	1,0000	,1909	,1473	,1036	,0926	,1857	,1083	
	90	1,0000	,3541	,2381	,3227	,2126	,5020	,2748	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	4.888	1.006	232	155	140	124	459	
	Fehlend	139	4.021	4.795	4.872	4.887	4.903	4.568	
	Mittelwert	,9406	,2534	,1588	,1574	,1516	,1691	,1551	
	Median	1,0000	,1292	,0748	,0411	,0303	,0539	,0735	
	Standardabweichung	,16017	,30261	,22241	,26164	,26906	,25667	,22165	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,7895	,0087	,0090	,0019	,0009	,0014	,0049
		20	,9638	,0282	,0282	,0062	,0034	,0117	,0158
		25	,9992	,0382	,0377	,0110	,0063	,0151	,0200
		30	1,0000	,0510	,0435	,0157	,0080	,0200	,0263
		40	1,0000	,0804	,0603	,0275	,0152	,0352	,0457
		50	1,0000	,1292	,0748	,0411	,0303	,0539	,0735
		60	1,0000	,1793	,1118	,0639	,0500	,0798	,1011
	70	1,0000	,2645	,1481	,1120	,0941	,1343	,1485	
	75	1,0000	,3451	,1895	,1670	,1469	,1877	,1811	
	80	1,0000	,4337	,2239	,2616	,2043	,2875	,2447	
	90	1,0000	,8861	,3432	,4620	,5800	,6051	,3925	

Tab. 79: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen verschiedener Währungen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		EUR	USD	CHF	CAD	HKD	AUD	Rest	
Beratungs- kunden	N Gültig	8.437	497	134	39	44	39	205	
	Fehlend	16	7.956	8.319	8.414	8.409	8.414	8.248	
	Mittelwert	,9894	,1173	,0946	,1228	,0505	,1310	,1087	
	Median	1,0000	,0571	,0572	,0269	,0153	,0464	,0307	
	Standardabweichung	,06003	,16927	,13475	,24232	,09042	,24429	,19983	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	,44	1,00	1,00	
	Perzentile	10	1,0000	,0065	,0068	,0002	,0006	,0006	,0018
		20	1,0000	,0160	,0156	,0016	,0019	,0025	,0071
		25	1,0000	,0223	,0186	,0019	,0030	,0098	,0107
		30	1,0000	,0284	,0239	,0037	,0050	,0225	,0148
		40	1,0000	,0406	,0385	,0213	,0106	,0332	,0231
		50	1,0000	,0571	,0572	,0269	,0153	,0464	,0307
		60	1,0000	,0779	,0712	,0408	,0197	,0583	,0489
70		1,0000	,1169	,0933	,0738	,0400	,0907	,0763	
75		1,0000	,1358	,1038	,0853	,0473	,0997	,0953	
80	1,0000	,1686	,1375	,1304	,0538	,1138	,1418		
90	1,0000	,2961	,2145	,3338	,2160	,3412	,2726		
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.149	508	145	84	62	61	244	
	Fehlend	42	1.683	2.046	2.107	2.129	2.130	1.947	
	Mittelwert	,9327	,2103	,1327	,1089	,1056	,1510	,1459	
	Median	1,0000	,1067	,0745	,0320	,0277	,0405	,0676	
	Standardabweichung	,16271	,25994	,16706	,19427	,22932	,25835	,20660	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,7602	,0089	,0098	,0016	,0005	,0004	,0049
		20	,9228	,0251	,0322	,0045	,0035	,0048	,0158
		25	,9708	,0345	,0379	,0074	,0054	,0123	,0200
		30	,9995	,0465	,0444	,0110	,0078	,0157	,0251
		40	1,0000	,0731	,0603	,0181	,0122	,0243	,0454
		50	1,0000	,1067	,0745	,0320	,0277	,0405	,0676
		60	1,0000	,1554	,0985	,0441	,0342	,0594	,0921
70		1,0000	,2169	,1395	,0760	,0569	,0875	,1403	
75		1,0000	,2632	,1717	,1033	,0757	,1269	,1756	
80	1,0000	,3407	,2047	,1168	,0936	,1684	,2241		
90	1,0000	,6233	,2852	,4027	,3385	,5417	,3921		

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		EUR	USD	CHF	CAD	HKD	AUD	Rest	
Beratungs- kunden	N Gültig	6.102	146	17	4	19	6	39	
	Fehlend	13	5.969	6.098	6.111	6.096	6.109	6.076	
	Mittelwert	,9961	,1889	,1125	,0106	,1078	,2629	,0951	
	Median	1,0000	,0690	,0355	,0063	,0194	,1400	,0172	
	Standardabweichung	,03822	,27012	,12718	,01309	,22782	,36997	,21969	
	Minimum	,04	,00	,00	,00	,00	,03	,00	
	Maximum	1,00	1,00	,40	,03	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	1,0000	,0042	,0068	,0000	,0011	,0349	,0020
		20	1,0000	,0143	,0159	,0000	,0017	,0354	,0045
		25	1,0000	,0178	,0200	,0014	,0022	,0359	,0060
		30	1,0000	,0239	,0241	,0029	,0027	,0410	,0067
		40	1,0000	,0379	,0308	,0057	,0178	,0749	,0123
		50	1,0000	,0690	,0355	,0063	,0194	,1400	,0172
		60	1,0000	,1153	,0993	,0069	,0400	,2016	,0243
		70	1,0000	,1613	,1615	,0183	,1300	,2236	,0553
		75	1,0000	,2224	,2104	,0240	,1373	,4200	,0622
	80	1,0000	,3257	,2644	.	,1454	,6907	,0793	
	90	1,0000	,5601	,3275	.	,2213	.	,3027	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.739	498	87	71	78	63	215	
	Fehlend	97	2.338	2.749	2.765	2.758	2.773	2.621	
	Mittelwert	,9467	,2973	,2023	,2148	,1882	,1866	,1656	
	Median	1,0000	,1499	,0776	,0627	,0373	,0742	,0812	
	Standardabweichung	,15790	,33530	,28822	,31575	,29319	,25588	,23764	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,8220	,0076	,0034	,0036	,0013	,0045	,0058
		20	,9947	,0306	,0182	,0102	,0031	,0123	,0150
		25	1,0000	,0442	,0313	,0187	,0067	,0195	,0197
		30	1,0000	,0563	,0421	,0273	,0114	,0238	,0306
		40	1,0000	,0924	,0590	,0346	,0196	,0407	,0459
		50	1,0000	,1499	,0776	,0627	,0373	,0742	,0812
		60	1,0000	,2145	,1314	,1107	,0881	,1332	,1113
		70	1,0000	,3587	,1833	,2057	,1715	,1957	,1541
		75	1,0000	,4369	,2419	,2756	,2289	,2620	,1884
	80	1,0000	,5629	,2937	,3098	,3024	,2990	,2506	
	90	1,0000	1,0000	,8496	,9715	,7024	,6629	,4279	

Tab. 80: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen verschiedener Währungen an der Portfolioallokation auf Einzeldepotebene – sofern ein Bestand in der jeweiligen Assetklasse vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und aufgeteilt nach Kundenklasse

		Positionen Assetklasse Aktien	Positionen Aktienein- zelwerte	Positionen Aktien- fonds & Sonstige	Bestände Assetklasse Aktien	Bestände Aktienein- zelwerte	Bestände Aktien- fonds & Sonstige	
Beratungs- kunden	N Gültig	5.496	3.654	3.340	5.496	3.654	3.340	
	Fehlend	0	1.842	2.156	0	1.842	2.156	
	Mittelwert	3,47	3,28	2,12	35.252,85	31.503,16	23.544,03	
	Median	2,00	2,00	1,00	9.838,57	6.614,19	9.429,95	
	Standardabweichung	4,29	4,10	1,94	128.046,73	118.013,18	81.349,17	
	Minimum	1	1	1	,02	,02	46,87	
	Maximum	81	78	21	5.088.040	4.319.106	3.639.885	
	Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	1.034,06	541,66	1.992,15
		20	1,00	1,00	1,00	2.494,36	1.220,05	3.270,60
		25	1,00	1,00	1,00	3.270,60	1.800,89	4.036,99
		30	1,00	1,00	1,00	4.165,76	2.443,77	4.845,51
		40	2,00	1,00	1,00	6.550,30	4.066,35	6.835,60
		50	2,00	2,00	1,00	9.838,57	6.614,19	9.429,95
		60	3,00	2,00	2,00	14.931,38	10.806,44	12.960,80
		70	3,00	3,00	2,00	22.216,19	17.826,15	18.187,62
		75	4,00	4,00	2,00	27.568,77	22.311,55	21.487,16
	80	5,00	5,00	3,00	35.687,74	30.563,40	26.505,72	
	90	8,00	7,00	4,00	72.254,40	67.909,26	46.854,94	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	4.040	3.560	1.550	4.040	3.560	1.550	
	Fehlend	0	480	2.490	0	480	2.490	
	Mittelwert	5,18	4,78	2,51	36.183,09	33.612,58	17.108,98	
	Median	3,00	3,00	2,00	9.831,56	8.295,55	6.416,79	
	Standardabweichung	6,02	5,69	2,45	114.528,38	116.669,12	36.964,45	
	Minimum	1	1	1	,10	,10	,14	
	Maximum	90	90	22	3.817.784	3.817.784	561.336,62	
	Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	707,89	532,10	873,55
		20	1,00	1,00	1,00	2.083,63	1.561,50	1.894,24
		25	2,00	1,00	1,00	2.966,94	2.248,73	2.468,44
		30	2,00	2,00	1,00	4.033,96	3.125,72	2.886,17
		40	2,00	2,00	1,00	6.499,16	5.231,41	4.322,28
		50	3,00	3,00	2,00	9.831,56	8.295,55	6.416,79
		60	4,00	4,00	2,00	15.045,72	12.798,41	9.319,08
		70	6,00	5,00	3,00	23.008,15	20.088,82	13.594,88
		75	6,00	6,00	3,00	30.462,95	27.061,40	16.493,97
	80	8,00	7,00	4,00	40.837,16	36.249,47	21.620,31	
	90	12,00	11,00	5,00	85.885,99	80.253,19	40.665,28	

Tab. 81: Deskriptive Statistiken zu durchschnittlichen Positionsanzahlen und Gesamtbeständen in der Anlageklasse Aktien – sofern ein Bestand in dem jeweiligen Bereich kundenindividuell vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Positionen Assetklasse Aktien	Positionen Aktienein- zelwerte	Positionen Aktien- fonds & Sonstige	Bestände Assetklasse Aktien	Bestände Aktienein- zelwerte	Bestände Aktien- fonds & Sonstige	
Beratungs- kunden	N Gültig	3.732	2.492	2.383	3.732	2.492	2.383	
	Fehlend	0	1.240	1.349	0	1.240	1.349	
	Mittelwert	3,93	3,77	2,21	46.241,07	41.751,05	28.757,06	
	Median	2,00	2,00	2,00	14.493,47	10.035,49	12.168,37	
	Standardabweichung	4,88	4,68	2,07	153.000,98	140.533,20	95.127,63	
	Minimum	1	1	1	,02	,02	48,08	
	Maximum	81	78	21	5.088.040	4.319.106	3.639.885	
	Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	1.585,97	622,89	2.459,10
		20	1,00	1,00	1,00	3.676,78	1.853,50	4.223,93
		25	1,00	1,00	1,00	4.850,21	2.694,50	5.193,03
		30	1,00	1,00	1,00	6.050,39	3.784,45	6.270,92
		40	2,00	2,00	1,00	9.531,48	6.108,54	8.816,40
		50	2,00	2,00	2,00	14.493,47	10.035,49	12.168,37
		60	3,00	3,00	2,00	20.920,94	16.505,71	16.459,56
		70	4,00	4,00	2,00	30.599,07	25.818,45	22.153,77
		75	5,00	5,00	3,00	38.211,03	34.273,72	26.285,64
		80	6,00	5,00	3,00	49.332,76	45.267,83	31.956,42
	90	9,00	9,00	4,00	96.506,25	96.402,11	55.428,61	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	1.781	1.570	786	1.781	1.570	786	
	Fehlend	0	211	995	0	211	995	
	Mittelwert	6,45	5,94	2,74	61.780,75	58.010,40	24.116,02	
	Median	4,00	4,00	2,00	19.640,00	16.364,30	9.654,18	
	Standardabweichung	7,23	6,89	2,62	165.423,56	169.502,66	47.311,76	
	Minimum	1	1	1	,36	,36	11,40	
	Maximum	90	90	22	3.817.784	3.817.784	561.336,6	
	Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	2.033,60	1.106,82	1.643,30
		20	2,00	1,00	1,00	4.907,06	3.503,10	2.640,45
		25	2,00	2,00	1,00	6.556,78	5.034,41	3.180,08
		30	2,00	2,00	1,00	8.593,74	6.683,50	4.351,87
		40	3,00	3,00	1,00	13.078,72	10.631,68	6.633,97
		50	4,00	4,00	2,00	19.640,00	16.364,30	9.654,18
		60	6,00	5,00	2,00	30.075,75	26.712,35	14.190,81
		70	7,00	6,70	3,00	47.860,35	43.256,74	21.154,51
		75	8,00	7,00	3,00	60.508,40	54.162,78	25.956,91
		80	10,00	9,00	4,00	79.280,94	72.018,05	32.825,13
	90	14,00	13,00	6,00	150.677,05	138.569,86	56.014,50	

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		Positionen Assetklasse Aktien	Positionen Aktienein- zelwerte	Positionen Aktien- fonds & Sonstige	Bestände Assetklasse Aktien	Bestände Aktienein- zelwerte	Bestände Aktien- fonds & Sonstige	
Beratungs- kunden	N Gültig	1.764	1.162	957	1.764	1.162	957	
	Fehlend	0	602	807	0	602	807	
	Mittelwert	2,49	2,22	1,90	12.005,65	9.525,78	10.563,23	
	Median	2,00	1,00	1,00	4.794,09	3.082,95	5.347,31	
	Standardabweichung	2,40	2,09	1,57	27.690,53	27.162,31	18.154,73	
	Minimum	1	1	1	4,32	1,20	46,87	
	Maximum	24	22	18	615.951,81	549.527,16	271.696,50	
	Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	681,85	343,53	1.364,87
		20	1,00	1,00	1,00	1.422,90	724,72	2.231,95
		25	1,00	1,00	1,00	1.942,50	979,64	2.526,19
		30	1,00	1,00	1,00	2.379,60	1.282,75	2.884,65
		40	1,00	1,00	1,00	3.375,00	2.107,38	4.149,47
		50	2,00	1,00	1,00	4.794,09	3.082,95	5.347,31
		60	2,00	2,00	2,00	6.889,86	4.480,39	7.056,86
		70	3,00	2,00	2,00	9.947,34	7.114,50	9.057,27
		75	3,00	3,00	2,00	12.272,27	9.282,09	11.659,76
	80	3,00	3,00	3,00	15.149,17	11.475,00	13.800,16	
	90	5,00	5,00	4,00	26.523,15	21.106,98	22.212,43	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.259	1.990	764	2.259	1.990	764	
	Fehlend	0	269	1.495	0	269	1.495	
	Mittelwert	4,18	3,86	2,28	16.001,85	14.364,04	9.900,17	
	Median	3,00	2,00	1,00	5.836,55	5.092,90	4.188,78	
	Standardabweichung	4,63	4,32	2,24	31.085,33	29.174,55	19.193,03	
	Minimum	1	1	1	,10	,10	,14	
	Maximum	63	61	22	553.190,79	540.081,97	233.450,00	
	Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	494,34	326,52	596,86
		20	1,00	1,00	1,00	1.279,53	947,56	1.367,75
		25	1,00	1,00	1,00	1.799,60	1.372,41	1.680,22
		30	2,00	1,00	1,00	2.496,35	1.920,91	2.240,72
		40	2,00	2,00	1,00	3.982,64	3.328,13	3.168,25
		50	3,00	2,00	1,00	5.836,55	5.092,90	4.188,78
		60	3,00	3,00	2,00	8.698,20	7.529,60	5.994,88
		70	4,00	4,00	2,00	13.089,00	11.289,21	8.809,59
		75	5,00	5,00	3,00	16.240,25	14.484,78	10.620,89
	80	6,00	6,00	3,00	20.710,00	18.152,00	12.880,40	
	90	9,00	8,00	4,50	39.860,00	35.738,35	22.338,66	

Tab. 82: Deskriptive Statistiken zu durchschnittlichen Positionsanzahlen und Gesamtbeständen in der Anlageklasse Aktien – sofern ein Bestand in dem jeweiligen Bereich kundenindividuell vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

Anzahl Positionen		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente	
Beratungskunden						
0	Gültig	1	1.047	48,6	48,6	48,6
		2	434	20,1	20,1	68,7
		3	206	9,6	9,6	78,2
		4	135	6,3	6,3	84,5
		5	99	4,6	4,6	89,1
		6	58	2,7	2,7	91,8
		7	47	2,2	2,2	94,0
		8	30	1,4	1,4	95,4
		9	31	1,4	1,4	96,8
		10	17	,8	,8	97,6
		Rest	51	2,4	2,4	100,0
Gesamt		2.156	100,0	100,0		
Selbstentscheider-Kunden						
1	Gültig	1	731	29,4	29,4	29,4
		2	478	19,2	19,2	48,6
		3	297	11,9	11,9	60,5
		4	230	9,2	9,2	69,7
		5	161	6,5	6,5	76,2
		6	122	4,9	4,9	81,1
		7	108	4,3	4,3	85,4
		8	62	2,5	2,5	87,9
		9	60	2,4	2,4	90,3
		10	41	1,6	1,6	92,0
		Rest	200	8,0	8,0	100,0
Gesamt		2.490	100,0	100,0		

Tab. 83: Häufigkeiten zur Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern keine Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden			Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden						
0	Gültig	1	577	42,8	42,8	42,8
		2	287	21,3	21,3	64,0
		3	120	8,9	8,9	72,9
		4	96	7,1	7,1	80,1
		5	77	5,7	5,7	85,8
		6	43	3,2	3,2	89,0
		7	37	2,7	2,7	91,7
		8	27	2,0	2,0	93,7
		9	26	1,9	1,9	95,6
		10	11	,8	,8	96,4
		Rest	48	3,6	3,6	100,0
Gesamt			1.349	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden						
1	Gültig	1	231	23,2	23,2	23,2
		2	160	16,1	16,1	39,3
		3	124	12,5	12,5	51,8
		4	89	8,9	8,9	60,7
		5	74	7,4	7,4	68,1
		6	52	5,2	5,2	73,4
		7	51	5,1	5,1	78,5
		8	32	3,2	3,2	81,7
		9	32	3,2	3,2	84,9
		10	28	2,8	2,8	87,7
		Rest	122	12,3	12,3	100,0
Gesamt			995	100,0	100,0	
Retailkunden			Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden						
0	Gültig	1	470	58,2	58,2	58,2
		2	147	18,2	18,2	76,5
		3	86	10,7	10,7	87,1
		4	39	4,8	4,8	91,9
		5	22	2,7	2,7	94,7
		6	15	1,9	1,9	96,5
		7	10	1,2	1,2	97,8
		8	3	,4	,4	98,1
		9	5	,6	,6	98,8
		10	6	,7	,7	99,5
		Rest	4	,5	,5	100,0
Gesamt			807	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden						
1	Gültig	1	500	33,4	33,4	33,4
		2	318	21,3	21,3	54,7
		3	173	11,6	11,6	66,3
		4	141	9,4	9,4	75,7
		5	87	5,8	5,8	81,5
		6	70	4,7	4,7	86,2
		7	57	3,8	3,8	90,0
		8	30	2,0	2,0	92,0
		9	28	1,9	1,9	93,9
		10	13	,9	,9	94,8
		Rest	78	5,2	5,2	100,0
Gesamt			1.495	100,0	100,0	

Tab. 84: Häufigkeiten zur Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern keine Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

		Positionen Aktieneinzelwerte	Bestände Aktieneinzelwerte	
Beratungs- kunden	N Gültig	1.498	1.498	
	Fehlend	1.842	1.842	
	Mittelwert	4,17	44.525,54	
	Median	2,00	9.663,77	
	Standardabweichung	5,27	168.909,88	
	Minimum	1	,84	
	Maximum	78	4.319.106,0	
	Perzentile	10	1,00	698,07
		20	1,00	1.825,91
		25	1,00	2.625,18
		30	1,00	3.692,43
		40	2,00	6.063,73
		50	2,00	9.663,77
		60	3,00	15.511,22
		70	4,00	23.562,82
	75	5,00	31.303,21	
	80	6,00	41.781,41	
	90	9,10	97.289,05	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	1.070	1070	
	Fehlend	480	480	
	Mittelwert	5,90	35.713,42	
	Median	4,00	10.014,84	
	Standardabweichung	6,65	72.734,73	
	Minimum	1	1,56	
	Maximum	70	919.859,84	
	Perzentile	10	1,00	707,08
		20	2,00	1.969,92
		25	2,00	2.730,89
		30	2,00	3.854,17
		40	3,00	6.330,09
		50	4,00	10.014,80
		60	5,00	15.444,70
		70	6,00	25.020,66
	75	7,00	34.008,70	
	80	9,00	45.548,94	
	90	13,00	92.501,99	

Tab. 85: Deskriptive Statistiken zu durchschnittlichen Positionsanzahlen und Gesamtbeständen in der Anlageklasse Aktien – sofern Bestände sowohl im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ als auch bei den „Aktieneinzelwerten“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Positionen Aktieneinzelwerte	Bestände Aktieneinzelwerte	
Beratungs- kunden	N Gültig	1.143	1.143	
	Fehlend	1.240	1.240	
	Mittelwert	4,64	54.762,52	
	Median	3,00	13.261,47	
	Standardabweichung	5,79	191.337,61	
	Minimum	1	,84	
	Maximum	78	4.319.106,0	
	Perzentile	10	1,00	1.001,86
		20	1,00	2.705,44
		25	1,00	3.868,45
		30	2,00	5.260,79
		40	2,00	8.191,52
		50	3,00	13.261,47
		60	3,00	19.581,68
		70	5,00	31.778,69
	75	6,00	41.363,13	
	80	7,00	55.754,31	
	90	11,00	121.385,98	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	575	575	
	Fehlend	211	211	
	Mittelwert	6,86	52.919,90	
	Median	5,00	15.967,30	
	Standardabweichung	7,38	90.540,35	
	Minimum	1	4,26	
	Maximum	70	919.859,84	
	Perzentile	10	1,00	343,53
		20	1,00	828,63
		25	1,00	1.113,87
		30	1,00	1.432,28
		40	1,00	2.431,07
		50	2,00	3.692,58
		60	2,00	5.785,84
		70	3,00	9.088,16
	75	3,00	11.475,00	
	80	4,00	15.312,40	
	90	6,00	26.090,80	

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		Positionen Aktieneinzelwerte	Bestände Aktieneinzelwerte	
Beratungs- kunden	N Gültig	355	355	
	Fehlend	602	602	
	Mittelwert	2,65	11.565,36	
	Median	2,00	3.692,58	
	Standardabweichung	2,52	33.448,52	
	Minimum	1	1,20	
	Maximum	22	549.527,16	
	Perzentile	10	1,00	343,53
		20	1,00	828,63
		25	1,00	1.113,87
		30	1,00	1.432,28
		40	1,00	2.431,07
		50	2,00	3.692,58
		60	2,00	5.785,84
		70	3,00	9.088,16
	75	3,00	11.475,00	
	80	4,00	15.312,40	
	90	6,00	26.090,80	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	495	495	
	Fehlend	269	269	
	Mittelwert	4,79	15.726,10	
	Median	3,00	5.739,09	
	Standardabweichung	5,48	34.323,81	
	Minimum	1	1,56	
	Maximum	61	540.081,97	
	Perzentile	10	1,00	426,98
		20	1,00	1.156,60
		25	2,00	1.730,03
		30	2,00	2.231,30
		40	2,00	4.060,88
		50	3,00	5.739,09
		60	4,00	8.726,53
		70	5,00	12.627,83
	75	6,00	15.981,74	
	80	7,00	20.473,66	
	90	11,00	38.632,44	

Tab. 86: Deskriptive Statistiken zu durchschnittlichen Positionsanzahlen und Gesamtbeständen in der Anlageklasse Aktien – sofern Bestände sowohl im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ als auch bei den „Aktieneinzelwerten“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

	Anzahl Positionen	Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozenze	Kumulierte Prozenze
Beratungskunden					
Gültig	1	490	14,7	32,7	32,7
	2	284	8,5	19,0	51,7
	3	196	5,9	13,1	64,8
	4	112	3,4	7,5	72,2
	5	81	2,4	5,4	77,6
	6	60	1,8	4,0	81,6
	7	47	1,4	3,1	84,8
	8	36	1,1	2,4	87,2
	9	43	1,3	2,9	90,1
	10	22	,7	1,5	91,5
	Rest	127	3,7	8,5	100,00
Gesamt	1.498	44,9	100,0		
Fehlend	1.842	55,1			
Gesamt	3.340	100,0			
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	1	212	13,7	19,8	19,8
	2	167	10,8	15,6	35,4
	3	125	8,1	11,7	47,1
	4	92	5,9	8,6	55,7
	5	91	5,9	8,5	64,2
	6	67	4,3	6,3	70,5
	7	55	3,5	5,1	75,6
	8	34	2,2	3,2	78,8
	9	37	2,4	3,5	82,2
	10	25	1,6	2,3	84,6
	Rest	170	10,6	15,4	100,0
Gesamt	1.070	69,0	100,0		
Fehlend	480	31,0			
Gesamt	1.550	100,0			

Tab. 87: Häufigkeiten zur Anzahl an Positionen in Aktieneinzelwerten je Kunde – sofern Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	1	334	14,0	29,2	29,2
	2	212	8,9	18,5	47,8
	3	151	6,3	13,2	61,0
	4	86	3,6	7,5	68,5
	5	61	2,6	5,3	73,8
	Rest	299	12,6	26,2	100,0
Gesamt		1.143	48,0	100,0	
Fehlend		1.240	52,0		
Gesamt		2.383	100,0		
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	1	94	12,0	16,3	16,3
	2	76	9,7	13,2	29,6
	3	68	8,7	11,8	41,4
	4	42	5,3	7,3	48,7
	5	51	6,5	8,9	57,6
	Rest	244	31	42,4	100,0
Gesamt		575	73,2	100,0	
Fehlend		211	26,8		
Gesamt		786	100,0		
Retailkunden		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	1	156	16,3	43,9	43,9
	2	72	7,5	20,3	64,2
	3	45	4,7	12,7	76,9
	4	26	2,7	7,3	84,2
	5	20	2,1	5,6	89,9
	Rest	36	3,8	10,1	100,0
Gesamt		355	37,1	100,0	
Fehlend		602	62,9		
Gesamt		957	100,0		
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	1	118	15,4	23,8	23,8
	2	91	11,9	18,4	42,2
	3	57	7,5	11,5	53,7
	4	50	6,5	10,1	63,8
	5	40	5,2	8,1	71,9
	Rest	139	18,3	28,1	100,0
Gesamt		495	64,8	100,0	
Fehlend		269	35,2		
Gesamt		764	100,0		

Tab. 88: Häufigkeiten zur Anzahl an Positionen in Aktienezusammenstellungen je Kunde – sofern Bestände im Subsektor „Aktienfonds & Sonstige“ vorhanden sind – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

	Anzahl Branchen	Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozepte	Kumulierte Prozepte
Beratungskunden					
Gültig	1	1.990	54,5	54,5	54,5
	2	689	18,9	18,9	73,3
	3	386	10,6	10,6	83,9
	4	204	5,6	5,6	89,5
	5	142	3,9	3,9	93,3
	6	89	2,4	2,4	95,8
	7	67	1,8	1,8	97,6
	8	35	1,0	1,0	98,6
	9	18	,5	,5	99,1
	10	13	,4	,4	99,4
	Rest	21	,6	,6	100,0
Gesamt		3.654	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	1	1.698	47,7	47,7	47,7
	2	681	19,1	19,1	66,8
	3	390	11,0	11,0	77,8
	4	287	8,1	8,1	85,8
	5	169	4,7	4,7	90,6
	6	116	3,3	3,3	93,8
	7	69	1,9	1,9	95,8
	8	60	1,7	1,7	97,5
	9	34	1,0	1,0	98,4
	10	16	,4	,4	98,9
	Rest	40	1,1	1,1	100,0
Gesamt		1.698	47,7	47,7	47,7

Tab. 89: Häufigkeiten zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktienezusammenstellungen des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in HDAX-Aktienzusammenstellungen vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

		Vermögenskunden		Retailkunden	
		Beratungskunden	Selbstentscheider-Kunden	Beratungskunden	Selbstentscheider-Kunden
N	Gültig	2.492	1.570	1.162	1.990
	Fehlend	0	0	0	0
	Mittelwert	2,41	2,99	1,63	2,08
	Median	2,00	2,00	1,00	1,00
	Standardabweichung	2,114	2,482	1,133	1,753
	Minimum	1	1	1	1
	Maximum	19	15	9	15
Perzentile	10	1,00	1,00	1,00	1,00
	20	1,00	1,00	1,00	1,00
	25	1,00	1,00	1,00	1,00
	30	1,00	1,00	1,00	1,00
	40	1,00	2,00	1,00	1,00
	50	2,00	2,00	1,00	1,00
	60	2,00	3,00	1,00	2,00
	70	3,00	4,00	2,00	2,00
	75	3,00	4,00	2,00	2,00
	80	4,00	5,00	2,00	3,00
	90	5,00	6,00	3,00	4,00

Tab. 90: Deskriptive Statistiken zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

Vermögenskunden		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	1	1.221	49,0	49,0	49,0
	2	487	19,5	19,5	68,5
	3	271	10,9	10,9	79,4
	4	162	6,5	6,5	85,9
	5	127	5,1	5,1	91,0
	6	80	3,2	3,2	94,2
	7	61	2,4	2,4	96,7
	8	33	1,3	1,3	98,0
	Rest	50	2,0	2,0	100,0
Gesamt		2.492	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	1	600	38,2	38,2	38,2
	2	285	18,2	18,2	56,4
	3	210	13,4	13,4	69,7
	4	150	9,6	9,6	79,3
	5	96	6,1	6,1	85,4
	6	72	4,6	4,6	90,0
	7	49	3,1	3,1	93,1
	8	45	2,9	2,9	96,0
	Rest	63	4,0	4,0	100,0
Gesamt		1.570	100,0	100,0	
Retailkunden					
Beratungskunden					
Gültig	1	769	66,2	66,2	66,2
	2	202	17,4	17,4	83,6
	3	115	9,9	9,9	93,5
	4	42	3,6	3,6	97,1
	5	15	1,3	1,3	98,4
	6	9	,8	,8	99,1
	7	6	,5	,5	99,7
	8	2	,2	,2	99,8
	Rest	2	,2	,2	100,0
Gesamt		1.162	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	1	1.098	55,2	55,2	55,2
	2	396	19,9	19,9	75,1
	3	180	9,0	9,0	84,1
	4	137	6,9	6,9	91,0
	5	73	3,7	3,7	94,7
	6	44	2,2	2,2	96,9
	7	20	1,0	1,0	97,9
	8	15	,8	,8	98,6
	Rest	27	1,4	1,4	100,0
Gesamt		1.990	100,0	100,0	

Tab. 91: Häufigkeiten zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

	Anzahl Branchen	Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	1	1.402	60,8	60,8	60,8
	2	482	20,9	20,9	81,7
	3	212	9,2	9,2	90,9
	4	99	4,3	4,3	95,2
	5	50	2,2	2,2	97,4
	6	34	1,5	1,5	98,8
	7	16	,7	,7	99,5
	8	5	,2	,2	99,7
	9	4	,2	,2	99,9
	10	0	0	0	99,9
	Rest	2	,1	,1	100,0
Gesamt		2.306	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	1	699	50,3	50,3	50,3
	2	339	24,4	24,4	74,7
	3	162	11,7	11,7	86,3
	4	80	5,8	5,8	92,1
	5	51	3,7	3,7	95,8
	6	31	2,2	2,2	98,0
	7	14	1,0	1,0	99,0
	8	9	,6	,6	99,6
	9	3	,2	,2	99,9
	10	1	,1	,1	99,9
	Rest	1	,1	,1	100,0
Gesamt		1.390	100,0	100,0	100,0

Tab. 92: Häufigkeiten zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktienezusammenstellungen des HDAX je Kunde – sofern in Aktienezusammenstellungen ausschließlich ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	1	821	55,4	55,4	55,4
	2	333	22,5	22,5	77,9
	3	145	9,8	9,8	87,7
	4	80	5,4	5,4	93,1
	5	46	3,1	3,1	96,2
	6	30	2,0	2,0	98,2
	7	16	1,1	1,1	99,3
	8	5	,3	,3	99,7
	Rest	5	,3	,3	100,0
Gesamt		1.481	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	1	235	41,7	41,7	41,7
	2	140	24,8	24,8	66,5
	3	82	14,5	14,5	81,0
	4	39	6,9	6,9	87,9
	5	32	5,7	5,7	93,6
	6	20	3,5	3,5	97,2
	7	9	1,6	1,6	98,8
	8	4	,7	,7	99,5
	Rest	3	,5	,5	100,0
Gesamt		564	100,0	100,0	
Retailkunden		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	1	581	70,4	70,4	70,4
	2	149	18,1	18,1	88,5
	3	67	8,1	8,1	96,6
	4	19	2,3	2,3	98,9
	5	4	,5	,5	99,4
	6	4	,5	,5	99,9
	7	0	0	0	99,9
	8	0	0	0	99,9
	Rest	1	,1	,1	100,0
Gesamt		825	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	1	464	56,2	56,2	56,2
	2	199	24,1	24,1	80,3
	3	80	9,7	9,7	90,0
	4	41	5,0	5,0	94,9
	5	19	2,3	2,3	97,2
	6	11	1,3	1,3	98,5
	7	5	,6	,6	99,2
	8	5	,6	,6	99,8
	Rest	2	,2	,2	100,0
Gesamt		826	100,0	100,0	

Tab. 93: Häufigkeiten zur Anzahl unterschiedlicher Branchen in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern in Aktieneinzelwerten ausschließlich ein Bestand in HDAX-Aktienwerten vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

		Telekommunikation	Chemie	Banken	Automobile	Versorger	
Beratungskunden	N Gültig	1.516	826	814	915	725	
	Fehlend	2.138	2.828	2.840	2.739	2.929	
	Mittelwert	,6133	,4190	,4185	,4421	,4549	
	Median	,5000	,3333	,3333	,3333	,3333	
	Standardabweichung	,34413	,30994	,30676	,30725	,33006	
	Minimum	,05	,05	,05	,05	,05	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,1667	,1429	,1339	,1429	,1250
		20	,2500	,1667	,1667	,1667	,1667
		25	,3333	,2000	,2000	,2000	,2000
		30	,3333	,2000	,2000	,2500	,2000
		40	,5000	,2500	,2500	,2500	,2500
		50	,5000	,3333	,3333	,3333	,3333
		60	1,0000	,3333	,3333	,5000	,5000
		70	1,0000	,5000	,5000	,5000	,5000
75		1,0000	,5000	,5000	,5000	,5000	
80		1,0000	,5000	,5000	1,0000	1,0000	
90	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000		
Selbstentscheiderkunden	N Gültig	1.163	749	1.099	823	660	
	Fehlend	2.397	2.811	2.461	2.737	2.900	
	Mittelwert	,4249	,3405	,4478	,3642	,3609	
	Median	,3333	,2500	,3333	,2500	,2500	
	Standardabweichung	,29630	,26928	,32662	,27621	,28166	
	Minimum	,07	,07	,07	,07	,07	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,1250	,1111	,1250	,1250	,1111
		20	,1667	,1429	,1667	,1429	,1429
		25	,2000	,1667	,2000	,1667	,1667
		30	,2500	,1667	,2000	,2000	,1667
		40	,2500	,2000	,2500	,2000	,2000
		50	,3333	,2500	,3333	,2500	,2500
		60	,5000	,3333	,5000	,3333	,3333
		70	,5000	,3333	,5000	,5000	,5000
75		,5000	,5000	,5000	,5000	,5000	
80		,5000	,5000	1,0000	,5000	,5000	
90	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000		

Tab. 94: Deskriptive Statistiken zu den Anteilen der verschiedenen Branchen an der Portfolioallokation in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in der jeweiligen Branche vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

	Anteil der Branche	Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	,05	1	,0	,1	,1
	,06	2	,1	,1	,2
	,07	2	,1	,1	,3
	,07	1	,0	,1	,4
	,08	3	,1	,2	,6
	,08	2	,1	,1	,7
	,09	6	,2	,4	1,1
	,10	9	,2	,6	1,7
	,11	12	,3	,8	2,5
	,13	27	,7	1,8	4,3
	,14	44	1,2	2,9	7,2
	,17	49	1,3	3,2	10,4
	,20	81	2,2	5,3	15,8
	,25	114	3,1	7,5	23,3
	,33	200	5,5	13,2	36,5
	,50	332	9,1	21,9	58,4
	1,00	631	17,3	41,6	100,0
	Gesamt	1.516	41,5	100,0	
Fehlend	System	2.138	58,5		
Gesamt		3.654	100,0		
Selbstentscheider-Kunden					
	,07	2	,1	,2	,2
	,07	4	,1	,3	,5
	,08	6	,2	,5	1,0
	,08	5	,1	,4	1,5
	,09	17	,5	1,5	2,9
	,10	10	,3	,9	3,8
	,11	24	,7	2,1	5,8
	,13	50	1,4	4,3	10,1
	,14	49	1,4	4,2	14,4
	,17	75	2,1	6,4	20,8
	,20	96	2,7	8,3	29,1
	,25	171	4,8	14,7	43,8
	,33	180	5,1	15,5	59,2
	,50	268	7,5	23,0	82,3
	1,00	206	5,8	17,7	100,0
	Gesamt	1.163	32,7	100,0	
Fehlend	System	2.397	67,3		
Gesamt		3.560	100,0		

Tab. 95: Häufigkeiten zum Anteil der Branche Telekommunikation in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Telekommunikation	Chemie	Banken	Automobile	Versorger	
Beratungskunden	N Gültig	1.024	669	660	688	558	
	Fehlend	1.468	1.823	1.832	1.804	1.934	
	Mittelwert	,5574	,3995	,3810	,4040	,4054	
	Median	,5000	,2500	,2500	,3333	,3333	
	Standardabweichung	,34418	,30672	,29085	,29571	,30914	
	Minimum	,05	,05	,05	,05	,05	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,1548	,1250	,1250	,1250	,1250
		20	,2000	,1667	,1667	,1667	,1667
		25	,2500	,1667	,1667	,1667	,1667
		30	,3333	,2000	,2000	,2000	,2000
		40	,3333	,2500	,2000	,2500	,2500
		50	,5000	,2500	,2500	,3333	,3333
		60	,5000	,3333	,3333	,3333	,3333
		70	1,0000	,5000	,5000	,5000	,5000
		75	1,0000	,5000	,5000	,5000	,5000
	80	1,0000	,5000	,5000	,5000	,5000	
	90	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	
Selbstentscheider-Kunden	N Gültig	559	435	598	443	371	
	Fehlend	1.011	1.135	972	1.127	1.199	
	Mittelwert	,3513	,2925	,4023	,3030	,3108	
	Median	,2500	,2000	,2500	,2000	,2500	
	Standardabweichung	,26245	,22850	,31568	,23993	,24286	
	Minimum	,07	,07	,07	,07	,07	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,1250	,1111	,1250	,1111	,1111
		20	,1429	,1250	,1429	,1250	,1429
		25	,1667	,1429	,1667	,1429	,1429
		30	,2000	,1667	,2000	,1667	,1667
		40	,2500	,1667	,2500	,2000	,2000
		50	,2500	,2000	,2500	,2000	,2500
		60	,3333	,2500	,3333	,2500	,2500
		70	,3333	,3333	,5000	,3333	,3333
		75	,5000	,3333	,5000	,3333	,3333
	80	,5000	,5000	,5000	,5000	,5000	
	90	1,0000	,5000	1,0000	,5000	,5000	

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		Telekommunikation	Chemie	Banken	Automobile	Versorger	
Beratungskunden	N Gültig	492	157	154	227	167	
	Fehlend	670	1.005	1.008	935	995	
	Mittelwert	,7297	,5020	,5794	,5575	,6204	
	Median	1,0000	,3333	,5000	,5000	,5000	
	Standardabweichung	,31384	,31081	,32178	,31334	,34450	
	Minimum	,11	,11	,11	,11	,11	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,2500	,2000	,2000	,2000	,2000
		20	,3333	,2500	,3333	,2500	,2500
		25	,5000	,2500	,3333	,3333	,3333
		30	,5000	,2500	,3333	,3333	,3333
		40	,5000	,3333	,3333	,3333	,3667
		50	1,0000	,3333	,5000	,5000	,5000
		60	1,0000	,5000	,5000	,5000	1,0000
70		1,0000	,5000	1,0000	1,0000	1,0000	
75		1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	
80		1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	
90	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000		
Selbstentscheider-Kunden	N Gültig	604	314	501	380	289	
	Fehlend	1.386	1.676	1.489	1.610	1.701	
	Mittelwert	,4931	,4070	,5021	,4356	,4254	
	Median	,5000	,2500	,3333	,3333	,3333	
	Standardabweichung	,30947	,30537	,33143	,29807	,31359	
	Minimum	,07	,07	,07	,07	,07	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,1667	,1250	,1667	,1429	,1250
		20	,2000	,1667	,2000	,2000	,1667
		25	,2500	,2000	,2500	,2000	,2000
		30	,2500	,2000	,2500	,2500	,2000
		40	,3333	,2500	,3333	,2500	,2500
		50	,5000	,2500	,3333	,3333	,3333
		60	,5000	,3333	,5000	,5000	,3333
70		,5000	,5000	,5000	,5000	,5000	
75		,5000	,5000	1,0000	,5000	,5000	
80		1,0000	,5000	1,0000	,5000	1,0000	
90	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000		

Tab. 96: Deskriptive Statistiken zu den Anteilen der verschiedenen Branchen an der Portfolioallokation in Aktieneinzelwerten des HDAX je Kunde – sofern ein Bestand in der jeweiligen Branche vorhanden ist – in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

		Deutsch- land	Europa (ex D)	Nord- amerika	Japan	BRIC	Sonstige	
Beratungs- kunden	N Gültig	4.989	4.989	4.989	4.989	4.989	4.989	
	Fehlend	507	507	507	507	507	507	
	Mittelwert	,6453	,1933	,0294	,0034	,0247	,1039	
	Median	,9152	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,41869	,33290	,13663	,04473	,12167	,25978	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,1569	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,3551	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	,6635	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	,9152	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,1473	,0000	,0000	,0000	,0000
75		1,0000	,2569	,0000	,0000	,0000	,0000	
80		1,0000	,3897	,0000	,0000	,0000	,0357	
90	1,0000	1,0000	,0000	,0000	,0000	,4246		
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	3.913	3.913	3.913	3.913	3.913	3.913	
	Fehlend	127	127	127	127	127	127	
	Mittelwert	,7132	,1186	,0732	,0044	,0325	,0580	
	Median	,9504	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,37493	,24738	,21011	,04529	,14088	,18764	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,2743	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,4629	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,5954	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	,8006	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	,9504	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,0461	,0000	,0000	,0000	,0000
75		1,0000	,1081	,0000	,0000	,0000	,0000	
80		1,0000	,1854	,0207	,0000	,0000	,0000	
90	1,0000	,4442	,2182	,0000	,0007	,1560		

Tab. 97: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolioallokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Deutsch- land	Europa (ex D)	Nord- amerika	Japan	BRIC	Sonstige	
Beratungs- kunden	N Gültig	3.330	3.330	3.330	3.330	3.330	3.330	
	Fehlend	402	402	402	402	402	402	
	Mittelwert	,6498	,1871	,0299	,0042	,0282	,1008	
	Median	,9015	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,41282	,32315	,13269	,04868	,12808	,25316	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,1964	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,3959	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	,6691	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	,9015	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,1483	,0000	,0000	,0000	,0000
		75	1,0000	,2525	,0000	,0000	,0000	,0000
		80	1,0000	,3653	,0000	,0000	,0000	,0426
	90	1,0000	,8836	,0180	,0000	,0000	,4015	
	Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	1.701	1.701	1.701	1.701	1.701	1.701
Fehlend		80	80	80	80	80	80	
Mittelwert		,7117	,1211	,0657	,0057	,0381	,0576	
Median		,9153	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
Standardabweichung		,36474	,23795	,18510	,05296	,15110	,18393	
Minimum		,00	,00	,00	,00	,00	,00	
Maximum		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
Perzentile		10	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,3224	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,4722	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,5916	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	,7710	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	,9153	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0001	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,0787	,0000	,0000	,0000	,0000
		75	1,0000	,1358	,0021	,0000	,0000	,0000
		80	1,0000	,2013	,0368	,0000	,0000	,0000
90		1,0000	,4380	,1945	,0000	,0469	,1554	

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		Deutsch- land	Europa (ex D)	Nord- amerika	Japan	BRIC	Sonstige	
Beratungs- kunden	N Gültig	1.659	1.659	1.659	1.659	1.659	1.659	
	Fehlend	105	105	105	105	105	105	
	Mittelwert	,6362	,2057	,0283	,0017	,0179	,1103	
	Median	,9762	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,43022	,35144	,14425	,03546	,10738	,27254	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,0649	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,2818	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	,6340	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	,9762	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,1451	,0000	,0000	,0000	,0000
		75	1,0000	,2923	,0000	,0000	,0000	,0000
80		1,0000	,4783	,0000	,0000	,0000	,0000	
90	1,0000	1,0000	,0000	,0000	,0000	,4638		
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.212	2.212	2.212	2.212	2.212	2.212	
	Fehlend	47	47	47	47	47	47	
	Mittelwert	,7144	,1167	,0789	,0035	,0282	,0582	
	Median	,9841	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,38266	,25443	,22735	,03835	,13235	,19048	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,2558	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,4547	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,6012	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	,8209	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	,9841	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,0133	,0000	,0000	,0000	,0000
		75	1,0000	,0819	,0000	,0000	,0000	,0000
80		1,0000	,1571	,0026	,0000	,0000	,0000	
90	1,0000	,4562	,2508	,0000	,0000	,1561		

Tab. 98: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolioallokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

		Deutsch- land	Europa (ex D)	Nord- amerika	Japan	BRIC	Sonstige	
Beratungs- kunden	N Gültig	4.989	4.989	4.989	4.989	4.989	4.989	
	Fehlend	507	507	507	507	507	507	
	Mittelwert	,5959	,1678	,0274	,0029	,0225	,1834	
	Median	,7301	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,41205	,29664	,12872	,03991	,11214	,29926	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,0001	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,1314	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,2626	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	,5018	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	,7301	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	,9435	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,1363	,0000	,0000	,0000	,1869
75		1,0000	,2208	,0000	,0000	,0000	,2914	
80		1,0000	,3216	,0000	,0000	,0000	,4220	
90	1,0000	,6691	,0000	,0000	,0000	,7048		
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	3.913	3.913	3.913	3.913	3.913	3.913	
	Fehlend	127	127	127	127	127	127	
	Mittelwert	,6924	,1121	,0703	,0041	,0304	,0907	
	Median	,8955	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,37534	,23392	,20351	,04058	,13342	,21645	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,2452	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,4119	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,5315	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	,7454	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	,8955	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,0476	,0000	,0000	,0000	,0000
75		1,0000	,1027	,0000	,0000	,0000	,0170	
80		1,0000	,1758	,0204	,0000	,0000	,0914	
90	1,0000	,4122	,2116	,0000	,0008	,3606		

Tab. 99: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolioallokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung (unter Einbeziehung von Mischfonds, gemischten Dachfonds sowie Multi-Asset-Fonds)

Vermögenskunden		Deutsch- land	Europa (ex D)	Nord- amerika	Japan	BRIC	Sonstige	
Beratungs- kunden	N Gültig	3.330	3.330	3.330	3.330	3.330	3.330	
	Fehlend	402	402	402	402	402	402	
	Mittelwert	,6074	,1634	,0285	,0038	,0254	,1714	
	Median	,7471	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,40794	,28957	,12755	,04522	,11630	,29290	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,0148	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,1588	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,2934	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	,5455	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	,7471	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	,9458	,0013	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,1377	,0000	,0000	,0000	,1373
		75	1,0000	,2160	,0000	,0000	,0000	,2511
80		1,0000	,3024	,0000	,0000	,0000	,3736	
90	1,0000	,6248	,0182	,0000	,0000	,6887		
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	1.701	1.701	1.701	1.701	1.701	1.701	
	Fehlend	80	80	80	80	80	80	
	Mittelwert	,6978	,1162	,0641	,0049	,0361	,0809	
	Median	,8779	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,36366	,22693	,18146	,04443	,14443	,19974	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,2898	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,4474	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,5565	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	,7471	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	,8779	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	,9884	,0004	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,0786	,0000	,0000	,0000	,0000
		75	1,0000	,1341	,0027	,0000	,0000	,0203
80		1,0000	,1997	,0366	,0000	,0000	,0731	
90	1,0000	,4173	,1899	,0000	,0471	,2910		

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		Deutsch- land	Europa (ex D)	Nord- amerika	Japan	BRIC	Sonstige	
Beratungs- kunden	N Gültig	1.659	1.659	1.659	1.659	1.659	1.659	
	Fehlend	105	105	105	105	105	105	
	Mittelwert	,5724	,1768	,0251	,0012	,0167	,2078	
	Median	,6685	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,41942	,31039	,13107	,02593	,10297	,31042	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,0679	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,2050	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	,4268	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	,6685	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	,9431	,0000	,0000	,0000	,0000	,0477
		70	1,0000	,1308	,0000	,0000	,0000	,2783
75		1,0000	,2307	,0000	,0000	,0000	,3733	
80	1,0000	,3660	,0000	,0000	,0000	,4890		
90	1,0000	,7324	,0000	,0000	,0000	,7377		
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	2.212	2.212	2.212	2.212	2.212	2.212	
	Fehlend	47	47	47	47	47	47	
	Mittelwert	,6883	,1089	,0750	,0034	,0260	,0984	
	Median	,9165	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	
	Standardabweichung	,38413	,23918	,21890	,03735	,12413	,22825	
	Minimum	,00	,00	,00	,00	,00	,00	
	Maximum	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	
	Perzentile	10	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		20	,2106	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		25	,3844	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		30	,5100	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		40	,7436	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		50	,9165	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		60	1,0000	,0000	,0000	,0000	,0000	,0000
		70	1,0000	,0135	,0000	,0000	,0000	,0000
75		1,0000	,0762	,0000	,0000	,0000	,0121	
80	1,0000	,1470	,0030	,0000	,0000	,1100		
90	1,0000	,4067	,2217	,0000	,0000	,4295		

Tab. 100: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen der verschiedenen Länder bzw. Regionen an der Portfolioallokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung (unter Einbeziehung von Mischfonds, gemischten Dachfonds sowie Multi-Asset-Fonds)

		Gesamt	Vermögenskunden	Retailkunden
Beratungskunden	N Gültig	3.350	2.288	1.062
	Fehlend	2.146	1.444	702
	Mittelwert	,5338	,4990	,6088
	Median	,5199	,4358	,9295
	Standardabweichung	,42630	,41617	,43823
	Minimum	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,0000	,0000	,0000
	20	,0000	,0000	,0000
	25	,0057	,0000	,0366
	30	,1254	,1084	,1871
	40	,3222	,2871	,4972
	50	,5199	,4358	,9295
	60	,8646	,6649	1,0000
	70	1,0000	1,0000	1,0000
	75	1,0000	1,0000	1,0000
80	1,0000	1,0000	1,0000	
90	1,0000	1,0000	1,0000	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	2.989	1.366	1.623
	Fehlend	1.051	415	636
	Mittelwert	,3987	,3723	,4208
	Median	,3124	,3035	,3236
	Standardabweichung	,38652	,35863	,40732
	Minimum	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,0000	,0000	,0000
	20	,0000	,0000	,0000
	25	,0000	,0000	,0000
	30	,0000	,0199	,0000
	40	,1683	,1803	,1565
	50	,3124	,3035	,3236
	60	,4384	,4007	,4876
	70	,6202	,5441	,7402
	75	,7529	,6301	,9280
80	,9688	,7437	1,0000	
90	1,0000	1,0000	1,0000	

Tab. 101: Häufigkeiten zu den durchschnittlichen volumengewichteten Anteilen von Aktiengesellschaften aus dem Umkreis von 100 km um das Geschäftsgebiet der analysierten Kreditinstitute an der Portfolioallokation in Aktien je Kunde in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung – Gesamt und nach Kundenklassen

		DAX	MDAX	TECDAX
Beratungskunden	N Gültig	3.350	3.350	3.350
	Fehlend	304	304	304
	Mittelwert	,8960	,0770	,0270
	Median	1,0000	,0000	,0000
	Standardabweichung	,22218	,18731	,12531
	Minimum	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,6000	,0000	,0000
	20	,8000	,0000	,0000
	25	,8889	,0000	,0000
	30	1,0000	,0000	,0000
	40	1,0000	,0000	,0000
	50	1,0000	,0000	,0000
	60	1,0000	,0000	,0000
	70	1,0000	,0000	,0000
	75	1,0000	,0000	,0000
80	1,0000	,1111	,0000	
90	1,0000	,3333	,0000	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	2.989	2.989	2.989
	Fehlend	571	571	571
	Mittelwert	,7973	,1146	,0880
	Median	1,0000	,0000	,0000
	Standardabweichung	,30775	,23397	,22280
	Minimum	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,3333	,0000	,0000
	20	,5455	,0000	,0000
	25	,6667	,0000	,0000
	30	,7500	,0000	,0000
	40	,8889	,0000	,0000
	50	1,0000	,0000	,0000
	60	1,0000	,0000	,0000
	70	1,0000	,0000	,0000
	75	1,0000	,1484	,0000
80	1,0000	,2222	,0000	
90	1,0000	,4000	,3333	

Tab. 102: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen verschiedener Börsenindices an der Portfolioallokation eines privaten Kapitalanlegers in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		DAX	MDAX	TECDAX
Beratungskunden	N Gültig	2.288	2.288	2.288
	Fehlend	204	204	204
	Mittelwert	,8923	,0810	,0267
	Median	1,0000	,0000	,0000
	Standardabweichung	,21697	,18325	,11986
	Minimum	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,6000	,0000	,0000
	20	,7979	,0000	,0000
	25	,8571	,0000	,0000
	30	1,0000	,0000	,0000
	40	1,0000	,0000	,0000
	50	1,0000	,0000	,0000
	60	1,0000	,0000	,0000
	70	1,0000	,0000	,0000
	75	1,0000	,0000	,0000
80	1,0000	,1547	,0000	
90	1,0000	,3333	,0000	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	1.366	1.366	1.366
	Fehlend	204	204	204
	Mittelwert	,8009	,1224	,0767
	Median	1,0000	,0000	,0000
	Standardabweichung	,28358	,22477	,19395
	Minimum	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,4144	,0000	,0000
	20	,6000	,0000	,0000
	25	,6667	,0000	,0000
	30	,7156	,0000	,0000
	40	,8333	,0000	,0000
	50	1,0000	,0000	,0000
	60	1,0000	,0000	,0000
	70	1,0000	,1429	,0000
	75	1,0000	,2000	,0000
80	1,0000	,2500	,0000	
90	1,0000	,4000	,3333	

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden		DAX	MDAX	TECDAX
Beratungskunden	N Gültig	1.062	1.062	1.062
	Fehlend	100	100	100
	Mittelwert	,9039	,0683	,0277
	Median	1,0000	,0000	,0000
	Standardabweichung	,23292	,19557	,13635
	Minimum	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,5000	,0000	,0000
	20	1,0000	,0000	,0000
	25	1,0000	,0000	,0000
	30	1,0000	,0000	,0000
	40	1,0000	,0000	,0000
	50	1,0000	,0000	,0000
	60	1,0000	,0000	,0000
	70	1,0000	,0000	,0000
	75	1,0000	,0000	,0000
	80	1,0000	,0000	,0000
90	1,0000	,2500	,0000	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	1.623	1.623	1.623
	Fehlend	367	367	367
	Mittelwert	,7943	,1081	,0976
	Median	1,0000	,0000	,0000
	Standardabweichung	,32677	,24131	,24410
	Minimum	,00	,00	,00
	Maximum	1,00	1,00	1,00
	Perzentile 10	,0000	,0000	,0000
	20	,5000	,0000	,0000
	25	,6667	,0000	,0000
	30	,7500	,0000	,0000
	40	1,0000	,0000	,0000
	50	1,0000	,0000	,0000
	60	1,0000	,0000	,0000
	70	1,0000	,0000	,0000
	75	1,0000	,0000	,0000
	80	1,0000	,2000	,0000
90	1,0000	,4000	,4286	

Tab. 103: Deskriptive Statistiken zu den durchschnittlichen Anteilen verschiedener Börsenindices an der Portfolioallokation eines privaten Kapitalanlegers in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

Gesamt		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	DAX	1.902	52,1	100,0	100,0
Fehlend	System	1.752	47,9		
Gesamt		3.654	100,0		
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	DAX	1.035	29,1	100,0	100,0
Fehlend	System	2.525	70,9		
Gesamt		3.560	100,0		
Vermögenskunden		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	DAX	1.198	48,1	100,0	100,0
Fehlend	System	1.294	51,9		
Gesamt		2.492	100,0		
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	DAX	407	25,9	100,0	100,0
Fehlend	System	1.163	74,1		
Gesamt		1.570	100,0		
Retailkunden		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	DAX	704	60,6	100,0	100,0
Fehlend	System	458	39,4		
Gesamt		1.162	100,0		
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	DAX	628	31,6	100,0	100,0
Fehlend	System	1.362	68,4		
Gesamt		1.990	100,0		

Tab. 104: Häufigkeiten zu den durchschnittlichen Anteilen privater Investoren mit ausschließlich DAX-Einzelwerten in der Portfolioallokation in Aktienezinzelwerten in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung – Gesamt und nach Kundenklassen

Gesamt		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	1	2.595	71,0	77,5	77,5
	2	674	18,4	20,1	97,6
	3	81	2,2	2,4	100,0
	Gesamt	3.350	91,7	100,0	
Fehlend	System	304	8,3		
Gesamt		3.654	100,0		
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	1	1.993	56,0	66,7	66,7
	2	807	22,7	27,0	93,7
	3	189	5,3	6,3	100,0
	Gesamt	2.989	84,0	100,0	
Fehlend	System	571	16,0		
Gesamt		3.560	100,0		
Vermögenskunden		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	1	1.699	68,2	74,3	74,3
	2	517	20,7	22,6	96,9
	3	72	2,9	3,1	100,0
	Gesamt	2.288	91,8	100,0	
Fehlend	System	204	8,2		
Gesamt		2.492	100,0		
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	1	815	51,9	59,7	59,7
	2	445	28,3	32,6	92,2
	3	106	6,8	7,8	100,0
	Gesamt	1.366	87,0	100,0	
Fehlend	System	204	13,0		
Gesamt		1.570	100,0		
Retailkunden		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
Gültig	1	896	77,1	84,4	84,4
	2	157	13,5	14,8	99,2
	3	9	,8	,8	100,0
	Gesamt	1.062	91,4	100,0	
Fehlend	System	100	8,6		
Gesamt		1.162	100,0		
Selbstentscheider-Kunden					
Gültig	1	1.178	59,2	72,6	72,6
	2	362	18,2	22,3	94,9
	3	83	4,2	5,1	100,0
	Gesamt	1.623	81,6	100,0	
Fehlend	System	367	18,4		
Gesamt		1.990	100,0		

Tab. 105: Häufigkeiten zur Anzahl der in der Portfolioallokation auf Kundenebene berücksichtigten Börsenindices in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung – Gesamt und nach Kundenklassen

BANK/ FONDS- GESELLSCHAFT	DekaBank		Sparkasse Essen		DAB Bank (BNP Paribas)		Commerzbank		DWS		Volksbank Ulm-Biberach		BW Bank	
	„Deka-Vermögens-konzept Aktiv“	„Portfolio-Profil“	„ETF Musterportfolios“	„Musterdepots“	„Musterportfolios“	„Konservativ“	„Einkommen“	„Konservativ“	„Konservativ“	„Konservativ“	„Konservativ“	„Portfolio 20“	„Portfolio 20“	„Portfolio 20“
STRATEGIE														
KONSERVATIV	„Rendite“	„ErtragPlus“	„Konservativ“	„Einkommen“	„Konservativ“	„Konservativ“	„Konservativ“	„Konservativ“	„Konservativ“	„Konservativ“	„Konservativ“	„Konservativ“	„Konservativ“	„Konservativ“
Aktien	20 % (0-30 %)	bis zu 30 %	33 %	32 %	20,50 %	20 %	20 %	20 %	20,50 %	20 %	20 % (10-30 %)	25,1 %	20-33 %	
Anleihen	80 %	ja	63 %	50 %	79,50 %	73 %	73 %	73 %	79,50 %	73 %	bis 90 %	72,6 %	50-90 %	
Immobilien	ja	ja	4 %	18 %	ja	5 %	5 %	5 %	ja	5 %	ja (akt. 4 %)	7,8 %	4-18 %	
Sonstige	nein	nein	nein	nein	nein	2 %	2 %	2 %	nein	2 %	nein	2,0 %	0-2 %	
RISIKOBEWUSST	„Wachstum“	„Wachstum“	„Ausgewogen“	„Wachstum“	„Ausgewogen“	„Ausgewogen“	„Ausgewogen“	„Ausgewogen“	„Ausgewogen“	„Ausgewogen“	„Ausgewogen“	„Ausgewogen“	„Ausgewogen“	
Aktien	40 % (0-60 %)	bis zu 50 %	59 %	62 %	42,50 %	40 %	40 %	40 %	42,50 %	40 %	40 % (30-50 %)	47,6 %	40-62 %	
Anleihen	60 %	ja	35 %	27 %	57,50 %	58 %	58 %	58 %	57,50 %	58 %	bis 70 %	51,3 %	27-70 %	
Immobilien	ja	ja	6 %	11 %	nein	ja	ja	ja	nein	ja	ja (akt. 2 %)	6,3	2-11 %	
Sonstige	nein	nein	nein	nein	nein	2 %	2 %	2 %	nein	2 %	nein	2,0 %	0-2 %	
SPEKULATIV	„Chance“	„Chance“	„Rendite-orientiert“	„Chance“	„Chance“	„Dynamisch“	„Spekulativ“	„Spekulativ“	„Dynamisch“	„Spekulativ“	„Spekulativ“	„Spekulativ“	„Spekulativ“	
Aktien	70 % (0-100 %)	bis zu 100 %	78 %	84 %	63,75 %	70 %	70 %	70 %	63,75 %	70 %	75 % (50-100 %)	77,3 %	63,75-100 %	
Anleihen	30 %	ja	12 %	13 %	36,25 %	28 %	28 %	28 %	36,25 %	28 %	25 % (0-50 %)	24,0 %	12-36,25 %	
Immobilien	ja	ja	10 %	3 %	nein	ja	ja	ja	nein	ja	nein	6,5 %	3-10 %	
Sonstige	nein	nein	nein	nein	nein	2 %	2 %	2 %	nein	2 %	nein	2,0 %	0-2 %	
EMPFEHLUNG LÄNDERALLOKATION														
Deutschland	-	-	-	-	-	30 %	30 %	30 %	-	-	-	30,0 %	-	
Europa	-	-	-	55 %	-	30 %	30 %	30 %	-	-	-	42,5 %	30-55 %	
Nordamerika	-	-	-	20 %	-	30 %	30 %	30 %	-	-	-	25,0 %	20-30 %	
Japan	-	-	-	10 %	-	-	-	-	-	-	-	10 %	-	
Emerging Markets	-	-	-	15 %	-	20 %	20 %	20 %	-	-	-	17,5 %	15-20 %	
Sonstige	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

Tab. 106: Übersicht zu Empfehlungswerten verschiedener deutscher Banken und Fondsgesellschaften für die Asset Allocation und Länderallokation¹⁰⁹⁰

¹⁰⁹⁰ Quelle: Eigene Darstellung. Vgl. dazu BW Bank (2016), Commerzbank (2016), DAB Bank (2016), DekaBank (2016), DWS (2016), Sparkasse Essen (2016) und Volksbank Ulm-Biberach (2016).

	Gesamtpunktwert	Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozepte	Kumulierte Prozepte
Beratungskunden					
	3	1.216	33,3	33,3	33,3
	4	458	12,5	12,5	45,8
	5	417	11,4	11,4	57,2
	6	565	15,4	15,4	72,6
	7	592	16,2	16,2	88,8
	8	258	7,1	7,1	95,9
	9	99	2,7	2,7	98,6
	10	37	1,0	1,0	99,6
	11	14	,4	,4	100,0
	12	1	,0	,0	100,0
	Gesamt	3.657	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden					
	3	918	40,0	40,0	40,0
	4	403	17,6	17,6	57,5
	5	312	13,6	13,6	71,1
	6	277	12,1	12,1	83,2
	7	220	9,6	9,6	92,8
	8	104	4,5	4,5	97,3
	9	46	2,0	2,0	99,3
	10	14	,6	,6	99,9
	11	2	,1	,1	100,0
	12	0	,0	,0	100,0
	Gesamt	2.296	100,0	100,0	

Tab. 107: Häufigkeiten zur Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden	Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden				
3	853	31,1	31,1	31,1
4	352	12,8	12,8	43,9
5	334	12,2	12,2	56,1
6	449	16,4	16,4	72,5
7	443	16,2	16,2	88,7
8	189	6,9	6,9	95,6
9	74	2,7	2,7	98,2
10	35	1,3	1,3	99,5
11	13	,5	,5	100,0
12	0	,0	,0	100,0
Gesamt	2.742	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden				
3	379	33,4	33,4	33,4
4	210	18,5	18,5	51,8
5	164	14,4	14,4	66,3
6	167	14,7	14,7	81,0
7	118	10,4	10,4	91,4
8	63	5,5	5,5	96,9
9	28	2,5	2,5	99,4
10	6	,5	,5	99,9
11	1	,1	,1	100,0
12	0	,0	,0	100,0
Gesamt	1.136	100,0	100,0	
Retailkunden				
Beratungskunden				
3	363	39,7	39,7	39,7
4	106	11,6	11,6	51,3
5	83	9,1	9,1	60,3
6	116	12,7	12,7	73,0
7	149	16,3	16,3	89,3
8	69	7,5	7,5	96,8
9	25	2,7	2,7	99,6
10	2	,2	,2	99,8
11	1	,1	,1	99,9
12	1	,1	,1	100,0
Gesamt	915	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden				
3	539	46,5	46,5	46,5
4	193	16,6	16,6	63,1
5	148	12,8	12,8	75,9
6	110	9,5	9,5	85,3
7	102	8,8	8,8	94,1
8	41	3,5	3,5	97,7
9	18	1,6	1,6	99,2
10	8	,7	,7	99,9
11	1	,1	,1	100,0
12	0	,0	,0	100,0
Gesamt	1.160	100,0	100,0	

Tab. 108: Häufigkeiten zur Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

		Vermögenskunden	Retailkunden	
Beratungs- kunden	N Gültig	2.742	915	
	Fehlend	0	0	
	Mittelwert	5,14	4,90	
	Median	5,00	4,00	
	Standardabweichung	1,925	1,934	
	Minimum	3	3	
	Maximum	11	12	
	Perzentile	10	3,00	3,00
		20	3,00	3,00
		25	3,00	3,00
		30	3,00	3,00
		40	4,00	4,00
		50	5,00	4,00
		60	6,00	5,00
		70	6,00	6,00
		75	7,00	7,00
	80	7,00	7,00	
	90	8,00	8,00	
Selbstent- scheider- Kunden	N Gültig	1.136	1.160	
	Fehlend	0	0	
	Mittelwert	4,80	4,38	
	Median	4,00	4,00	
	Standardabweichung	1,761	1,692	
	Minimum	3	3	
	Maximum	11	11	
	Perzentile	10	3,00	3,00
		20	3,00	3,00
		25	3,00	3,00
		30	3,00	3,00
		40	4,00	3,00
		50	4,00	4,00
		60	5,00	4,00
		70	6,00	5,00
		75	6,00	5,00
	80	6,00	6,00	
	90	7,00	7,00	

Tab. 109: Deskriptive Statistiken zur Bewertung der Portfoliodiversifikation in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

	Punktwerte	Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente
Beratungskunden				
	mind. jeweils 2	410	11,2	11,2
	mind. jeweils 3	62	1,7	1,7
	mind. jeweils 4	1	,0	,0
	Rest (mind. einmal 1)	3.247	88,8	88,8
	Gesamt	3.657		
Selbstentscheider-Kunden				
	mind. jeweils 2	123	5,4	5,4
	mind. jeweils 3	20	,9	,9
	mind. jeweils 4	0	,0	,0
	Rest (mind. einmal 1)	2.173	94,6	94,6
	Gesamt	2.296		

Tab. 110: Häufigkeiten zur Portfoliodiversifikation unter Berücksichtigung der Diversifikationsintensität bzw. -gleichheit in allen untersuchten Bereichen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden	Punktwerte	Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente
Beratungskunden				
	mind. jeweils 2	326	11,9	11,9
	mind. jeweils 3	53	1,9	1,9
	mind. jeweils 4	0	,0	,0
	Rest (mind. einmal 1)	2.416	88,1	88,1
	Gesamt	2.742		
Selbstentscheider-Kunden				
	mind. jeweils 2	80	7,0	7,0
	mind. jeweils 3	10	,9	,9
	mind. jeweils 4	0	,0	,0
	Rest (mind. einmal 1)	1.056	93,0	93,0
	Gesamt	1.136		
Retailkunden				
Beratungskunden				
	mind. jeweils 2	84	9,2	9,2
	mind. jeweils 3	9	1,0	1,0
	mind. jeweils 4	1	,1	,1
	Rest (mind. einmal 1)	831	90,8	90,8
	Gesamt	915		
Selbstentscheider-Kunden				
	mind. jeweils 2	43	3,7	3,7
	mind. jeweils 3	10	,9	,9
	mind. jeweils 4	0	,0	,0
	Rest (mind. einmal 1)	1.117	96,3	96,3
	Gesamt	1.160		

Tab. 111: Häufigkeiten zur Portfoliodiversifikation unter Berücksichtigung der Diversifikationsintensität bzw. -gleichheit in allen untersuchten Bereichen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

Beratungskunden						
Quartal	Käufe (Anzahl)	Verkäufe (Anzahl)	Transaktio- nen Gesamt (Anzahl)	Kaufquotient	Umsatzanteil am Gesamtzeitraum	Umsatzabweichung vom Durchschnitt
1/2003	240	66	306	3,64	1,75%	-45,83%
2/2003	226	81	307	2,79	1,75%	-45,65%
3/2003	172	171	343	1,01	1,96%	-39,27%
4/2003	131	138	269	0,95	1,54%	-52,38%
1/2004	224	246	470	0,91	2,68%	-16,79%
2/2004	101	135	236	0,75	1,35%	-58,22%
3/2004	117	151	268	0,77	1,53%	-52,55%
4/2004	109	227	336	0,48	1,92%	-40,51%
1/2005	153	340	493	0,45	2,82%	-12,72%
2/2005	129	283	412	0,46	2,35%	-27,06%
3/2005	221	437	658	0,51	3,76%	16,49%
4/2005	195	347	542	0,56	3,10%	-4,04%
1/2006	215	593	808	0,36	4,61%	43,05%
2/2006	186	404	590	0,46	3,37%	4,45%
3/2006	152	320	472	0,48	2,70%	-16,44%
4/2006	110	466	576	0,24	3,29%	1,98%
1/2007	320	527	847	0,61	4,84%	49,95%
2/2007	223	679	902	0,33	5,15%	59,69%
3/2007	232	415	647	0,56	3,70%	14,55%
4/2007	235	455	690	0,52	3,94%	22,16%
1/2008	421	325	746	1,30	4,26%	32,07%
2/2008	444	314	758	1,41	4,33%	34,20%
3/2008	448	292	740	1,53	4,23%	31,01%
4/2008	1.800	314	2.114	5,73	12,07%	274,27%
1/2009	380	116	496	3,28	2,83%	-12,19%
2/2009	276	189	465	1,46	2,66%	-17,68%
3/2009	255	279	534	0,91	3,05%	-5,46%
4/2009	162	305	467	0,53	2,67%	-17,32%
1/2010	176	197	373	0,89	2,13%	-33,96%
2/2010	154	146	300	1,05	1,71%	-46,89%
3/2010	187	158	345	1,18	1,97%	-38,92%
	8.394	9.116	17.510	0,92	100,00%	0,00%

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Selbstentscheider-Kunden						
Quartal	Käufe (Anzahl)	Verkäufe (Anzahl)	Transaktio- nen Gesamt (Anzahl)	Kaufquotient	Umsatzanteil am Gesamtzeitraum	Umsatzabweichung vom Durchschnitt
1/2003	811	219	1.030	3,70	2,14%	-33,64%
2/2003	732	464	1.196	1,58	2,49%	-22,94%
3/2003	673	572	1.245	1,18	2,59%	-19,79%
4/2003	564	490	1.054	1,15	2,19%	-32,09%
1/2004	712	483	1.195	1,47	2,48%	-23,01%
2/2004	370	322	692	1,15	1,44%	-55,42%
3/2004	321	298	619	1,08	1,29%	-60,12%
4/2004	346	402	748	0,86	1,55%	-51,81%
1/2005	529	630	1.159	0,84	2,41%	-25,33%
2/2005	494	481	975	1,03	2,03%	-37,18%
3/2005	605	750	1.355	0,81	2,82%	-12,70%
4/2005	649	715	1.364	0,91	2,83%	-12,12%
1/2006	836	990	1.826	0,84	3,80%	17,65%
2/2006	748	761	1.509	0,98	3,14%	-2,78%
3/2006	449	508	957	0,88	1,99%	-38,34%
4/2006	495	870	1.365	0,57	2,84%	-12,05%
1/2007	875	1.110	1.985	0,79	4,13%	27,89%
2/2007	580	1.250	1.830	0,46	3,80%	17,91%
3/2007	749	887	1.636	0,84	3,40%	5,41%
4/2007	880	1.136	2.016	0,77	4,19%	29,89%
1/2008	1.102	859	1.961	1,28	4,08%	26,35%
2/2008	708	646	1.354	1,10	2,81%	-12,76%
3/2008	823	572	1.395	1,44	2,90%	-10,12%
4/2008	3.707	1.103	4.810	3,36	10,00%	209,90%
1/2009	1.353	630	1.983	2,15	4,12%	27,76%
2/2009	1.281	912	2.193	1,40	4,56%	41,29%
3/2009	891	926	1.817	0,96	3,78%	17,07%
4/2009	765	869	1.634	0,88	3,40%	5,28%
1/2010	981	990	1.971	0,99	4,10%	26,99%
2/2010	815	821	1.636	0,99	3,40%	5,41%
3/2010	829	776	1.605	1,07	3,34%	3,41%
	25.673	22.442	48.115	1,14	100,00%	0,00%

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Chi-Quadrat-Tests				
		Wert	df	Asymptotische Signifikanz (zweiseitig)
Beratungskunden	Chi-Quadrat nach Pearson	2.693,950 ^a	30	,000
	Likelihood-Quotient	2.863,325	30	,000
	Anzahl der gültigen Fälle	17.510		
Selbstentscheider-Kunden	Chi-Quadrat nach Pearson	2.547,843 ^b	30	,000
	Likelihood-Quotient	2.651,414	30	,000
	Anzahl der gültigen Fälle	48.115		

^a 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 113,13.

^b 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 288,72.

Symmetrische Maße				
			Wert	Näherungsweise Signifikanz
Beratungskunden	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,392	,000
		Cramer-V	,392	,000
	Anzahl der gültigen Fälle		17.510	
Selbstentscheider-Kunden	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,230	,000
		Cramer-V	,230	,000
	Anzahl der gültigen Fälle		48.115	

Tab. 112: Transaktionshäufigkeiten, Kaufquotienten und Umsatzanteile auf Quartalsbasis im Zeitraum 1/2003 bis 3/2010 in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden								
Quartal	Beratungskunden				Selbstentscheider-Kunden			
	Käufe (Anzahl)	Verkäufe (Anzahl)	Gesamt (Anzahl)	Kauf- quotient	Käufe (Anzahl)	Verkäufe (Anzahl)	Gesamt (Anzahl)	Kaufquo- tient
1/2003	206	63	269	3,27	563	155	718	3,63
2/2003	205	71	276	2,89	488	299	787	1,63
3/2003	152	139	291	1,09	456	336	792	1,36
4/2003	115	118	233	0,97	329	297	626	1,11
1/2004	192	221	413	0,87	458	319	777	1,44
2/2004	95	110	205	0,86	218	205	423	1,06
3/2004	108	128	236	0,84	201	178	379	1,13
4/2004	104	191	295	0,54	219	267	486	0,82
1/2005	141	290	431	0,49	336	399	735	0,84
2/2005	113	236	349	0,48	348	312	660	1,12
3/2005	198	372	570	0,53	419	438	857	0,96
4/2005	180	307	487	0,59	425	445	870	0,96
1/2006	192	516	708	0,37	520	630	1.150	0,83
2/2006	162	358	520	0,45	478	499	977	0,96
3/2006	140	232	372	0,60	307	302	609	1,02
4/2006	98	378	476	0,26	297	517	814	0,57
1/2007	266	420	686	0,63	523	688	1.211	0,76
2/2007	197	533	730	0,37	367	769	1.136	0,48
3/2007	188	318	506	0,59	477	486	963	0,98
4/2007	209	360	569	0,58	538	549	1.087	0,98
1/2008	350	256	606	1,37	706	484	1.190	1,46
2/2008	313	228	541	1,37	423	345	768	1,23
3/2008	368	241	609	1,53	461	291	752	1,58
4/2008	1.512	278	1.790	5,44	2011	556	2.567	3,62
1/2009	301	100	401	3,01	775	322	1.097	2,41
2/2009	245	141	386	1,74	694	508	1.202	1,37
3/2009	234	228	462	1,03	517	461	978	1,12
4/2009	146	275	421	0,53	405	411	816	0,99
1/2010	145	162	307	0,90	572	518	1.090	1,10
2/2010	141	119	260	1,18	421	382	803	1,10
3/2010	172	118	290	1,46	488	408	896	1,20
	7.188	7.507	14.695	0,96	15.440	12.776	28.216	1,21

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden								
Quartal	Beratungskunden				Selbstentscheider-Kunden			
	Käufe (Anzahl)	Verkäufe (Anzahl)	Gesamt (Anzahl)	Kauf- quotient	Käufe (Anzahl)	Verkäufe (Anzahl)	Gesamt (Anzahl)	Kaufquo- tient
1/2003	34	3	37	11,33	248	64	312	3,88
2/2003	21	10	31	2,10	244	165	409	1,48
3/2003	20	32	52	0,63	217	236	453	0,92
4/2003	16	20	36	0,80	235	193	428	1,22
1/2004	32	25	57	1,28	254	164	418	1,55
2/2004	6	25	31	0,24	152	117	269	1,30
3/2004	9	23	32	0,39	120	120	240	1,00
4/2004	5	36	41	0,14	127	135	262	0,94
1/2005	12	50	62	0,24	193	231	424	0,84
2/2005	16	47	63	0,34	146	169	315	0,86
3/2005	23	65	88	0,35	186	312	498	0,60
4/2005	15	40	55	0,38	224	270	494	0,83
1/2006	23	77	100	0,30	316	360	676	0,88
2/2006	24	46	70	0,52	270	262	532	1,03
3/2006	12	88	100	0,14	142	206	348	0,69
4/2006	12	88	100	0,14	198	353	551	0,56
1/2007	54	107	161	0,50	352	422	774	0,83
2/2007	26	146	172	0,18	213	481	694	0,44
3/2007	44	97	141	0,45	272	401	673	0,68
4/2007	26	95	121	0,27	342	587	929	0,58
1/2008	71	69	140	1,03	396	375	771	1,06
2/2008	131	86	217	1,52	285	301	586	0,95
3/2008	80	51	131	1,57	362	281	643	1,29
4/2008	288	36	324	8,00	1.696	547	2.243	3,10
1/2009	79	16	95	4,94	578	308	886	1,88
2/2009	31	48	79	0,65	587	404	991	1,45
3/2009	21	51	72	0,41	374	465	839	0,80
4/2009	16	30	46	0,53	360	458	818	0,79
1/2010	31	35	66	0,89	409	472	881	0,87
2/2010	13	27	40	0,48	394	439	833	0,90
3/2010	15	40	55	0,38	341	368	709	0,93
	1.206	1.609	2.815	0,75	10.233	9.666	19.899	1,06

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Chi-Quadrat-Tests

Kundenklasse			Wert	df	Asymptotische Signifikanz (zweiseitig)
Beratungskunden	Vermögenskunden	Chi-Quadrat nach Pearson	2.106,003 ^a	30	,000
		Likelihood-Quotient	2.232,563	30	,000
		Anzahl der gültigen Fälle	14.695		
Retailkunden	Retailkunden	Chi-Quadrat nach Pearson	704,370 ^b	30	,000
		Likelihood-Quotient	762,760	30	,000
		Anzahl der gültigen Fälle	2.815		
Selbstentscheider-Kunden	Vermögenskunden	Chi-Quadrat nach Pearson	1.477,035 ^c	30	,000
		Likelihood-Quotient	1.540,062	30	,000
		Anzahl der gültigen Fälle	28.216		
Retailkunden	Retailkunden	Chi-Quadrat nach Pearson	11.81,886 ^d	30	,000
		Likelihood-Quotient	1.223,762	30	,000
		Anzahl der gültigen Fälle	19.899		

^a 0 Zellen (,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 100,27.

^b 0 Zellen (,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 13,28.

^c 0 Zellen (,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 171,61.

^d 0 Zellen (,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 116,58.

Symmetrische Maße

Kundenklasse			Wert	Näherungsweise Signifikanz	
Beratungskunden	Vermögenskunden	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,379	,000
			Cramer-V	,379	,000
		Anzahl der gültigen Fälle		14.695	
Retailkunden	Retailkunden	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,500	,000
			Cramer-V	,500	,000
		Anzahl der gültigen Fälle		2.815	
Selbstentscheider-Kunden	Vermögenskunden	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,229	,000
			Cramer-V	,229	,000
		Anzahl der gültigen Fälle		28.216	
Retailkunden	Retailkunden	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,244	,000
			Cramer-V	,244	,000
		Anzahl der gültigen Fälle		19.899	

Tab. 113: Transaktionshäufigkeiten und Kaufquotienten auf Quartalsbasis im Zeitraum 1/2003 bis 3/2010 in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

Beratungskunden					
Quartal	Käufe (Anzahl)	Verkäufe (Anzahl)	Transaktionen Gesamt (Anzahl)	Kaufquotient	
Hausse A	878	547	1.425	1,61	
Hausse B	585	983	1.568	0,60	
Hausse C	816	1.785	2.601	0,46	
Hausse D	862	2.038	2.900	0,42	
Stagnation A	132	406	538	0,33	
Stagnation B	137	222	359	0,62	
Stagnation C	164	298	462	0,55	
Stagnation D	117	206	323	0,57	
Baisse A	508	395	903	1,29	
Baisse B	521	361	882	1,44	
Baisse C	1.258	358	1.616	3,51	
Baisse D	1.083	209	1.292	5,18	
Hausse 2A	466	295	761	1,58	
Hausse 2B	344	470	814	0,73	
Hausse 2C	266	331	597	0,80	
Hausse 2D	257	212	469	1,21	
	8.394	9.116	17.510		
Selbstentscheider-Kunden					
Hausse A	3.087	1.963	5.050	1,57	
Hausse B	1.917	1.869	3.786	1,03	
Hausse C	2.805	3.185	5.990	0,88	
Hausse D	2.787	3.853	6.640	0,72	
Stagnation A	388	721	1.109	0,54	
Stagnation B	479	508	987	0,94	
Stagnation C	509	562	1.071	0,91	
Stagnation D	449	697	1.146	0,64	
Baisse A	1.271	1.039	2.310	1,22	
Baisse B	818	680	1.498	1,20	
Baisse C	2.864	1.040	3.904	2,75	
Baisse D	2.390	791	3.181	3,02	
Hausse 2A	1.943	1.425	3.368	1,36	
Hausse 2B	1.287	1.418	2.705	0,91	
Hausse 2C	1.478	1.554	3.032	0,95	
Hausse 2D	1.201	1.137	2.338	1,06	
	25.673	22.442	48.115		

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Chi-Quadrat-Tests				
		Wert	df	Asymptotische Sig- nifikanz (zweiseitig)
Beratungskunden	Chi-Quadrat nach Pearson	2.418,159 ^a	15	,000
	Likelihood-Quotient	2.533,204	15	,000
	Zusammenhang linear-mit-linear	742,729	1	,000
	Anzahl der gültigen Fälle	17.510		
Selbstentscheider- Kunden	Chi-Quadrat nach Pearson	2.177,666 ^b	15	,000
	Likelihood-Quotient	2.244,815	15	,000
	Zusammenhang linear-mit-linear	172,852	1	,000
	Anzahl der gültigen Fälle	48.115		

^a 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 154,84.

^b 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 460,36.

Symmetrische Maße				
		Wert	Näherungsweise Signifikanz	
Beratungskunden	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,372	,000
		Cramer-V	,372	,000
	Anzahl der gültigen Fälle	17.510		
Selbstentscheider- Kunden	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,213	,000
		Cramer-V	,213	,000
	Anzahl der gültigen Fälle	48.115		

Tab. 114: Transaktionshäufigkeiten, Kaufquotienten und Umsatzanteile für verschiedene Marktphasen im Zeitraum 1/2003 bis 3/2010 in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden								
Quartal	Beratungskunden				Selbstentscheider-Kunden			
	Käufe (Anzahl)	Verkäufe (Anzahl)	Gesamt (Anzahl)	Kauf- quotient	Käufe (An- zahl)	Verkäufe (Anzahl)	Gesamt (Anzahl)	Kaufquo- tient
Hausse A	773	470	1.243	1,64	2.040	1.236	3.276	1,65
Hausse B	535	838	1.373	0,64	1.190	1.186	2.376	1,00
Hausse C	737	1.546	2.283	0,48	1.864	1.994	3.858	0,93
Hausse D	740	1.629	2.369	0,45	1.738	2.353	4.091	0,74
Stagnation A	115	320	435	0,36	224	429	653	0,52
Stagnation B	110	170	280	0,65	324	299	623	1,08
Stagnation C	148	224	372	0,66	282	245	527	1,15
Stagnation D	103	168	271	0,61	308	358	666	0,86
Baisse A	415	303	718	1,37	796	602	1.398	1,32
Baisse B	380	282	662	1,35	486	351	837	1,38
Baisse C	1.057	304	1.361	3,48	1.564	498	2.062	3,14
Baisse D	877	181	1.058	4,85	1.315	412	1.727	3,19
Hausse 2A	423	223	646	1,90	1.099	776	1.875	1,42
Hausse 2B	311	410	721	0,76	704	676	1.380	1,04
Hausse 2C	231	282	513	0,82	813	775	1.588	1,05
Hausse 2D	233	157	390	1,48	693	586	1.279	1,18
	7.188	7.507	14.695		15.440	12.776	28.216	
Retailkunden								
Hausse A	105	77	182	1,36	1.047	727	1.774	1,44
Hausse B	50	145	195	0,34	727	683	1.410	1,06
Hausse C	79	239	318	0,33	941	1.191	2.132	0,79
Hausse D	122	409	531	0,30	1.049	1.500	2.549	0,70
Stagnation A	17	86	103	0,20	164	292	456	0,56
Stagnation B	27	52	79	0,52	155	209	364	0,74
Stagnation C	16	74	90	0,22	227	317	544	0,72
Stagnation D	14	38	52	0,37	141	339	480	0,42
Baisse A	93	92	185	1,01	475	437	912	1,09
Baisse B	141	79	220	1,78	332	329	661	1,01
Baisse C	201	54	255	3,72	1.300	542	1.842	2,40
Baisse D	206	28	234	7,36	1.075	379	1.454	2,84
Hausse 2A	43	72	115	0,60	844	649	1.493	1,30
Hausse 2B	33	60	93	0,55	583	742	1.325	0,79
Hausse 2C	35	49	84	0,71	665	779	1.444	0,85
Hausse 2D	24	55	79	0,44	508	551	1.059	0,92
	1.206	1.609	2.815		10.233	9.666	19.899	

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Chi-Quadrat-Tests					
Kundenklasse			Wert	df	Asymptotische Sig-
Beratungskunden	Vermögens- kunden	Chi-Quadrat nach Pearson	1.897,411 ^a	15	,000
		Likelihood-Quotient	1.983,016	15	,000
		Zusammenhang linear-mit-linear	595,210	1	,000
		Anzahl der gültigen Fälle	14.695		
Retailkunden		Chi-Quadrat nach Pearson	610,900 ^b	15	,000
		Likelihood-Quotient	644,458	15	,000
		Zusammenhang linear-mit-linear	164,503	1	,000
		Anzahl der gültigen Fälle	2.815		
Selbstentscheider- Kunden	Vermögens- kunden	Chi-Quadrat nach Pearson	1.263,628 ^c	15	,000
		Likelihood-Quotient	1.307,858	15	,000
		Zusammenhang linear-mit-linear	147,903	1	,000
		Anzahl der gültigen Fälle	28.216		
Retailkunden		Chi-Quadrat nach Pearson	995,342 ^d	15	,000
		Likelihood-Quotient	1.022,060	15	,000
		Zusammenhang linear-mit-linear	50,046	1	,000
		Anzahl der gültigen Fälle	19.899		

^a 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 132,56.

^b 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 22,28.

^c 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 238,62.

^d 0 Zellen (0,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 176,81.

Symmetrische Maße					
Kundenklasse			Wert	Näherungsweise Sig-	
Beratungskunden	Vermögens- kunden	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,359	,000
			Cramer-V	,359	,000
		Anzahl der gültigen Fälle		14.695	
Retailkunden		Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,466	,000
			Cramer-V	,466	,000
		Anzahl der gültigen Fälle		2.815	
Selbstentscheider- Kunden	Vermögens- kunden	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,212	,000
			Cramer-V	,212	,000
		Anzahl der gültigen Fälle		28.216	
Retailkunden		Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,224	,000
			Cramer-V	,224	,000
		Anzahl der gültigen Fälle		19.899	

Tab. 115: Transaktionshäufigkeiten, Kaufquotienten und Umsatzanteile für verschiedene Marktphasen im Zeitraum 1/2003 bis 3/2010 in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
nach 90 Tagen	Positiv	205	46,4	46,4	46,4
	Negativ	237	53,6	53,6	100,0
	Gesamt	442	100,0	100,0	
nach 90 Tagen (inkl. Kosten)	Positiv	176	39,8	39,8	39,8
	Negativ	266	60,2	60,2	100,0
	Gesamt	442	100,0	100,0	
nach 250 Tagen	Positiv	208	47,4	47,4	47,4
	Negativ	231	52,6	52,6	100,0
	Gesamt	439	100,0	100,0	
nach 250 Tagen (inkl. Kosten)	Positiv	194	44,2	44,2	44,2
	Negativ	245	55,8	55,8	100,0
	Gesamt	439	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden					
nach 90 Tagen	Positiv	791	48,3	48,3	48,3
	Negativ	848	51,7	51,7	100,0
	Gesamt	1.639	100,0	100,0	
nach 90 Tagen (inkl. Kosten)	Positiv	709	43,3	43,3	43,3
	Negativ	930	56,7	56,7	100,0
	Gesamt	1.639	100,0	100,0	
nach 250 Tagen	Positiv	759	47,8	47,8	47,8
	Negativ	830	52,2	52,2	100,0
	Gesamt	1.589	100,0	100,0	
nach 250 Tagen (inkl. Kosten)	Positiv	706	44,4	44,4	44,4
	Negativ	883	55,6	55,6	100,0
	Gesamt	1.589	100,0	100,0	

Tab. 116: Häufigkeiten zum Anteil positiver Umschichtungserfolge privater Kapitalanleger in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Häufigkeit	Prozent	Gültige Prozente	Kumulierte Prozente
Beratungskunden					
nach 90 Tagen	Positiv	195	47,9	47,9	47,9
	Negativ	212	52,1	52,1	100,0
	Gesamt	407	100,0	100,0	
nach 90 Tagen (inkl. Kosten)	Positiv	166	40,8	40,8	40,8
	Negativ	241	59,2	59,2	100,0
	Gesamt	407	100,0	100,0	
nach 250 Tagen	Positiv	193	47,8	47,8	47,8
	Negativ	211	52,2	52,2	100,0
	Gesamt	404	100,0	100,0	
nach 250 Tagen (inkl. Kosten)	Positiv	179	44,3	44,3	44,3
	Negativ	225	55,7	55,7	100,0
	Gesamt	404	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden					
nach 90 Tagen	Positiv	490	48,8	48,8	48,8
	Negativ	515	51,2	51,2	100,0
	Gesamt	1.005	100,0	100,0	
nach 90 Tagen (inkl. Kosten)	Positiv	439	43,7	43,7	43,7
	Negativ	566	56,3	56,3	100,0
	Gesamt	1.005	100,0	100,0	
nach 250 Tagen	Positiv	456	46,3	46,3	46,3
	Negativ	528	53,7	53,7	100,0
	Gesamt	984	100,0	100,0	
nach 250 Tagen (inkl. Kosten)	Positiv	424	43,1	43,1	43,1
	Negativ	560	56,9	56,9	100,0
	Gesamt	984	100,0	100,0	
Retailkunden					
Beratungskunden					
nach 90 Tagen	Positiv	10	28,6	28,6	28,6
	Negativ	25	71,4	71,4	100,0
	Gesamt	35	100,0	100,0	
nach 90 Tagen (inkl. Kosten)	Positiv	10	28,6	28,6	28,6
	Negativ	25	71,4	71,4	100,0
	Gesamt	35	100,0	100,0	
nach 250 Tagen	Positiv	15	42,9	42,9	42,9
	Negativ	20	57,1	57,1	100,0
	Gesamt	35	100,0	100,0	
nach 250 Tagen (inkl. Kosten)	Positiv	15	42,9	42,9	42,9
	Negativ	20	57,1	57,1	100,0
	Gesamt	35	100,0	100,0	
Selbstentscheider-Kunden					
nach 90 Tagen	Positiv	301	47,5	47,5	47,5
	Negativ	333	52,5	52,5	100,0
	Gesamt	634	100,0	100,0	
nach 90 Tagen (inkl. Kosten)	Positiv	270	42,6	42,6	42,6
	Negativ	364	57,4	57,4	100,0
	Gesamt	634	100,0	100,0	
nach 250 Tagen	Positiv	303	50,1	50,1	50,1
	Negativ	302	49,9	49,9	100,0
	Gesamt	605	100,0	100,0	
nach 250 Tagen (inkl. Kosten)	Positiv	282	46,6	46,6	46,6
	Negativ	323	53,4	53,4	100,0
	Gesamt	605	100,0	100,0	

Tab. 117: Häufigkeiten zum Anteil positiver Umschichtungserfolge privater Kapitalanleger in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

		Umschichtungserfolg nach 90 Tagen	Umschichtungserfolg nach 90 Tagen (inkl. Kosten)	Umschichtungserfolg nach 250 Tagen	Umschichtungserfolg nach 250 Tagen (inkl. Kosten)	
Beratungskunden	N	Gültig	442	442	439	439
		Fehlend	0	0	0	0
		Mittelwert	,0086	-,0113	,0268	,0068
		Median	-,0114	-,0314	-,0176	-,0376
		Standardabweichung	,19513	,19513	,34252	,34252
		Minimum	-,5432	-,5632	-,8540	-,8740
		Maximum	1,1376	1,1176	1,7947	1,7747
	Perzentile	10	-,1964	-,2164	-,3347	-,3547
		20	-,1315	-,1515	-,2098	-,2298
		30	-,0834	-,1034	-,1418	-,1618
		40	-,0497	-,0697	-,0769	-,0969
		50	-,0114	-,0314	-,0176	-,0376
		60	,0192	-,0007	,0442	,0242
		70	,0714	,0514	,1190	,0990
80		,1328	,1128	,2217	,2017	
90		,2282	,2082	,4438	,4238	
Selbstentscheidungskunden	N	Gültig	1.639	1.639	1.589	1.589
		Fehlend	0	0	0	0
		Mittelwert	,0076	-,01238	,0589	,0389
		Median	-,0069	-,0269	-,0178	-,0378
		Standardabweichung	,23345	,23345	,41514	,41514
		Minimum	-,7768	-,7968	-,8497	-,8697
		Maximum	2,4887	2,4687	3,0305	3,0105
	Perzentile	10	-,2309	-,2509	-,3252	-,3452
		20	-,1454	-,1654	-,2426	-,2626
		30	-,0912	-,1112	-,1520	-,1720
		40	-,0457	-,0657	-,0707	-,0907
		50	-,0069	-,0269	-,0178	-,0378
		60	,0338	,0138	,0574	,0374
		70	,0796	,0596	,1609	,1409
80		,1373	,1173	,2804	,2604	
90		,2283	,2083	,4817	,4617	

Tab. 118: Deskriptive Statistiken zum Umschichtungserfolg mit und ohne Kostenberücksichtigung nach 90 bzw. 250 Börsenhandelstagen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Umschichtungserfolg nach 90 Tagen	Umschichtungserfolg nach 90 Tagen (inkl. Kosten)	Umschichtungserfolg nach 250 Tagen	Umschichtungserfolg nach 250 Tagen (inkl. Kosten)	
Beratungskunden	N Gültig	407	407	404	404	
	Fehlend	0	0	0	0	
	Mittelwert	,0179	-,0020	,0330	,0130	
	Median	-,0083	-,0283	-,0167	-,0367	
	Standardabweichung	,19161	,19161	,33957	,33957	
	Minimum	-,5432	-,5632	-,8540	-,8740	
	Maximum	1,1376	1,1176	1,7947	1,7747	
	Perzentile	10	-,1816	-,2016	-,2890	-,3090
		20	-,1158	-,1358	-,1928	-,2128
		30	-,0756	-,0956	-,1387	-,1587
		40	-,0430	-,0630	-,0750	-,0950
		50	-,0083	-,0283	-,0167	-,0367
		60	,0260	,0060	,0412	,0212
		70	,0726	,0526	,1132	,0932
		80	,1393	,1193	,2192	,1992
		90	,2313	,2113	,4445	,4245
	Selbstentscheider-Kunden	N Gültig	1.005	1.005	984	984
Fehlend		0	0	0	0	
Mittelwert		,0082	-,0117	,0367	,0167	
Median		-,0043	-,0243	-,0291	-,0491	
Standardabweichung		,22839	,22839	,37870	,37870	
Minimum		-,7601	-,7801	-,7814	-,8014	
Maximum		2,4887	2,4687	2,3621	2,3421	
Perzentile		10	-,2187	-,2387	-,3210	-,3410
		20	-,1375	-,1575	-,2470	-,2670
		30	-,0858	-,1058	-,1702	-,1902
		40	-,0402	-,0602	-,0863	-,1063
		50	-,0043	-,0243	-,0291	-,0491
		60	,0347	,0147	,0479	,0279
		70	,0757	,0557	,1439	,1239
		80	,1265	,1065	,2637	,2437
		90	,2132	,1932	,4384	,4184

Fortsetzung auf der folgenden Seite...

Retailkunden			Umschichtungserfolg nach 90 Tagen	Umschichtungserfolg nach 90 Tagen (inkl. Kosten)	Umschichtungserfolg nach 250 Tagen	Umschichtungserfolg nach 250 Tagen (inkl. Kosten)
Beratungskunden	N	Gültig	35	35	35	35
		Fehlend	0	0	0	0
		Mittelwert	-,0997	-,1197	-,0444	-,0644
		Median	-,0994	-,1194	-,0702	-,0902
		Standardabweichung	,20569	,20569	,37279	,37279
		Minimum	-,4831	-,5031	-,5908	-,6108
		Maximum	,3508	,3308	,7250	,7050
	Perzentile	10	-,4109	-,4309	-,5026	-,5226
		20	-,2920	-,3120	-,4433	-,4633
		30	-,2261	-,2461	-,3964	-,4164
		40	-,1493	-,1693	-,1699	-,1899
		50	-,0994	-,1194	-,0702	-,0902
		60	-,0590	-,0790	,0834	,0634
		70	,0035	-,0164	,2034	,1834
		80	,0822	,0622	,3090	,2890
	90	,2001	,1801	,4768	,4568	
Selbstentscheider-Kunden	N	Gültig	634	634	605	605
		Fehlend	0	0	0	0
		Mittelwert	,0066	-,0133	,0950	,0750
		Median	-,0130	-,0330	,0004	-,0195
		Standardabweichung	,24144	,24144	,46648	,46648
		Minimum	-,7768	-,7968	-,8497	-,8697
		Maximum	1,4044	1,3844	3,0305	3,0105
	Perzentile	10	-,2561	-,2761	-,3509	-,3709
		20	-,1595	-,1795	-,2237	-,2437
		30	-,1068	-,1268	-,1225	-,1425
		40	-,0589	-,0789	-,0567	-,0767
		50	-,0130	-,0330	,0004	-,0195
		60	,0317	,0117	,0810	,0610
		70	,0908	,0708	,1903	,1703
		80	,1633	,1433	,3430	,3230
	90	,2729	,2529	,5998	,5798	

Tab. 119: Deskriptive Statistiken zum Umschichtungserfolg mit und ohne Kostenberücksichtigung nach 90 bzw. 250 Börsenhandeltagen in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklassen

		Gesamt	Vermögenskunden	Retailkunden
Beratungskunden	N Gültig	2.594	2.258	336
	Fehlend	0	0	0
	Mittelwert	418,9265	423,9144	385,4063
	Median	307,0000	317,4500	243,5000
	Standardabweichung	409,45317	409,20705	410,14045
	Minimum	,00	,00	1,00
	Maximum	2.713,00	2.713,00	2.089,00
	Perzentile 10	32,5000	32,9000	31,0000
	20	78,0000	79,8000	74,4000
	25	104,6500	105,0000	89,2500
	30	135,5000	139,7000	122,0000
	40	212,0000	218,0000	172,0000
	50	307,0000	317,4500	243,5000
	60	402,0000	406,7600	334,1400
	70	498,8000	511,3000	433,9000
	75	584,0750	596,8000	496,7500
80	686,0000	696,7600	620,3000	
90	1.040,0000	1.041,2000	1.006,5500	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	11.374	6.964	4.410
	Fehlend	0	0	0
	Mittelwert	252,4538	241,4088	269,8954
	Median	104,0000	91,0000	127,0000
	Standardabweichung	345,64084	345,64699	344,95074
	Minimum	,00	,00	,00
	Maximum	2.721,00	2.721,00	2.595,00
	Perzentile 10	8,0000	8,0000	9,0000
	20	21,0000	20,0000	21,0000
	25	28,0000	27,0000	30,0000
	30	38,6500	36,2500	42,9300
	40	63,0000	58,0000	76,0000
	50	104,0000	91,0000	127,0000
	60	171,0000	154,0000	201,0000
	70	274,0000	245,1000	321,0000
	75	359,7000	325,0000	391,0000
80	427,7000	401,0000	470,9200	
90	694,0500	672,7500	730,9100	

Tab. 120: Deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Haltedauer in Aktieneinzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und nach Kundenklassen

		Gesamt	Vermögenskunden	Retailkunden
Beratungskunden	N Gültig	19.014	9.869	9.145
	Fehlend	0	0	0
	Mittelwert	12,65	17,73	7,18
	Median	7,00	12,00	4,00
	Standardabweichung	17,879	22,169	8,746
	Minimum	1	1	1
	Maximum	441	441	239
	Perzentile 10	1,00	2,00	1,00
	20	2,00	4,00	2,00
	25	3,00	5,00	2,00
	30	4,00	6,00	2,00
	40	5,00	9,00	3,00
	50	7,00	12,00	4,00
	60	10,00	15,00	6,00
	70	13,00	20,00	8,00
	75	16,00	23,00	9,00
80	19,00	26,00	11,00	
90	29,00	38,00	16,00	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	8.050	2.904	5.146
	Fehlend	0	0	0
	Mittelwert	18,93	31,28	11,97
	Median	6,00	10,00	4,00
	Standardabweichung	66,285	99,514	33,932
	Minimum	1	1	1
	Maximum	2.619	2.619	809
	Perzentile 10	1,00	2,00	1,00
	20	2,00	3,00	1,00
	25	2,00	4,00	2,00
	30	3,00	5,00	2,00
	40	4,00	7,00	3,00
	50	6,00	10,00	4,00
	60	8,00	15,00	6,00
	70	12,00	21,00	8,00
	75	15,00	26,00	10,00
80	19,00	34,00	13,00	
90	38,00	64,00	24,00	

Tab. 121: Deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Transaktionshäufigkeit in Wertpapieren in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung und nach Kundenklassen

		Gesamt	Vermögenskunden	Retailkunden
Beratungskunden	N Gültig	3.319	2.422	897
	Fehlend	15.695	7.447	8.248
	Mittelwert	5,28	6,07	3,14
	Median	2,00	3,00	2,00
	Standardabweichung	10,293	11,511	5,295
	Minimum	1	1	1
	Maximum	196	196	79
	Perzentile 10	1,00	1,00	1,00
	20	1,00	1,00	1,00
	25	1,00	1,00	1,00
	30	1,00	1,00	1,00
	40	2,00	2,00	1,00
	50	2,00	3,00	2,00
	60	3,00	4,00	2,00
	70	4,00	5,00	3,00
	75	5,00	6,00	3,00
80	6,00	7,00	4,00	
90	11,00	13,00	6,00	
Selbstentscheider- Kunden	N Gültig	4.842	1.911	2.931
	Fehlend	3.208	993	2.215
	Mittelwert	9,94	14,77	6,79
	Median	3,00	5,00	3,00
	Standardabweichung	32,747	48,475	14,659
	Minimum	1	1	1
	Maximum	1.522	1.522	252
	Perzentile 10	1,00	1,00	1,00
	20	1,00	2,00	1,00
	25	1,00	2,00	1,00
	30	2,00	2,00	1,00
	40	2,00	4,00	2,00
	50	3,00	5,00	3,00
	60	5,00	7,00	4,00
	70	7,00	10,00	5,00
	75	9,00	13,00	6,00
80	11,00	16,00	8,00	
90	20,00	30,00	14,00	

Tab. 122: Deskriptive Statistiken zur durchschnittlichen Transaktionshäufigkeit in Aktien-einzelwerten des HDAX in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlage-beratung und nach Kundenklassen

		Beratungskunden	Selbstentscheider-Kunden	Gültige Prozenze
Montag	Anzahl	41.112	30.454	71.566
	% des Spaltenwertes	23,8%	21,4%	22,7%
Dienstag	Anzahl	42.300	30.363	72.663
	% des Spaltenwertes	24,5%	21,3%	23,0%
Mittwoch	Anzahl	29.585	26.100	55.685
	% des Spaltenwertes	17,1%	18,3%	17,7%
Donnerstag	Anzahl	30.951	28.798	59.749
	% des Spaltenwertes	17,9%	20,2%	18,9%
Freitag	Anzahl	29.008	26.682	55.690
	% des Spaltenwertes	16,8%	18,7%	17,7%
Gesamt	Anzahl	172.956	142.397	315.353
	% des Spaltenwertes	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Quadrat-Tests

	Wert	df	Asymptotische Signifikanz (zweiseitig)
Chi-Quadrat nach Pearson	989,078 ^a	4	,000
Likelihood-Quotient	990,162	4	,000
Anzahl der gültigen Fälle	315.353		

^a 0 Zellen (,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 25144,45.

Symmetrische Maße

		Wert	Näherungsweise Signifikanz
Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,056	,000
	Cramer-V	,056	,000
Anzahl der gültigen Fälle		315.353	

Tab. 123: Häufigkeiten zur Anzahl der Wertpapiertransaktionen nach Wochentag in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Vermögenskunden		Beratungskunden	Selbstentscheider-Kunden	Gültige Prozente
Montag	Anzahl	29.778	18.043	47.821
	% des Spaltenwertes	23,0%	21,1%	22,2%
Dienstag	Anzahl	31.570	18.194	49.764
	% des Spaltenwertes	24,4%	21,3%	23,1%
Mittwoch	Anzahl	23.003	15.866	38.869
	% des Spaltenwertes	17,7%	18,6%	18,1%
Donnerstag	Anzahl	23.087	17.289	40.376
	% des Spaltenwertes	17,8%	20,3%	18,8%
Freitag	Anzahl	22.160	15.975	38.135
	% des Spaltenwertes	17,1%	18,7%	17,7%
Gesamt	Anzahl	129.598	85.367	214.965
	% des Spaltenwertes	100,0%	100,0%	100,0%

Retailkunden		Beratungskunden	Selbstentscheider-Kunden	Gültige Prozente
Montag	Anzahl	11.334	12.411	23.745
	% des Spaltenwertes	26,1%	21,8%	23,7%
Dienstag	Anzahl	10.730	12.169	22.899
	% des Spaltenwertes	24,7%	21,3%	22,8%
Mittwoch	Anzahl	6.582	10.234	16.816
	% des Spaltenwertes	15,2%	17,9%	16,8%
Donnerstag	Anzahl	7.864	11.509	19.373
	% des Spaltenwertes	18,1%	20,2%	19,3%
Freitag	Anzahl	6.848	10.707	17.555
	% des Spaltenwertes	15,8%	18,8%	17,5%
Gesamt	Anzahl	43.358	57.030	100.388
	% des Spaltenwertes	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Quadrat-Tests

Kundenklasse		Wert	df	Asymptotische Signifikanz (zweiseitig)
Vermögensberatungskunden	Chi-Quadrat nach Pearson	543,283 ^a	4	,000
	Likelihood-Quotient	543,963	4	,000
	Anzahl der gültigen Fälle	214.965		
Retailkunden	Chi-Quadrat nach Pearson	615,910 ^b	4	,000
	Likelihood-Quotient	616,191	4	,000
	Anzahl der gültigen Fälle	100.388		

^a 0 Zellen (,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 15.144,19.

^b 0 Zellen (,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 7.262,90.

Symmetrische Maße

Kundenklasse		Wert	Näherungsweise Signifikanz
Vermögensberatungskunden	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,050
		Cramer-V	,050
	Anzahl der gültigen Fälle		214.965
Retailkunden	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,078
		Cramer-V	,078
	Anzahl der gültigen Fälle		100.388

Tab. 124: Häufigkeiten zur Anzahl der Wertpapiertransaktionen nach Wochentag in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung nach Kundenklasse

Wertpapierkäufe		Beratungskunden	Selbstentscheider-Kunden	Gültige Prozenzte
Montag	Anzahl	31.556	16.592	48.148
	% des Spaltenwertes	25,1%	21,5%	23,7%
Dienstag	Anzahl	32.494	17.147	49.641
	% des Spaltenwertes	25,9%	22,2%	24,5%
Mittwoch	Anzahl	20.116	13.783	33.899
	% des Spaltenwertes	16,0%	17,9%	16,7%
Donnerstag	Anzahl	21.513	15.359	36.872
	% des Spaltenwertes	17,1%	19,9%	18,2%
Freitag	Anzahl	19.976	14.299	34.275
	% des Spaltenwertes	15,9%	18,5%	16,9%
Gesamt	Anzahl	125.655	77.180	202.835
	% des Spaltenwertes	100,0%	100,0%	100,0%

Wertpapierverkäufe		Beratungskunden	Selbstentscheider-Kunden	Gültige Prozenzte
Montag	Anzahl	9.556	13.862	23.418
	% des Spaltenwertes	20,2%	21,3%	20,8%
Dienstag	Anzahl	9.806	13.216	23.022
	% des Spaltenwertes	20,7%	20,3%	20,5%
Mittwoch	Anzahl	9.469	12.317	21.786
	% des Spaltenwertes	20,0%	18,9%	19,4%
Donnerstag	Anzahl	9.438	13.439	22.877
	% des Spaltenwertes	20,0%	20,6%	20,3%
Freitag	Anzahl	9.032	12.383	21.415
	% des Spaltenwertes	19,1%	19,0%	19,0%
Gesamt	Anzahl	47.301	65.217	112.518
	% des Spaltenwertes	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Quadrat-Tests

Geschäftsart		Wert	df	Asymptotische Signifikanz (zweiseitig)
Kauf	Chi-Quadrat nach Pearson	1.019,190 ^a	4	,000
	Likelihood-Quotient	1.020,802	4	,000
	Anzahl der gültigen Fälle	202.835		
Verkauf	Chi-Quadrat nach Pearson	41,595 ^b	4	,000
	Likelihood-Quotient	41,589	4	,000
	Anzahl der gültigen Fälle	112.518		

^a 0 Zellen (,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 12.898,78.

^b 0 Zellen (,0%) haben eine erwartete Häufigkeit kleiner 5. Die minimale erwartete Häufigkeit ist 9.002,57.

Symmetrische Maße

Geschäftsart		Wert	Näherungsweise Signifikanz
Kauf	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,071
		Cramer-V	,071
	Anzahl der gültigen Fälle		202.835
Verkauf	Nominal- bzgl. Nominalmaß	Phi	,019
		Cramer-V	,019
	Anzahl der gültigen Fälle		112.518

Tab. 125: Häufigkeiten zur Anzahl der Wertpapiertransaktionen nach Wochentag in Abhängigkeit von der Inanspruchnahme von Anlageberatung

Literaturverzeichnis

- Abreu, Margarida; Mendes, Victor (2012): Information, overconfidence and trading: Do the sources of information matter? In: *Journal of Economic Psychology* 33 (4), S. 868-881.
- Accountemps (2016): Productivity: Is Timing Everything? Online verfügbar unter http://mba.americaeconomia.com/sites/mba.americaeconomia.com/files/at0216mscproductivityinfographic-slidesharenamengsec-160229185112_0.pdf.
- Acker, Daniella; Duck, Nigel W. (2008): Cross-cultural overconfidence and biased self-attribution. In: *Journal of Socio-Economics* 37 (5), S. 1815-1824.
- Adrian, Reinhold; Heidorn, Thomas (Hg.) (2000): *Der Bankbetrieb. Lehrbuch und Aufgaben*. 15. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Aggarwal, Reena; Rivoli, Pietra (1989): Seasonal and Day-of-the-Week Effects in Four Emerging Stock Markets. In: *The Financial Review* 24 (4), S. 541-550.
- Agresti, Alan (2002): *Categorical data analysis*. 2. ed., Hoboken, Wiley-Interscience Verlag.
- Agudo, Luis Ferruz; Sarto, J. L.; Vicente, L. (2008): Herding behaviour in Spanish equity funds. In: *Applied Economics Letters* 15 (7), S. 573-576.
- Ahearne, Alan G.; Grier, William L.; Warnock, Francis E. (2004): Information Costs and Home Bias: An Analysis of U.S. Holdings of Foreign Equities. In: *Journal of International Economics* 62, S. 313-336.
- Aigner, Konrad; Kaiser, Helmut; Vöcking, Thomas (2002): Rationale Anlageentscheidungen am Beispiel nationaler Aktien- und Rentenanlagen. In: Helmut Kaiser und Thomas Vöcking (Hg.): *Strategische Anlageberatung. Assetklassen und Portfoliomanagement*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 61-75.
- Aigner, Konrad; Vöcking, Thomas (2002): Investmentprozess Philosophie, Methodik und Ausgestaltung. In: Helmut Kaiser und Thomas Vöcking (Hg.): *Strategische Anlageberatung. Assetklassen und Portfoliomanagement*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 23-34.
- Aigner, Tobias; Bilger, Markus (2006): *Die besten Börsenstrategien. Welche Wege tatsächlich zum Erfolg führen*. 2. Auflage, München, FinanzBuch Verlag.
- Alam, Nafis; Rajjaque, Mohammad Shadique (2010): Shariah-compliant equities: Empirical evaluation of performance in the European market during credit crunch. In: *Journal of Financial Services Marketing* 15 (3), S. 228-240.
- Altenburger, Stefan (2011): *Behavioral Finance. Urteilsvermögen und Wahrnehmungsverzerrungen insbesondere bei Experten des Finanzsektors*. Saarbrücken, Verlag Dr. Müller.
- Altman, Morris (2010): Prospect Theory and Behavioral Finance. In: H. Kent Baker und John R. Nofsinger (Hg.): *Behavioral finance. Investors, corporations, and markets*. Hoboken: Wiley Verlag, S. 191-209.

- Amersdorffer, Daniel; Bauhuber, Florian; Egger, Roman; Oellrich, Jens (Hg.) (2010): *Social Web im Tourismus. Strategien – Konzepte – Einsatzfelder*. Berlin, Springer Verlag.
- Anderson, Anders (2007): *All Guts, No Glory: Trading and Diversification Among Online Investors*. In: *European Financial Management* 13 (3), S. 448-471.
- Arbib, Emanuel (2008): *Die Rolle von Hedgefonds in einer umfassenden Portfoliostrategie*. In: Detlef Bierbaum (Hg.): *So investiert die Welt. Globale Trends in der Vermögensanlage*. Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 195-215.
- Arendts, Martin (1998): *Die Haftung für fehlerhafte Anlageberatung*. München, Beck Verlag.
- Arens, Monika (2004): *Frauenmarketing bei der Commerzbank: keine "Douglas-Fonds"*. In: *bank und markt (bm)* (11), S. 31-34.
- Arkes, Hal R.; Blumer, Catherine (1985): *The psychology of sunk cost*. In: *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 35 (1), S. 124-140.
- Arkes, Hal R.; Hirshleifer, David; Jiang, Danling; Lim, Sonya (2008): *Reference point adaptation: Tests in the domain of security trading*. In: *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 105 (1), S. 67-81.
- Arora, Patrick (2010): *Orientierungshilfe für Privatkunden*. In: *Die Bank* (10), S. 19-20.
- Ashrati, Mustafa (2008): *Islamic Banking. Wertevorstellungen – Finanzprodukte – Potenziale*. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Frankfurt School Verlag.
- Auckenthaler, Christoph (1994): *Theorie und Praxis des modernen Portfolio-Managements*. 2. Auflage, Bern, P. Haupt Verlag.
- Backhaus, Klaus; Erichson, Bernd; Plinke, Wulff; Weiber, Rolf (2008): *Multivariate Analysemethoden. Eine anwendungsorientierte Einführung*. 12. Auflage, Berlin, Springer Verlag.
- Badunenko, Oleg; Barasinska, Nataliya; Schäfer, Dorothea (2009): *Risk Attitudes and Investment Decisions across European Countries – Are Women More Conservative Investors than Men?* Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin.
- Bagozzi, Richard P.; Rosa, José A.; Celly, Kirstin Sawhney; Coronel, Francisco (2000): *Marketing-Management*. München.
- Bailey, Warren; Kumar, Alok; Ng, David (2008): *Foreign Investments of U.S. Individual Investors: Causes and Consequences*. In: *Management Science* 54 (3), S. 443-459.
- Bajtelsmit, Vickie L.; Bernasek, Alexandra; Jianakoplos, Nancy A. (1999): *Gender differences in defined contribution pension decisions*. In: *Financial Services Review* 8 (1), S. 1-10.
- Baker, H. Kent; Nofsinger, John R. (Hg.) (2010): *Behavioral finance. Investors, corporations, and markets*. Hoboken, Wiley Verlag.

- Baker, H. Kent; Nofsinger, John R. (2010): Behavioral Finance: An Overview. In: H. Kent Baker und John R. Nofsinger (Hg.): Behavioral finance. Investors, corporations, and markets. Hoboken: Wiley Verlag, S. 3-21.
- Balderjahn, Ingo; Scholderer, Joachim (2007): Benefit- und Lifestyle-Segmentierung. In: Sönke Albers und Andreas Herrmann (Hg.): Handbuch Produktmanagement. Strategieentwicklung – Produktplanung – Organisation – Kontrolle. Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 274-294.
- Balzer, Peter (1999): Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute. Eine Untersuchung der Rechtsbeziehung zwischen Kreditinstitut und Anleger bei der Verwaltung von Wertpapiervermögen. München, Beck Verlag.
- Balzer, Peter (2009): Vermögensverwaltung. In: Peter Derleder, Kai-Oliver Knops und Heinz-Georg Bamberger (Hg.): Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht. 2. Auflage, Berlin, Springer Verlag, S. 1475-1504.
- Bamberger, Heinz Georg (2009): Anlageberatung. In: Peter Derleder, Kai-Oliver Knops und Heinz-Georg Bamberger (Hg.): Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht. 2. Auflage Berlin, Springer Verlag, S. 1407-1473.
- Banerjee, Abhijit V. (1992): A Simple Model of Herd Behavior. In: The Quarterly Journal of Economics 107 (3), S. 797-817.
- Bank, Matthias; Schiller, Bettina (Hg.) (2004): Finanzintermediation. Theoretische, wirtschaftspolitische und praktische Aspekte aktueller Entwicklungen im Bank- und Börsenwesen. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag.
- Banz, Rolf W. (1981): The relationship between return and market value of common stock. In: Journal of Financial Economics 9, S. 3-18.
- Barasinska, Nataliya; Schäfer, Dorothea; Stephan, Andreas (2008): Financial Risk Aversion and Household Asset Diversifikation. Working Paper, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin.
- Barasinska, Nataliya; Schäfer, Dorothea; Stephan, Andreas (2008a): Hohe Risikoaversion privater Haushalte bei Geldanlagen. In: Wochenbericht des DIW Berlin (45), S. 704-710.
- Barber, Brad M.; Odean, Terrance (2000): Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. In: The Journal of Finance 55 (2), S. 773-806.
- Barber, Brad M.; Odean, Terrance (2001): Boys will be boys: Gender, overconfidence and common stock investment. In: The Quarterly Journal of Economics 116 (1), S. 261-292.
- Barber, Brad M.; Odean, Terrance (2002): Online Investors: Do the Slow Die First? In: The Review of Financial Studies 15 (2), S. 455-487.

- Barberis, Nicholas; Huang, Ming; Thaler, Richard (2003): Individual preferences, monetary gambles and the equity premium. Working Paper, National Bureau of Economic Research.
- Barron, Gregory M.; Leider, Stephen (2008): Making the Gambler's Fallacy disappear: The role of experience. Working Paper, Harvard Business School, Online verfügbar unter <http://www.hbs.edu/research/pdf/09-029.pdf>.
- Bartmann, Dieter (Hg.) (2005): Innovationen im Retail Banking. Der Weg zum erfolgreichen Privatkundengeschäft. 1. Auflage, Weinheim, Wiley Verlag.
- Basher, Syed A.; Sadorsky, Perry (2006): Day-of-the-week effects in emerging stock markets. In: Applied Economics Letters 13 (10), S. 621-628.
- Bauer, Christoph (1991): Volatilitäten und Betafaktoren – geeignete Risikomaße? In: Die Bank (3), S. 172-175.
- Bauer, Christoph (1992): Das Risiko von Aktienanlagen. Köln, Müller Botermann Verlag.
- Bauer, Michael; Bilo, Stéphanie; Zimmermann, Heinz (2001): Publicly Traded Private Equity: An Empirical Investigation. Working Paper, Department of Finance, University of Basel, Basel.
- Baxmann, Ulf G. (Hg.) (2008): Bankenwettbewerb: Positionierung im Privatkundengeschäft. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Frankfurt-School-Verlag.
- Baxmann, Ulf G. (2008): "Privatkunden (wieder) im Visier der deutschen Kreditwirtschaft". Beitrag zum 8. Norddeutschen Bankentag am 22. Juli 2007 in Lüneburg. In: Ulf G. Baxmann (Hg.): Bankenwettbewerb: Positionierung im Privatkundengeschäft. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Frankfurt-School-Verlag, S. 1-27.
- Becker, Jochen (2009): Marketing-Konzeption. Grundlagen des zielstrategischen und operativen Marketing-Managements. 9. aktualisierte und ergänzte Auflage, München, Vahlen Verlag.
- Becker, Johannes; Stephan, Eckhard (1994): Urteilsverzerrung durch Priming von Ankern. In: Kurt Pawlik (Hg.): 39. Kongress der Deutschen Gesellschaft für Psychologie. Hamburg, Psychologisches Institut I der Universität Hamburg, S. 51-52.
- Beemelmann, Thomas (2005): Segmentermittlung und -potentialbewertung im Wertpapiergeschäft für private Investoren unter Anwendung eines Fuzzy-Systems. Dissertation. Justus-Liebig-Universität, Gießen.
- Behrenwaldt, Udo (2003): Publikumsfondsgesellschaften in Deutschland – Produkt- und anlagepolitische Aspekte. In: Hartmut Leser und Markus Rudolf (Hg.): Handbuch Institutionelles Asset Management. Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 309-328.
- Benartzi, Shlomo; Thaler, Richard H. (1995): Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. In: The Quarterly Journal of Economics 110 (1), S. 73-92.
- Benicke, Christoph (2006): Wertpapiervermögensverwaltung. Tübingen, Mohr Siebeck Verlag.

- Benölken, Heinz; Hertenstein, Karl-Heinz: Umsetzungserfahrungen mit Firmenkunden-Konzeptionen. In: Betriebswirtschaftliche Blätter 2002 (11), S. 537-542.
- Benz, Andreas (2008): Wissensbasiertes Beratungssystem zur Nutzung des impliziten Wissens im Geschäftsprozess der Anlageberatung. Chemnitz, GUC-Verlag der Gesellschaft für Unternehmensrechnung und Controlling.
- Berekoven, Ludwig; Eckert, Werner; Ellenrieder, Peter (2009): Marktforschung. Methodische Grundlagen und praktische Anwendung. 12. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Bernet, Beat (1995): Strategische Optionen im Retail Banking. In: Beat Bernet und Peter Schmid (Hg.): Retail Banking. Visionen, Konzepte und Strategien für die Zukunft. Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 25-45.
- Bernet, Beat; Schmid, Peter (Hg.) (1995): Retail Banking. Visionen, Konzepte und Strategien für die Zukunft. Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Bernhardt, Jens (2010): Private Equity als Anlageklasse für fondsgebundene Lebensversicherungen. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Berument, Hakan; Kiyamaz, Halil (2001): The day of the week effect on stock market volatility. In: Journal of Economics & Finance 25 (2), S. 181-193.
- Berzdorf, Stefan; Heinsen, Heiko (1999): Strategische Vermögensplanung. In: Warth und Klein (Hg.): Professionelle Vermögensverwaltung. Finanzplanung – Steuergestaltung – EDV-Lösungen. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 21-40.
- Best, Henning; Wolf, Christof (2010): Logistische Regression. In: Christof Wolf und Henning Best (Hg.): Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse. 1. Auflage, Wiesbaden, VS Verlag für Sozialwissenschaften / Springer Verlag, S. 827-854.
- Betge, Peter (1996): Bankbetriebslehre. Berlin, Springer Verlag.
- Betsch, Oskar; van Hooven, Eckart; Krupp, Georg (Hg.) (1998): Handbuch Privatkundengeschäft. Entwicklung ; State of the art ; Zukunftsperspektiven. Frankfurt am Main, Knapp-Verlag.
- Bhandari, Gokul; Deaves, Richard (2006): The Demographics of Overconfidence. In: The Journal of Behavioral Finance 7 (1), S. 5-11. Online verfügbar unter <http://www.richarddeaves.com/jbehavfin06.pdf>.
- Bieberstein, Ingo; Brock, Harald (Hg.) (2015): Multi- und Omnichannel-Management in Banken und Sparkassen - Wege in eine erfolgreiche Zukunft. Wiesbaden, Springer Gabler Verlag.
- Bierbaum, Detlef (Hg.) (2008): So investiert die Welt. Globale Trends in der Vermögensanlage. Wiesbaden, Gabler Verlag / Springer Verlag.
- Bikhchandani, Sushil; Sharma, Sunil (2001): Herd Behavior in Financial Markets: A Review. In: IMF Staff Papers 47 (3), S. 279-310.

- Bittner, Thomas; Kiell, Guido (2005): Behavioral Finance. In: Deutscher Sparkassen Verlag (Hg.): Handbuch für Anlageberatung. Stuttgart, Deutscher Sparkassen Verlag, S. 1-52.
- Bitz, Michael; Stark, Gunnar (2008): Finanzdienstleistungen. Darstellung, Analyse, Kritik. 8. Auflage, München, Oldenbourg Verlag.
- Blake, David; Lehmann, Bruce N.; Timmermann, Allan (1999): Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance. In: The Journal of Business 72 (4), S. 429-461. Online verfügbar unter <http://www.pensions-institute.org/workingpapers/wp9902jstor.pdf>.
- Blechs Schmidt, Carsten (2007): Untersuchung des Anlageverhaltens von Sparkassenkunden aus dem Blickwinkel der Behavioral Finance. Hamburg, Kovac Verlag.
- Blessing, Martin (1998): Leistungsangebot und Privatkunden – strukturierte Beratung als Ansatzpunkt einer erfolgreichen Kundenbeziehung. In: Oskar Betsch, Eckart van Hooven und Georg Krupp (Hg.): Handbuch Privatkundengeschäft. Entwicklung; State of the art; Zukunftsperspektiven. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 317-332.
- Bloomfield, Robert (2010): Traditional versus Behavioral Finance. In: H. Kent Baker und John R. Nofsinger (Hg.): Behavioral finance. Investors, corporations, and markets. Hoboken, Wiley Verlag, S. 23-38.
- Bloss, Michael; Ernst, Dietmar; Häcker, Joachim; Eil, Nadine (2009): Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise. Immobilienblase: Ursachen, Auswirkungen, Handlungsempfehlungen. München, Oldenbourg Verlag.
- BNP Paribas (DAB Bank) (Hg.) (2016): ETF Musterportfolios. Online verfügbar unter <https://www.dab-bank.de/Anlegen-Sparen/Fonds-ETF/ETFs/ETF-Musterportfolios/>, zuletzt geprüft am 03.04.2016.
- Böckhoff, Michael; Stracke, Guido (1999): Handbuch der Finanzplanung und Vermögensberatung. Stuttgart, Deutscher Sparkassen Verlag.
- Boecker, Clemens (2010): Mikrogeographische Marktsegmentierung. Stabilität der wissenschaftlichen Grundlagen und Anwendbarkeit der Daten im Marketing von Sparkassen. Hamburg, Kovac Verlag.
- Boes, Florian; Scherf, Martin; Schneider, Stefan (2005): Verhaltensstrategien für den Börsenerfolg. So setzen Sie Behavioral Finance in der Beratungs- und Anlagepraxis um. Stuttgart, Deutscher Sparkassen Verlag.
- Böhlen, Andreas von; Kan, Jens (Hg.) (2008): MiFID-Kompendium. Praktischer Leitfaden für Finanzdienstleister. Berlin, Springer Verlag.
- Boldyreff, Alexander (2010): Wertpapier-Anlageberatung: Ein Jahr direktbankfähige Honorarberatung. In: Die Bank (11), S. 30-33.

- Bondt, Werner F. M. de; Forbes, William P. (1999): Herding in analyst earnings forecasts: evidence from the United Kingdom. In: *European Financial Management* 5 (2), S. 143-163.
- Borgsen, Sina; Glaser, Markus; Weber, Martin (2005): Investition in Small und Mid Caps. Size- oder Diversifikationseffekt? Mannheim, Behavioral Finance Group.
- Bortz, Jürgen (1999): Statistik für Sozialwissenschaftler. 5. Auflage, Berlin, Springer Verlag.
- Bosch, Florian (2006): Behavioral finance an der Börse. Auswirkungen von Boom und Crash auf private und institutionelle Investoren. Saarbrücken, VDM Verlag Dr. Müller.
- Bossert, Thomas (2008): So managen Sie die Risiken. In: Albrecht F. Schirmacher (Hg.): Vertrauenskrise – Wealth-Manager, was nun? Was die besten Privatbanken ihren Kunden jetzt raten; mit Experten-Tipps zur Abgeltungsteuer 2009. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 13-29.
- Brahm, Karl-Martin im (2010): Privatanleger: Homo oeconomicus an der Börse? Frankfurt.
- Brandt, Markus (2002): Aufklärungs- und Beratungspflichten der Kreditinstitute bei der Kapitalanlage. Wertpapiergeschäftliche Informationspflichten im Spiegel kapitalmarktlicher Effizienz. 1. Auflage, Baden-Baden, Nomos-Verlag-Gesellschaft.
- Brasch, Cam-Mai; Köder, Kerstin; Rapp, Reinhold (2007): Praxishandbuch Kundenmanagement. Grundlagen, Fallbeispiele, Checklisten – nach dem ULTIMA-Ansatz. 1. Auflage, Weinheim, Wiley Verlag.
- Braun, Johannes (2007): Aktienanalyse. Fundamentalanalyse, Technische Analyse und Behavioral Finance. 1. Auflage, Saarbrücken, VDM Verlag Dr. Müller.
- Brechtmann, Markus (2002): Länder- und Branchenallokation mit Momentumstrategien. In: Joachim Coche und Olaf Stotz (Hg.): Asset allocation. Vermögens- und Finanzanlagen professionell steuern. Köln, Deutscher Wirtschaftsdienst, S. 145-164.
- Breitenlechner, Andreas (2010): Non-traditional Assets. Die Bedeutung geschlossener Beteiligungen in der Vermögensverwaltung. Saarbrücken, VDM Verlag Dr. Müller.
- Breitschuh, Jürgen (1999): Neukundengewinnung mit Methoden des Direktmarketings am Beispiel des Versandhandels in der Bundesrepublik Deutschland – eine empirische Untersuchung. Dissertation, Universität Flensburg, Flensburg.
- Brenner, Lyle A.; Koehler, Derek J.; Liberman, Varda; Tversky, Amos (1996): Overconfidence in Probability and Frequency Judgments: A Critical Examination. In: *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 65 (3), S. 212-219.
- Breuer, Wolfgang; Gürtler, Marc; Schuhmacher, Frank (2006): Portfoliomanagement II. Weiterführende Anlagestrategien. Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Breuer, Wolfgang; Gürtler, Marc; Schuhmacher, Frank (2010): Portfoliomanagement I. 3. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.

- Breyer-Mayländer, Thomas; Löffel, Marc (2010): Social Web und Social Commerce in der Zukunft: Visionen, Herausforderungen und Perspektiven. In: Daniel Amersdorffer, Florian Bauhuber, Roman Egger und Jens Oellrich (Hg.): Social Web im Tourismus. Strategien – Konzepte – Einsatzfelder. Berlin, Springer Verlag, S. 327-345.
- Brinson, Gary P.; Hood, L. Randolph; Beebower, Gilbert L. (1986): Determinants of Portfolio Performance. In: Financial Analysts Journal 42 (4), S. 39-44.
- Brockmeier, Matthias; Kapferer, Helmut; Nickel, Hans; Willershausen, Jens (2007): Das Finanzmarktrichtlinien-Umsetzungsgesetz (MiFID). Die neuen Vorschriften für die Anlageberatung (mit allen Änderungen ab 1.11.2007). 1. Auflage, Freiburg im Breisgau, Haufe Verlag.
- Brost, Heike; Faust, Martin (Hg.) (2007): Private Banking und Wealth Management. Frankfurt School of Finance & Management. 2. Auflage, Frankfurt am Main, Bankakademie-Verlag.
- Brouwer, Philippe J. S. de (2009): Maslowian Portfolio Theory: An alternative formulation of the Behavioural Portfolio Theory. In: Journal of Asset Management 9 (6), S. 359-365.
- Bruce, Brian (Hg.) (2010): Handbook of behavioral finance. Cheltenham, Edward Elgar Verlag.
- Brunner, Marlies (2009): Geldanlagen in Immobilien: Entscheidungskriterien und Anlageprodukte. In: Marlies Brunner (Hg.): Kapitalanlagen mit Immobilien. Produkte – Märkte – Strategien. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 11-26.
- Brunner, Marlies (Hg.) (2009): Kapitalanlagen mit Immobilien. Produkte – Märkte – Strategien. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Brunner, Wolfgang L. (1993): Einführung. In: Wolfgang L. Brunner und Johann Vollath (Hg.): Handbuch Finanzdienstleistungen. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 3-6.
- Brunner, Wolfgang L. (2004): Die Bank 24 – ein Meilenstein im Multikanalvertrieb. In: Wolfgang L. Brunner (Hg.): Erfolgsfaktoren im Bankmarketing. Fallstudien zu Produkt-, Entgelt-, Vertriebs- und Kommunikationspolitik. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 123-146.
- Brunner, Wolfgang L. (Hg.) (2004): Erfolgsfaktoren im Bankmarketing. Fallstudien zu Produkt-, Entgelt-, Vertriebs- und Kommunikationspolitik. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Brunner, Wolfgang L.; Vollath, Johann (Hg.) (1993): Handbuch Finanzdienstleistungen. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag.
- Bruns, Christoph; Meyer-Bullerdiel, Frieder (2008): Professionelles Portfoliomanagement. Aufbau, Umsetzung und Erfolgskontrolle strukturierter Anlagestrategien. 4. Auflage, Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag.

- Buess, Michael (2005): Messung und Steuerung des Kundenwerts im Privatkundengeschäft von Banken. 1. Auflage, Bern, Haupt Verlag.
- Bühl, Achim; Zöfel, Peter (2000): SPSS Version 10: Einführung in die moderne Datenanalyse unter Windows. München, Addison-Wesley Verlag.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011): '10 – Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Bönen, DruckVerlag Kettler.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2011a): Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen Mitarbeiter und Beschwerden anzeigen. Bonn. In: BaFin Journal 2007, S. 13-15.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2017): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Schneckenlohe, Appel & Klinger Druck und Medien GmbH.
- Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (2012): Raumordnungsprognose 2030. Bevölkerung, private Haushalte, Erwerbspersonen. Bonn, Steiner Verlag.
- Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (Hg.) (2011): Geschäftsentwicklung der Volksbanken und Raiffeisenbanken 2010. Online verfügbar unter [http://www.bvr.de/p.nsf/CB8DC0D36937867BC12577C00045E9CE/\\$FILE/Geschh%C3%A4ftsentwicklung2010.pdf](http://www.bvr.de/p.nsf/CB8DC0D36937867BC12577C00045E9CE/$FILE/Geschh%C3%A4ftsentwicklung2010.pdf), zuletzt geprüft am 09.09.2011.
- Bundesverband deutscher Banken (27.04.2011): Fast jeder Zweite nutzt Online Banking. Berlin. Online verfügbar unter www.bankenverband.de/fast-jeder-zweite-nutzt-online-banking-vertrauen-in-die-sicherheit-gestiegen, zuletzt geprüft am 22.10.2011.
- Bundesverband deutscher Banken (2017): Anteil der Nutzer von Online-Banking in Deutschland in den Jahren von 1998 bis 2017. Online verfügbar unter www.statista.com/statistik/daten/studie/3942/umfrage/anteil-der-nutzer-von-online-banking-in-deutschland-seit-1998.
- Bungard, Walter; Schutz-Gambard, Jürgen (1990): Überlegungen zum Verhalten von Börsenakteuren aus kontrolltheoretischer Sicht. In: Peter Maas und Jürgen Weibler (Hg.): Börse und Psychologie. Plädoyer für eine neue Perspektive. Köln, Deutscher Instituts-Verlag, S. 140-161.
- Bürkner, Hans-Paul; Rogowski, Dirk (1998): Wer ist für den "privaten" Firmenkunden zuständig? In: Oskar Betsch, Eckart van Hooven und Georg Krupp (Hg.): Handbuch Privatkundengeschäft. Entwicklung ; State of the art ; Zukunftsperspektiven. Frankfurt am Main: Knapp Verlag, S. 891-904.
- Busack, Michael; Kaiser, Dieter G. (Hg.) (2006): Handbuch Alternative Investments. Wiesbaden, Gabler Verlag (1).
- Busack, Michael; Kaiser, Dieter G. (Hg.) (2006a): Handbuch Alternative Investments. Wiesbaden, Gabler Verlag (2).
- Büschgen, Hans E.; Börner, Christoph J. (2003): Bankbetriebslehre. 4. Auflage, Stuttgart, Lucius und Lucius Verlag.

- Büschgen, Hans E.; Büschgen, Anja (2002): Bankmarketing. 2. Auflage, Düsseldorf, Verlag Wirtschaft und Finanzen.
- Buttgereit, Harald (2009): Asset Allocation im Rahmen moderner, privater Finanzplanung, Grin Verlag.
- BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2011): Investment 2011 – Daten, Fakten, Entwicklungen. Freigericht, AW-Offsetdruck.
- BW Bank (Hg.) (2016): BW Portfolios. Online verfügbar unter http://www.bw-bank.de/de/privatkunden/sparen_anlegen/vermoeegen_verwalten/bw_portfolio/bw_portfolio.jsp, zuletzt geprüft am 03.04.2016.
- Calvet, Laurent E.; Campbell, John Y.; Sodini, Paolo (2009): Fight or Flight? Portfolio Rebalancing by Individual Investors. In: *The Quarterly Journal of Economics* 124 (1), S. 301-348.
- Carl, Reinhard; Letzing, Marc (Hg.) (2002): Finanzberatung. Persönlichkeit und Know-how für die umfassende Kundenbetreuung. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag.
- Chapman, Gretchen B.; Johnson, Eric J. (1999): Anchoring, Activation, and the Construction of Values. In: *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 79 (2), S. 115-153.
- Chorafas, Dimitris N. (2006): Wealth management. Private banking, investment decisions and structured financial products. Oxford, Butterworth-Heinemann Verlag.
- Claessen, Holger (2002): Grundlagen der Portfoliooptimierung. In: Helmut Kaiser und Thomas Vöcking (Hg.): *Strategische Anlageberatung. Assetklassen und Portfoliomanagement*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 3-15.
- Claus, Kai-Christian (2010): Strategische Herausforderungen im Private Banking. Trends, Thesen, Lösungsansätze. FTD-Bankentag 2010. *Financial Times Deutschland*, Frankfurt am Main, 17.06.2010.
- Cocca, Teodoro D.; Schubert, Roland (2010): Veränderte Muster im Private Banking. In: *Die Bank* (11), S. 38-41.
- Coche, Joachim; Stotz, Olaf (Hg.) (2002): Asset allocation. Vermögens- und Finanzanlagen professionell steuern. Köln, Verlag Deutscher Wirtschaftsdienst.
- Cohen, Jacob (2013): *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences*. 2nd ed., Hoboken, Taylor and Francis Verlag.
- Cohn, Richard A.; Lewellen, Wilbur G.; Lease, Ronald C.; Schlarbaum, Gary G. (1975): Individual Investor Risk Aversion and Investment Portfolio Composition. In: *Journal of Finance* 30 (2), S. 605-620.
- Comdirekt bank; Consorsbank; DAB Bank; ING-Diba (2015): Deutschlands größte Direktbankenstudie. Macht ein "Hin und Her" wirklich die Taschen leer? Online verfü-

- bar unter <https://www.dab-bank.de/media/B2C/Allgemeine-Downloads/Service/Wissen/Aktion-pro-Aktie/aktion-pro-aktie-studie.pdf>, zuletzt geprüft am 19.06.2016.
- Commerzbank (Hg.) (2016): Musterdepots. Online verfügbar unter <https://www.commerzbank.de/portal/de/privatkunden/wertpapiere-und-maerkte/depot/musterdepots/musterdepots.html>, zuletzt geprüft am 03.04.2016.
- Commerzbank AG (2009): Bericht zur unternehmerischen Verantwortung 2009. Frankfurt am Main, Zarbock-Verlag.
- Commerzbank Private Banking (Hg.) (2008): Keine Angst vor Aktien in turbulenten Zeiten – Behavioral-Finance-Regeln helfen, Verluste zu begrenzen und Gewinne zu optimieren, Frankfurt am Main.
- Constantinides, Efthymios; Romero Lorenzo, Carlota; Gómez Boria, Miguel A. (2009): Social Media: A New Frontier for Retailers? In: Bernhard Swoboda, Dirk Morschett, Thomas Rudolph, Peter Schnedlitz und Hanna Schramm-Klein (Hg.): European Retail Research. Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 1-28.
- Cooper, Ian; Kaplanis, Evi (1994): Home Bias in Equity Portfolios, Inflation Hedging, and International Capital Market Equilibrium. In: The Review of Financial Studies 7 (1), S. 45-60.
- Cortes, Alfons (2004): Behavioral Finance im Private Banking. In: Philip Schädler (Hg.): Private Banking im Qualitätswettbewerb um den Kunden. Heidelberg, Physica-Verlag, S. 31-43.
- Coval, Joshua D.; Moskowitz, Tobias J. (1999): Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. In: The Journal of Finance 54 (6), S. 2045-2073.
- Cramer, Jörg-E. (1995): Anforderungen an eine professionelle Anlageberatung und Vermögensverwaltung. In: Jörg-E. Cramer und Bernd Rudolph (Hg.): Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 3-24.
- Cramer, Jörg-E. (1998): Die Marktforschung als Basis für den zielgruppengerechten Einsatz des Marketing-Mix. In: Joachim Süchting und Hans-Michael Heitmüller (Hg.): Handbuch des Bankmarketing. 3. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 103-120.
- Cramer, Jörg-E.; Rudolph, Bernd (Hg.) (1995): Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements. Frankfurt am Main, Knapp Verlag.
- DAB Bank (Hg.) (2011): Direktanlagebrief – der Themendienst für Journalisten – Ausgabe 15, München.
- Dapp, Thomas F. (2014): Fintech – Die digitale (R)evolution im Finanzsektor. Algorithmen basiertes Banking mit human touch. Hg. v. Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main. Online verfügbar unter https://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000342293.pdf.

- Davis, James L.; Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (2000): Characteristics, covariances, and average returns: 1929-1997. In: *The Journal of Finance* 55 (1), S. 389-406.
- Davis, Ned (2005): *Antizyklische Investmentstrategien. Die Psychologie der Massen und die Chancen des Einzelnen*. 2. Auflage, München, FinanzBuch Verlag.
- DekaBank (Hg.) (2016): *Deka-Vermögenskonzept Aktiv*. Online verfügbar unter https://www.deka.de/site/dekade_privatkunden_site/node/3967660/index.html?id=999Z08&varianteId=1000549#vm, zuletzt geprüft am 03.04.2016.
- Dembowski, Anke (2007): *Profi-Handbuch Investmentfonds. Grundlagen, Auswahl, Anlagestrategien*. 4. Auflage, Regensburg, Walhalla-FachVerlag.
- DeMiguel, Victor; Garlappi, Lorenzo; Uppal, Raman (2009): Optimal Versus Naive Diversification: How Inefficient is the 1/N Portfolio Strategy? In: *The Review of Financial Studies* 22 (5), S. 1915-1953. Online verfügbar unter <http://faculty.london.edu/avmiguel/DeMiguel-Garlappi-Uppal-RFS.pdf>.
- Deneke, Johann F. Volrad (1988): *Berufsbild des Vermögensberaters. Entwicklung, Bedeutung und Zukunftsaussichten in einem Aufstiegsberuf*. Stuttgart, Poeschel Verlag.
- Derleder, Peter; Knops, Kai-Oliver; Bamberger, Heinz-Georg (Hg.) (2009): *Handbuch zum deutschen und europäischen Bankrecht*. 2. Auflage, Berlin, Springer Verlag.
- Deutsche Börse AG (2004): *The Indices of Deutsche Börse AG*. Online verfügbar unter http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/cn/binary/gdb_content_pool/imported_files/public_files/10_downloads/20_indices_misc/Index+Brochure.pdf.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (2002): *Monatsbericht Dezember 2002. Statistischer Teil*. Deutsche Bundesbank. Online verfügbar unter https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichte/2002/2002_12_monatsbericht.pdf?__blob=publicationFile.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (2005): *Wertpapierdepots (Stand: 08/2005)*. Statistische Sonderveröffentlichung 9 – 2005, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (2009): *Höhe des Einkommens (Nettoverdienst) im letzten Monat*. Statista. Online verfügbar unter <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/179897/umfrage/hoehede-nettoverdienstes-im-letzten-monat/>.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (2010): *Geld und Geldpolitik*. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (2011): *Merkblatt über die Erteilung einer Erlaubnis um Erbringen von Finanzdienstleistungen gemäß § 32 Abs. 1 KWG. (Stand: Mai 2011)*. Online verfügbar unter <http://schulz-beratung.de/wp-content/uploads/2012/04/Merkblatt-Erlaubniserteilung-Finanzdienstleistungen-Deutsche-Bundesbank-Mai-2011.pdf>.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (2011a): *Statistik der Banken und sonstigen Finanzinstitute – Richtlinien und Kundensystematik*. Statistische Sonderveröffentlichung 1 – 2011, Frankfurt am Main.

- Deutsche Bundesbank (Hg.) (2011b): Wertpapierdepots (Stand: 09/2011). Statistische Sonderveröffentlichung 9 – 2011, Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (2011c): Monatsbericht September 2011. Statistischer Teil. Deutsche Bundesbank. Online verfügbar unter https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichte/2011/2011_09_monatsbericht.pdf?__blob=publicationFile.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (2012): Makroökonomische Zeitreihen. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (2013): Monatsbericht Juni 2013. Online verfügbar unter https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichte/2013/2013_06_monatsbericht.pdf?__blob=publicationFile.
- Deutsche Bundesbank (2014): Negative reale Verzinsung von Einlagen kein neues Phänomen. Online verfügbar unter: www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2014/2014_06_27_einlageverzinsung_in_deutschland.html.
- Deutsche Bundesbank (Hg.) (2017): Bankstellenbericht 2016 - Entwicklung des Bankstellennetzes im Jahr 2016. Online verfügbar unter https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Aufgaben/Bankenaufsicht/Bankstellenstatistik/bankstellenbericht_2016.pdf?__blob=publicationFile.
- Deutscher Sparkassen- und Giroverband (Hg.) (2010): Sparkassen-Finanzgruppe in Zahlen 2010, Berlin.
- Dichtl, Hubert; Kleeberg, Jochen M.; Schlenger, Christian (2003): Handbuch Asset Allocation. Innovative Konzepte zur systematischen Portfolioplanung. Bad Soden, Uhlenbruch Verlag.
- Diller, Hermann (Hg.) (2001): Vahlens großes Marketinglexikon. 2. Auflage, München, Vahlen Verlag.
- Dittrich, Dennis A.; Güth, Werner; Maciejovsky, Boris (2005): Overconfidence in Investment Decisions: An Experimental Approach. In: *European Journal of Finance* 11 (6), S. 471-491.
- Dönges, Thorsten (2008): Besteuerung privater Kapitalanlagen. Mit traditionellen und alternativen Investments zur steueroptimalen Depotstruktur. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Dorn, Daniel; Huberman, Gur (2005): Talk and Action: What Individual Investors Say and What They Do. In: *Review of Finance* 9, S. 437-481. Online verfügbar unter <http://www.econ-pol.unisi.it/labsi/papers2006/Huberman.pdf>.
- Dorn, Daniel; Huberman, Gur; Sengmueller, Paul (2008): Correlated Trading and Returns. In: *The Journal of Finance* 63 (2), S. 885-920.
- Dörr, Markus (2002): Ausgewählte Aktienstrategien. In: Helmut Kaiser und Thomas Vöcking (Hg.): *Strategische Anlageberatung. Assetklassen und Portfoliomanagement*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 125-140.

- Dow, James P. (2009): Age, investing horizon and asset allocation. In: *Journal of Economics & Finance* 2009 (4), S. 422-436.
- Dubois, Michel; Louvet, Pascal (1996): The day-of-the-week effect: The international evidence. In: *Journal of Banking and Finance* 20 (9), S. 1463-1484.
- DWS – Deutsche Asset Management (Hg.) (2016): Musterportfolios. Online verfügbar unter <https://www.dws.de/Produkte/Musterportfolios>, zuletzt geprüft am 03.04.2016.
- Dybvig, Philip H.; Ross, Stephen A. (2003): Arbitrage, state prices and portfolio theory. In: G. M. Constantinides, M. Harris und R. M. Stulz (Hg.): *Handbook of the economics of finance. Financial Markets and Asset Pricing*. Amsterdam, Elsevier Verlag, S. 605-637.
- Eichhorn, Jochen (2008): Umgang mit Provisionszahlung im Wertpapiergeschäft unter MiFID. In: Andreas von Böhlen und Jens Kan (Hg.): *MiFID-Kompendium. Praktischer Leitfaden für Finanzdienstleister*. Berlin, Springer Verlag, S. 175-192.
- Eigelshoven, Jörg (1999): Das back office als Informationsbasis für die Vermögensverwaltung. In: Warth und Klein (Hg.): *Professionelle Vermögensverwaltung. Finanzplanung – Steuergestaltung – EDV-Lösungen*. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 201–217.
- Eisenführ, Franz; Weber, Martin (2003): *Rationales Entscheiden*. 4. Auflage, Berlin, Springer Verlag.
- Eller, Roland; Heinrich, Markus; Perrot, Rene; Reif, Markus (Hg.) (2009): *Jahrbuch Treasury und Private Banking 2009. Produkte, Märkte und Strategien zum Nachschlagen und Verstehen*. Großburgwedel, Aalex Verlag.
- Elschen, Rainer; Lieven, Theo (Hg.) (2009): *Der Werdegang der Krise. Von der Subprime zur Systemkrise*. Wiesbaden, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Engelbrecht, Marc (2008): Anlageklassen des Private Banking im Überblick. In: Markus Rudolf (Hg.): *Private banking*. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Frankfurt-School-Verlag, S. 127-170.
- Engelhard, Johann; Schmidl, Patrick (1999): Der "Home Bias" im internationalen Anlageverhalten institutioneller Anleger – vom Modell des homo oeconomicus zur Prämisse einer beschränkten Informationsverarbeitungskapazität von Kapitalmarktteilnehmern. In: Franz Giesel und Martin Glaum (Hg.): *Globalisierung. Herausforderung an die Unternehmensführung zu Beginn des 21. Jahrhunderts*. München, Beck Verlag, S. 347-362.
- Engels, Anita; Knoll, Lisa (Hg.) (2012): *Wirtschaftliche Rationalität – Soziologische Perspektiven*. Dordrecht, Springer Verlag.
- Engels, Stefan; Meissner, Thomas W.; Schölzel, Alfred (1999): Private Finanzplanung als Instrument des privaten Vermögensmanagements. In: Warth und Klein (Hg.): *Professionelle Vermögensverwaltung. Finanzplanung – Steuergestaltung – EDV-Lösungen*. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 159-184.

- Epple, Manfred H. (1998): Werbeerfolg bei Banken – von der Rationalität zur Emotion. In: Oskar Betsch, Eckart van Hooven und Georg Krupp (Hg.): Handbuch Privatkundengeschäft. Entwicklung; State of the art; Zukunftsperspektiven. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 995-1006.
- Ernst, Edgar; Gassen, Joachim; Pellens, Bernhard (2005): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre. Eine Befragung privater und institutioneller Anleger zu Informationsverhalten, Dividendenpräferenz und Wahrnehmung von Stimmrechten. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Deutsches Aktieninstitut.
- Ernst & Young (Hg.) (2012): Global Consumer Banking Survey 2012. Frankfurt am Main.
- Ertinger, Sebastian (2011): Rohstoffpreise - Das Märchen von der Entkopplung. In: Capital, 31.05.2011.
- Evers, Johannes (1988): Expertensystem zur Unterstützung der Anlageberatung. Dissertation, Universität Ulm, Ulm.
- Evolog (Hg.) (2010): Dynamik im Management. Wege zur Integration von Fachkompetenz und Change-Management. 1. Auflage, Norderstedt, Books on Demand.
- Ewald, Cornelia (2007): Kreditinstitute in der Anlageberatung – Anforderungen aus der aktuellen Rechtsprechung und Gesetzgebung. Hg. von Jost W. Kramer. Wismarer Diskussionspapiere, 09/2007, Hochschule Wismar, Wismar.
- Faber, Cathleen; Zloczynski, Petra (2007), Diversifikationsmaße im Praxistest – Ergebnisse auf der Grundlage von amtlichen Mikrodaten für Deutschland. In: DIW – Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung 76 (3), S. 29-42.
- Fahrmeir, Ludwig; Kneib, Thomas; Lang, Stefan (2007): Regression. Modelle, Methoden und Anwendungen. Berlin, Springer Verlag.
- Fama, Eugene F. (1970): Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work. In: Journal of Finance 25, S. 383-417.
- Fama, Eugene F. (1976): Foundations of finance. Portfolio decisions and securities prices. Oxford, Blackwell Verlag.
- Fama, Eugene F. (1998): Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. In: Journal of Financial Economics 49 (3), S. 283-306.
- Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (1992): The Cross-Section of Expected Stock Returns. In: The Journal of Finance 47 (2), S. 427-465.
- Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (2006): The Value Premium and the CAPM. In: The Journal of Finance 61 (5), S. 2163-2185.
- Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (2008): Dissecting Anomalies. In: The Journal of Finance 63 (4), S. 1653-1678.

- Farkas-Richling, Dirk; Fischer, Thomas R.; Richter, Andreas (2008): Private Banking und Family Office. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag.
- Faßbender, Miriam (2010): Honorarberatung im Private Banking. Traditionelle und alternative Preismodelle im direkten Vergleich. Hamburg, Diplomica-Verlag.
- FAZ-Institut; Steria-Mummert-Consulting (2010): Branchenkompass 2010 – Kreditinstitute. Frankfurt am Main.
- FAZ-Institut; Steria-Mummert-Consulting (2011): Branchenkompass 2011 – Kreditinstitute. Frankfurt am Main.
- Feigenbaum, Edward A.; Feldman, Julian (Hg.) (1963): Computers and thought. A collection of articles. New York, McGraw-Hill Verlag.
- Fenzl, Thomas (2009): Die Massenpsychologie der Finanzmarktkrise. US-Immobilienblase, Subprime Disaster, Schulden-Bubble und ihre Auswirkungen. Wien, Springer Verlag Wien.
- Fessler, Pirmin; Schürz, Martin (2008): Aktienbesitz in Österreich. In: Oesterreichische Nationalbank (Hg.): GELDPOLITIK & WIRTSCHAFT. Quartalsheft zur Geld- und Wirtschaftspolitik. Wien (2), S. 89-107.
- Fidora, Michael; Fratzscher, Marcel; Thimann, Christian (2006): Home Bias in Global Bond and Equity Markets. The Role of Real Exchange Rate Volatility. Working Paper Series (685), European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Finanztest (2015): Schlimme Bilanz, Online verfügbar unter https://files.test.de/files-tore/4913705_ft201510043.pdf?path=/protected/54/21/bb589176-3348-4666-a34d-283ca391b674-protectedfile.pdf&key=9DDC418DA4B120FE233F912B7F8871552A5FCDD4.
- Fischer, Andreas (2007): Innovationsprozess im Privatkundengeschäft. Bedeutung der Kundenorientierung bei Innovationen von Finanzdienstleistern. 1. Auflage, Bad Soden, Uhlenbruch Verlag.
- Fischer, Edwin O.; Glawischnig, Markus (2006): Branchendiversifikation in der Eurozone: Eine empirische Untersuchung, Working Paper, Universität Graz. Online verfügbar unter http://www.econbiz.de/archiv1/2009/92917_branchendiversifikation_in_eurozone.pdf.
- Fischer, Joachim (1981): Heuristische Investitionsplanung. Entscheidungshilfen für die Praxis. Berlin, E. Schmidt Verlag.
- Fischer, Thomas R. (1998): Erlebniswelt Bankfiliale. In: Oskar Betsch, Eckart van Hooven und Georg Krupp (Hg.): Handbuch Privatkundengeschäft. Entwicklung; State of the art; Zukunftsperspektiven. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 605-617.
- Fishburn, Peter C.; Luce, R. Duncan (1995): Joint receipt and Thaler's hedonic editing rule. In: Mathematical Social Sciences 29, S. 33-76.

- Flemisch, Marcus (2006): Behavioral finance und market making. Verhaltenswissenschaftliche Erklärungsansätze für die Preisbildung an Wertpapiermärkten. 1. Auflage, Baden-Baden, Deutscher Wissenschafts-Verlag.
- Forbes, William (2009): Behavioural finance. Chichester, Wiley Verlag.
- Freiberg, Nicole (2004): Rationales Herdenverhalten – Theorie, Empirie und Lösungsansätze. Dissertation, Bayerische Julius-Maximilians-Universität, Würzburg.
- French, Kenneth R. (1980): Stock Returns and the weekend effect. In: Journal of Financial Economics 8 (1), S. 55-69.
- French, Kenneth R.; Poterba, James M. (1991): Investor Diversification and International Equity Markets. In: The American Economic Review 81 (2), S. 222-226.
- Freter, Hermann (2008): Markt- und Kundensegmentierung. Kundenorientierte Markterfassung und -bearbeitung. 2. Auflage, Stuttgart, Kohlhammer Verlag.
- Frey, Dieter; Rosenstiehl, Lutz von (Hg.) (2007): Wirtschaftspsychologie. Wirtschafts-, Organisations- und Arbeitspsychologie. Göttingen, Hogrefe Verlag für Psychologie.
- Frey, Dieter; Stahlberg, Dagmar (1990): Erwartungsbildung und Erwartungsveränderung bei Börsenakteuren. In: Peter Maas und Jürgen Weibler (Hg.): Börse und Psychologie. Plädoyer für eine neue Perspektive. Köln, Deutscher Instituts-Verlag, S. 102-139.
- Friess, Tom; Huber, Michael (2003): Finanzcoach für Spitzenverdiener. Der persönliche Vermögensberater für Unternehmer, Selbstständige und leitende Angestellte. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Wirtschafts-Verlag Carl Ueberreuter.
- Friess, Tom; Huber, Michael (2011): Finanzcoach für den Ruhestand. Der persönliche Vermögensberater für Leute ab 50. 3. Auflage, München, FinanzBuch-Verlag.
- Fröhlich, Susanne; Wasner, Georg-Martin; Immenschuh, Andrea (2008): Web 2.0 bei Banken: Der Trend verstärkt sich. In: Dieter Spath, Wilhelm Bauer und Martin Engstler (Hg.): Innovationen und Konzepte für die Bank der Zukunft. Mit modernen Vertriebslösungen und optimierten Wertschöpfungsprozessen künftigen Herausforderungen begegnen. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 153-159.
- Funke, Christian; Johanning, Lutz; Rudolph, Bernd (2007): Risiko- und Anlagepräferenzen institutioneller Investoren: Abhängigkeit von der Kapitalmarktsituation und Entwicklung im Zeitablauf, Frankfurt am Main, Union Investment Institutional GmbH.
- Galai, Dan; Kedar-Levy, Haim (2005): Day-of-the-Week Effect in High Moments. In: Financial Markets, Institutions & Instruments 14 (3), S. 169-186.
- Gantenbein, Pascal; Laternser, Stefan; Spremann, Klaus (2001): Anlageberatung und Portfoliomanagement. Was Banker und Privatinvestoren wissen müssen. 2. Auflage, Zürich, NZZ-Verlag.
- Geiger, Helmut (1993): Das Allfinanzkonzept der deutschen Sparkassenorganisation. In: Wolfgang L. Brunner und Johann Vollath (Hg.): Handbuch Finanzdienstleistungen. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 499-512.

- Geil, Peter; Zimmermann, Klaus F. (1995): Quantifizierung qualitativer Daten. In: Karl Oppenländer (Hg.): Konjunkturindikatoren. Fakten, Analysen, Verwendung. 2. Auflage, Wien, Oldenbourg Verlag, S. 108-130.
- Geisbüsch, Hans-Georg; Geml, Richard; Lauer, Hermann (Hg.) (1991): Marketing. Grundlagen, Instrumente u. praktische Anwendungen. 2. Auflage, Landsberg/Lech, Verlag Moderne Industrie.
- Gerhardt, Ralf; Hackethal, Andreas (2009): The Influence of Financial Advisors on Household Portfolios: A Study on Private Investors Switching to Financial Advice. Working Paper, Goethe-Universität Frankfurt, Frankfurt am Main.
- Gerke, Wolfgang (1997): Herrschaft der Androiden? Konsequenzen der Kapitalmarkttheorie für das Anlegerverhalten. In: Bernhard Jünemann und Dirk Schellenberger (Hg.): Psychologie für Börsenprofis. Die Macht der Gefühle bei der Geldanlage. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 19-40.
- Gerke, Wolfgang; Mager, Ferdinand; Röhrs, Alexander (2005): Twenty Years of International Diversification from a German Perspective. In: Schmalenbach Business Review 57, S. 86-102. Online verfügbar unter <https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=678082123029027089087111097095066072038085068087057087092127112025099093018122125108004058037124017005016065120006079089064107061039039047074083067002124100015073012033009025089122127122084003013104118011107088001088089077004008080015081127067125&EXT=pdf>.
- Gerth, Martin; Schwerdtfeger, Heike (2008): Offene Immobilienfonds in der Krise: Risiken für Anleger. In: WirtschaftsWoche, 16.12.2008. Online verfügbar unter <http://www.wiwo.de/finanzen/offene-immobilienfonds-in-der-krise-risiken-fuer-anleger-381119/>.
- Giesecke, Torsten (2009): Value Added Services im Private Banking. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Frankfurt-School-Verlag.
- Giesel, Franz; Glaum, Martin (Hg.) (1999): Globalisierung. Herausforderung an die Unternehmensführung zu Beginn des 21. Jahrhunderts. München, Beck Verlag.
- Gignac, Gilles; Szodorai, Eva (2016): Effect size guidelines for individual differences researchers. In: Personality and Individual Differences, 102, S. 74-78.
- Gilad, Benjamin; Kaish, Stanley (Hg.) (1986): Handbook of behavioral economics. Part B: Behavioral Macroeconomics. Greenwich, JAI Press Verlag.
- Gisin, Sandra (2000): Der Finanzmarkt und sein Risiko. Eine soziologische Studie. Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag.
- Glaser, Markus (2003): Online Broker Investors: Demographic Information, Investment Strategy, Portfolio Positions, and Trading Activity. Sonderforschungsbereich 504, Universität Mannheim, Mannheim.

- Glaser, Markus; Langer, Thomas; Reynders, Jens; Weber, Martin (2007): Scale Dependence of Overconfidence in Stock Market Volatility Forecasts. Sonderforschungsbereich 504, Universität Mannheim, Mannheim.
- Glaser, Markus; Weber, Martin (2004): Das Anlageverhalten von Discount-Broker-Kunden. Hg. v. Behavioral Finance Group. Forschung für die Praxis (15), Universität Mannheim, Mannheim.
- Glaser, Markus; Weber, Martin (2007): Overconfidence and trading volume. In: The Geneva Risk and Insurance Review 32 (1), S. 1-36.
- Gloystein, Peter (1998): Das Wertpapiergeschäft als Schlüssel zum Privatkunden. In: Oskar Betsch, Eckart van Hooven und Georg Krupp (Hg.): Handbuch Privatkundengeschäft. Entwicklung; State of the art; Zukunftsperspektiven. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 333-349.
- Goebel, Jan; Gornig, Martin; Häußermann, Hartmut (2010): Polarisierung der Einkommen: Die Mittelschicht verliert. Wochenbericht des DIW Berlin (24), Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin.
- Goedeckemeyer, Karl-Heinz (2011): Hartes Pflaster für Private Banker. Schweizer Banken in Deutschland. In: Schweizer Bank (5), S. 20-23.
- Goerz, Dietmar; Kuckertz, Wolfgang (2010): Anlageberatung im Fokus. Was ändert sich durch das neue Wertpapierhandelsgesetz? Rechtsstand: Januar 2010. Münster, LexisNexis Verlag.
- Göhring, Martina (2008): Banken und Kommunikation 2.0. In: Dieter Spath, Wilhelm Bauer und Martin Engstler (Hg.): Innovationen und Konzepte für die Bank der Zukunft. Mit modernen Vertriebslösungen und optimierten Wertschöpfungsprozessen künftigen Herausforderungen begegnen. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 161-167.
- Goldberg, Joachim; Nitzsch, Rüdiger von (2000): Behavioral Finance. Gewinnen mit Kompetenz. 3. Auflage, München, FinanzBuch Verlag.
- Goldman Sachs International (Hg.) (2009): KnowHow – Ihr Goldman Sachs Anlegermagazin. Frankfurt am Main.
- Goldman Sachs International (Hg.) (2011): KnowHow – Ihr Goldman Sachs Anlegermagazin. Frankfurt am Main.
- Gömmel, Manfred (1983): Erfahrungen mit der Bildung strategischer Geschäftsfelder in einer mittelgroßen Bank. In: Hans-Jacob Krümmel und Bernd Rudolph (Hg.): Strategische Bankplanung. Vorträge und Berichte der Tagung Strategische Bankplanung am 30. September 1982. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 182-205.
- Gordeew, Nikolaj; Kaesebier, Benjamin (2008): Börsenpsychologie: Depot im Minus – wie Anleger auf Verluste reagieren. Experimentelle Untersuchung von Anlagestrategien in fallenden Märkten im Zeitraum 2001 - 2003. Saarbrücken, VDM Verlag Dr. Müller.

- Gort, Christoph; Wang, Mei (2010): Overconfidence and active management. In: Brian Bruce (Hg.): Handbook of behavioral finance. Cheltenham, Edward Elgar Verlag, S. 241-263.
- Grable, John E. (2000): Financial Risk Tolerance and Additional Factors That Affect Risk Taking in Everyday Money Matters. In: Journal of Business and Psychology 14 (4), S. 625-630.
- Graf, Hans-Wolff (1989): Der Finanzmarkt in der Bundesrepublik Deutschland : eine Bestandsaufnahme der in der Bundesrepublik Deutschland angebotenen Finanzprodukte von Banken, Bausparkassen und Versicherungen sowie Kapitalanlagegesellschaften. Ein Plädoyer zugunsten einer verbrauchergerechten Praxis der "Finanzindustrie" sowie für die Institutionalisierung des staatlich anerkannten Berufes: "Freier und selbständiger Finanz- und Vermögensberater" in der Bundesrepublik Deutschland und der Europäischen Gemeinschaft. München, M&M - Medien und Marketing Verlag.
- Graham, John R.; Harvey, Campbell; Huang, Hai (2005): Investor Competence, Trading Frequency, and Home Bias. Working Paper (11426), National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Greene, William H. (2012): Econometric analysis. Pearson series in economics, 7. Auflage, Boston, Pearson Verlag.
- Greive, Martin; Kaiser, Tobias (2011): Niedrigere US-Bonität – Weltweit zittern Staatschefs um ihr Triple-A-Rating. In: Welt Online, 07.08.2011. Online verfügbar unter <http://www.welt.de/wirtschaft/article13531298/Weltweit-zittern-Staatschefs-um-ihr-Triple-A-Rating.html>.
- Grinblatt, Mark; Keloharju, Matti (2001a): How Distance, Language, and Culture Influence Stockholdings and Trades. In: The Journal of Finance 56 (3), S. 1053-1073.
- Grinblatt, Mark; Keloharju, Matti (2001b): What Makes Investors Trade? In: The Journal of Finance 56 (2), S. 589-616.
- Grinblatt, Mark; Titman, Sheridan; Wermers, Russ (1995): Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior. In: The American Economic Review 85 (5), S. 1088-1105.
- Grübel, Bernd; Schubert, Eckehard (1999): Wertpapiergeschäft/ Vermögensberatung. 3. Auflage, Stuttgart, Deutscher Sparkassen-Verlag.
- Grunert, K. G.; Brunso, K.; Bisp, S. (1997): Food-related life style: Development of a cross-culturally valid instrument for market surveillance. In: Lynn R. Kahle und Larry Chiagouris (Hg.): Values, lifestyles, and psychographics. Mahwah, L. Erlbaum Associates, S. 337-354.
- Grünig, Rudolf; Kühn, Richard (2009): Entscheidungsverfahren für komplexe Probleme. Ein heuristischer Ansatz. 3. Auflage, Heidelberg, Springer Verlag.
- Grussert, Hans (2009): Strategien im Retail-Banking. Finanzdienstleister im veränderten Wettbewerb. 2. Auflage, Köln, Bank-Verlag.

- Güde, Udo (1995): *Geschäftspolitik der Sparkassen. Grundlagen und aktuelle Probleme*. 6. Auflage Stuttgart: Deutscher Sparkassen Verlag.
- Gulich, Nicole (2008): *Strategische Erfolgsfaktoren im Privatkundengeschäft von Banken. Identifikation von best-practice-Lösungen*. Wismarer Schriften zu Management und Recht (15), 1. Auflage, Bremen, CT Salzwasser-Verlag.
- Gultekin, Mustafa N.; Gultekin, Bulent (1983): *Stock market seasonality: International Evidence*. In: *Journal of Financial Economics* 12 (4), S. 469-481.
- Guo, Zhaohui (2002): *Behavioral Finance: Die empirische Überprüfbarkeit behavioraler Modelle*. Dissertation, Universität St.Gallen, St.Gallen.
- Hagelüken, Alexander; Hesse, Martin (2008): *Geldmarktfonds unter Druck*. In: *Süddeutsche Zeitung*, 23.10.2008. Online verfügbar unter <http://www.sueddeutsche.de/geld/finanzkrise-geldmarktfonds-unter-druck-1.540441>.
- Hagemann, Michael H. (2005): *"Grauer" Kapitalmarkt und Strafrecht*. Göttingen, V & R Unipress Verlag.
- Häger, Joachim; Raffelsberger, Anja (2005): *Risikomanagement für vermögende Privatpersonen*. In: Michael Spreiter (Hg.): *Private Banking. Kundenbindung und Ertragssteigerung in der Praxis*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 27-47.
- Haley, Russel I. (1968): *Benefit Segmentation: A Decision-oriented Research Tool*. In: *Journal of Marketing Management* 32 (3), S. 30-35.
- Hallahan, Terrence A.; Faff, Robert W.; McKenzie, Michael D. (2004): *An empirical investigation of personal financial risk tolerance*. In: *Financial Services Review* 13, S. 57-78. Online verfügbar unter <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.392.58&rep=rep1&type=pdf>.
- Hallman, G. Victor; Rosenbloom, Jerry S. (2009): *Private wealth management. The complete reference for the personal financial planner*. 8. Auflage, New York, McGraw-Hill Verlag.
- Hammer, Hosig Herzog & Associates (2010): *Kundenbeziehungsmanagement im Private Banking. Vom Farmer zum Hunter*. Schesslitz, Rosch Verlag.
- Handelsblatt (2014): *Hohe Verluste bei Fonds in Abwicklung*, 07.03.2014. Online verfügbar unter www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/fonds-etf/offene-immobilienfonds-hohe-verluste-bei-fonds-in-abwicklung/9587310.html.
- Hanna, Sherman; Chen, Peng (1997): *Subjective and objective risk tolerance: Implications for optimal portfolios*. In: *Financial Counseling and Planning* 8 (2), S. 17-26.
- Harr, Willi B. (2010): *Behavioral Finance im Wealth Management*. 1. Auflage, Bern, Haupt Verlag.
- Hartmann, Kirsten (2008): *Freie Finanzvermittler vs. Bankberater?* In: Andreas von Böhlen und Jens Kan (Hg.): *MiFID-Kompendium. Praktischer Leitfaden für Finanzdienstleister*. Berlin, Springer Verlag, S. 217-231.

- Hartwich, Fabian H. (2006): Steuerrechtsbezogene Informationspflichten bei den Finanzdienstleistungen der Anlageberatung und der Anlagevermittlung. Frankfurt am Main, Lang Verlag.
- Hau, Harald; Rey, Helene (2008): Home Bias at the Fund Level. Discussion Paper (6721), Centre for Economic Policy Research, London.
- Haubrok, Axel; Müller, Michael (2010): All time high. Wie die New Economy die Welt auf den Kopf stellte. 1. Auflage, Köln, Bruno Media Verlag.
- Haug, Mark; Hirschey, Mark (2006): The January Effect. In: Financial Analysts Journal 62 (5), S. 78-88.
- Haugen, Robert A.; Lakonishok, Josef (1988): The incredible January effect. The stock market's unsolved mystery. Homewood, Business One Irwin Verlag.
- Hauser, Richard; Stein, Holger (2001): Die Vermögensverteilung im vereinigten Deutschland. Reihe "Stiftung Der Private Haushalt" (37), Frankfurt am Main, Campus-Verlag.
- Heath, Chip; Huddart, Steven; Lang, Mark (1999): Psychological factors and stock option exercise. In: Quarterly Journal of Economics 114 (2), S. 601-627.
- Heckmann, Tobias (2009): Markttechnische Handelssysteme, quantitative Kursmuster und saisonale Kursanomalien. Eine empirische Untersuchung am deutschen Aktienmarkt. 1. Auflage, Lohmar, Eul Verlag.
- Hein, Joachim A. (2002): Präferenzmessung von Anlegern. Verfahren der Entscheidungsunterstützung im Portfolio-Management und in der Anlageberatung. Europäische Hochschulschriften, Reihe 5, Volks- und Betriebswirtschaft (2897), Frankfurt am Main, Lang Verlag.
- Heinen, Michael (2005): E-Finance-Strategien zur Ertragssteigerung im Massengeschäft. In: Erhard Petzel (Hg.): E-Finance. Technologien, Strategien und Geschäftsmodelle – mit Praxisbeispielen. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 219-246.
- Heinen, Nicolaus; Alberts, Timo; Bitter, Lea (2015): Zielgruppe Zuwanderer. Welche Rolle spielen Migrationshintergrund und Risikoverhalten in der Geldanlage? Deutsche Bank Research, 24.06.2015. Online verfügbar unter http://www.dbresearch.de/PROD/DBR_INTERNET_DE-PROD/PROD0000000000356919.pdf.
- Hellenkamp, Detlef (2006): Bankvertrieb. Privatkundengeschäft der Kreditinstitute im Wandel. 1. Auflage, Lohmar, Eul Verlag.
- Hens, Thorsten; Vlcek, Martin (2011): Does Prospect Theory Explain the Disposition Effect? In: Journal of Behavioral Finance 12 (3), S. 141-157.
- Herrling, Erich; Mayländer, Rudolf (1991): Bankdienstleistungen kundenorientiert verkaufen. Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Herrmann, Frank (2005): Integration und Volatilität bei Emerging Markets. Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag

- Hille, Julia (2008): Kundengeschäftssteuerung im Private-Banking. Konzeption eines steuerungsadäquaten Informationssystems. Dresden, TUDpress Verlag.
- Historische Gesellschaft der Deutschen Bank e. V. (2009): Wünsche werden Wirklichkeit. Die Deutsche Bank und ihr Privatkundengeschäft. München, Piper Verlag.
- Hoffmann, Arvid; Post, Thomas; Pennings, Joost (2011): Individual Investors and the Financial Crisis. How Perceptions Change, Drive Behavior, and Impact Performance. Netspar Discussion Papers (41), Netspar - Network for Studies on Pensions, Aging and Retirement.
- Hofmann, André (2007): Aufklärung und Anlageberatung. Pflichtenmaßstab und Kausalität. Frankfurt am Main: Lang Verlag.
- Holtfort, Thomas (2009): Einfluss von Saisonalität auf den Momentumeffekt. Eine empirische Untersuchung des deutschen Aktienmarktes. 1. Auflage, Lohmar, Eul Verlag.
- Hong, Harrison; Kubik, Jeffrey D.; Solomon, Amit (2000): Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts. In: The RAND Journal of Economics 31 (1), S. 121-144.
- Hopt, Klaus J. (1975): Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken. Gesellschafts-, bank- und börsenrechtliche Anforderungen an das Beratungs- und Verwaltungsverhalten der Kreditinstitute. München, Beck Verlag.
- Hott, Christian (2002): Finanzkrisen. Eine portfoliotheoretische Betrachtung von Herdenverhalten und Ansteckungseffekten als Ursachen von Finanzkrisen. Dissertation, Technische Universität Dresden, Dresden.
- HSH Nordbank AG (2011): Geschäftsbericht 2010. Hamburg, Brünner Verlag.
- Hügli, Bernhard (1999): Das Idealprofil des Private Bankers. Der Wandel vom Anlageberater zum Relationship Manager. Publikation der Swiss Banking School, Zürich, 216, Bern, P. Haupt Verlag.
- Hwang, Soosung; Salmon, Mark (2004): Market stress and herding. In: Journal of Empirical Finance 11 (4), S. 585-616.
- Ibbotson, Roger G. (2010): The Importance of Asset Allocation. In: Financial Analysts Journal 66 (2), S. 18-20. Online verfügbar unter <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v66.n2.4>.
- Ibbotson, Roger G.; Kaplan, Paul D. (2000): Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? In: Financial Analysts Journal 56 (1), S. 26-33.
- Information und Technik Nordrhein-Westfalen (Hg.) (2014): Ausländische Bevölkerung in Nordrhein-Westfalen am 31. Dezember 2012. Online verfügbar unter https://www.destatis.de/GPStatistik/servlets/MCRFileNodeServlet/NWHeft_derivate_00006896/A153201200_A_Korrektur.pdf;jsessionid=00318AC01237AEE2B17A7E573904E347.

- ING-Diba (Hg.) (2010): Bankenstudie 2010: Vertrauen in Anlageberatung stark zurückgegangen. Online verfügbar unter https://www.ing-diba.de/imperia/md/content/www/presse/journalistenservice/studien/bankenstudie_2010_100720.pdf, zuletzt geprüft am 23.10.2011.
- Investors Marketing (2010): Privatkundenstudie 2010. In: *bm bank und markt* (9), S. 5.
- Irle, Martin (2010): Preisblasen in Wohnimmobilienmärkten. Eine Betrachtung aus Sicht der Behavioural Finance. Köln, Immobilien Manager Verlag.
- Jacowitz, Karen E.; Kahneman, Daniel (1995): Measures of Anchoring in Estimation Tasks. In: *Personality and Social Psychology Bulletin* 21 (11), S. 1161-1166.
- Jasny, Ralf (2002): Erwartungen von Kunden an die Finanzberatung. In: Reinhard Carl und Marc Letzing (Hg.): *Finanzberatung. Persönlichkeit und Know-how für die umfassende Kundenbetreuung*. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 41-59.
- Jaunich, Arthur O. (2008): *Anlagestrategie Behavioral Finance. Die Bedeutung verhaltensorientierter Anlagestrategien in der amerikanischen und deutschen Fondsindustrie*. Dissertation, Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule Aachen, Aachen. Online verfügbar unter http://darwin.bth.rwth-aachen.de/opus3/volltexte/2008/2577/pdf/Jaunich_Arthur.pdf.
- Jeske, Karsten (2001): Equity Home Bias: Can Information Cost Explain the Puzzle? In: *Federal Reserve Bank of Atlanta - Economic Review* (3), S. 31-42.
- Jobelius, Herbert (1995): Reporting und Performanceanalysen. In: Jörg-E Cramer und Bernd Rudolph (Hg.): *Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements*. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 337-350.
- Jochem, Axel; Volz, Ute (2011): *Portfolio holdings in the euro area – home bias and the role of international, domestic and sector-specific factors*. Deutsche Bundesbank, Series 1: *Economic Studies* (7), Frankfurt am Main.
- Johann, Bernd (2011): Direktbanken noch erfolgreicher. In: *Focus-Money* (20), S. 124.
- Jordan, Jenny (2001): *Werbewirkung bei Investmentfonds: Überlegungen auf Basis der Behavioral Finance-Forschung*. Hg. v. G. et al Behrens. Forschungsgruppe Konsum und Verhalten, Frankfurt am Main.
- Jörg Perrin, Petra (2007): *Geschlechts- und ausbildungsspezifische Unterschiede im Investitionsverhalten*. 1. Auflage, Bern, Haupt Verlag.
- Juchem, Norbert (1995): Risikomanagement durch Diversifikation der Anlagen. In: Jörg-E Cramer und Bernd Rudolph (Hg.): *Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements*. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 689-699.
- Jünemann, Bernhard; Schellenberger, Dirk (Hg.) (1997): *Psychologie für Börsenprofis. Die Macht der Gefühle bei der Geldanlage*. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag.

- Jungermann, Helmut (2006): Home Bias. In: WISU – Das Wirtschaftsstudium 35 (11), S. 1384.
- Junker, Alfred (2009): Versagt die Portfoliotheorie in Krisenzeiten? In: Klaus Schäfer, Hans-Peter Burghof, Lutz Johanning, Hannes F. Wagner und Sabine Rodt (Hg.): Risiko-management und kapitalmarktorientierte Finanzierung. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 831-836.
- Jurczyk, Boris (2006): Behavioral finance. Anlegerverhalten besser verstehen; Kunden beraten, wenn die Börsen crashen; Finanzpsychologie aktiv nutzen. 2. Auflage, Saarbrücken, VDM Verlag Dr. Müller.
- Kaas, Klaus Peter; Jordan, Jenny (2003): Finanzpsychologie und das Marketing von Finanzanlagen: Die Bedeutung von Ankereffekten am Beispiel der Investmentfonds-Werbung. In: Wirtschaftspsychologie 5 (4), S. 5-23.
- Kabisch, Thomas (2008): Asset Management für Versicherungen. In: Max Dietrich Kley, Franz-Josef Leven, Bernd Rudolph und Uwe H. Schneider (Hg.): Aktie und Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung und Finanzplatz. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 477-490.
- Kahneman, Daniel; Knetsch, Jack L.; Thaler, Richard H. (1991): Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias. In: The Journal of Economic Perspectives 5 (1), S. 193-206.
- Kahneman, Daniel; Slovic, Paul; Tversky, Amos (1982): Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. Cambridge, Cambridge University Press.
- Kahneman, Daniel; Tversky, Amos (1972): Subjective probability: A judgment of representativeness. In: Cognitive Psychology 3, S. 430-454.
- Kahneman, Daniel; Tversky, Amos (1979): Prospect Theory: An analysis of decision under risk. In: Econometrica 47 (2), S. 263-292.
- Kahneman, Daniel; Tversky, Amos (1992): Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. In: Journal of Risk and Uncertainty 5 (4), S. 297-323.
- Kaiser, Andreas (1978): Die Identifikation von Marktsegmenten. Berlin, Duncker & Humblot Verlag.
- Kaiser, Clemens Magnus (2006): Kundenbindung in der Anlageberatung vermögender Privatkunden. Messung und Ableitung von Maßnahmen am Beispiel eines deutschen Kreditinstituts. Aachen, Shaker Verlag.
- Kaiser, Helmut; Vöcking, Thomas (Hg.) (2002): Strategische Anlageberatung. Assetklassen und Portfoliomanagement. 1. Auflage Wiesbaden: Gabler Verlag. Online verfügbar unter <http://www.gbv.de/du/services/toc/bs/354523228>.
- Kalckreuth, Ulf von; Silbermann, Leonid (2010): Bubbles and incentives: a post-mortem of the Neuer Markt in Germany. Discussion Paper (15), Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.

- Kallhardt, Ulrike (1997): Anlageberatung in Banken. Ein Versuch zur Bewertung der Beratungsqualität anhand von Testberatungsgesprächen. Weikersheim, Margraf Verlag.
- Kallinterakis, Vasileios (2009): Herding and the Thin Trading Bias in a Start-Up Market: Evidence From Vietnam. In: The ICAFI University journal of behavioral finance 6 (2), S. 7-27.
- Kaminski, Hans; Friebel, Stephan (2012): Finanzielle Allgemeinbildung als Bestandteil der ökonomischen Bildung. Arbeitspapier, Institut für Ökonomische Bildung an der Universität Oldenburg, Oldenburg.
- Karlen, German (2004): Privatkundenberatung und Behavioral Finance. Publikationen der Swiss Banking School (275), Bern, Haupt Verlag.
- Katzenstein, Bernd (2004): Kapitalmärkte bleiben von der Bevölkerungsalterung verschont. In: Gert Moritz (Hg.): Handbuch Finanz- und Vermögensberatung. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 931-944.
- Kaustia, Markku (2010): Disposition Effect. In: H. Kent Baker und John R. Nofsinger (Hg.): Behavioral finance. Investors, corporations, and markets. Hoboken, Wiley Verlag, S. 171-189.
- Kaustia, Markku (2010): Prospect Theory and the Disposition Effect. In: Journal of Financial and Quantitative Analysis 45 (3), S. 791-812.
- Keim, Donald B. (1983): Size-related anomalies and stock return seasonality: Further empirical evidence. In: Journal of Financial Economics 12 (1), S. 13-32.
- Keller, Jens (2006): Kundensegmentierung in Kreditinstituten. Ansätze zur Segmentierung von Privat- und Firmenkunden im Bankenbereich. Saarbrücken, VDM Verlag Dr. Müller.
- Keller, René W. (2008): Web 2.0 im Private Banking. Die Auswirkungen moderner Internetdienste auf den Beratungsprozess. 1. Auflage, Bern, Haupt Verlag.
- Keppler, Michael (1990): Risiko ist nicht gleich Volatilität. In: Die Bank, S. 610-614.
- Kiehling, Hartmut (2001): Börsenpsychologie und Behavioral Finance. Wahrnehmung und Verhalten am Aktienmarkt. München, Vahlen Verlag.
- Kilka, Michael; Weber, Martin (2000): Home Bias in International Stock Return Expectations. In: The Journal of Psychology and Financial Markets 1 (3&4), S. 176-192.
- Kindleberger, Charles Poor (2001): Manien – Paniken – Crashes. Die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt. Kulmbach, Börsenmedien Verlag.
- Kipker, Ingo; Koch, Sascha (2011): Agieren gegen den Trend – Kundenbindungsmanagement gezielt einsetzen. In: Sohl, Michael; Ziegler, Stephan (Hg.) (2011): Moderner Bankvertrieb im Dienst des Kunden-Neue Wege zu einem kundenzentrierten Marktauftritt. Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 21-30.

- Kitzmann, Arnold (2009): Massenpsychologie und Börse. So bestimmen Erwartungen und Gefühle Kursverläufe. Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Kleeberg, Jochen M.; Rehkugler, Heinz (Hg.) (2002): Handbuch Portfoliomanagement. Strukturierte Ansätze für ein modernes Wertpapiermanagement. 2. Auflage, Bad Soden, Uhlenbruch Verlag.
- Kleine, Jens; Weller, Tim (2012): Selbstentscheider-Kunden (Self-directed Investors) im Wertpapiergeschäft. Studie im Auftrag des Deutschen Derivate Verbandes (DDV), Steinbeis-Hochschule Berlin. Online verfügbar unter <http://www.derivateverband.de/DE/MediaLibrary/Document/Studies/2012%2012%2018%20Steinbeis-Studie%20Selbstentscheider-Kunden%20im%20Wertpapiergesch%C3%A4ft.pdf>.
- Kleiner, Tobias (2009): Ansätze zur Kundensegmentierung und zu deren Implementierung im Finanzdienstleistungssektor. Eine empirische Analyse im Privatkundensegment von Banken. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Klement, Joachim; Weisser, Veronica; Wacker, Thomas (2008): Behavioral Finance. Warum Ihr Gefühl Sie beim Anlegen täuschen kann – und was Sie dagegen tun können. Zürich, UD Print Verlag.
- Kley, Max Dietrich; Leven, Franz-Josef; Rudolph, Bernd; Schneider, Uwe H. (Hg.) (2008): Aktie und Kapitalmarkt. Anlegerschutz, Unternehmensfinanzierung und Finanzplatz. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag.
- Klitzschmüller, Ralf (2011): Veränderte Preismodelle in der Anlageberatung einer Universalbank für vermögende Privatkunden. Das "All-in-Fee" Konzept als Chance zur Stärkung der Wettbewerbsposition. Hamburg, Diplomica Verlag.
- Knauber, Nicole; Kuloglu, Cenap H.; Podrazil, Ulrich M. (1997): Kundenorientierung durch Marktsegmentierung. In: Die Bank (5), S. 300-304.
- Knetsch, Jack L. (1989): The Endowment Effect and Evidence of Nonreversible Indifference Curves. In: The American Economic Review 79 (5), S. 1277-1284.
- Knirsch, Deborah; Schanz, Sebastian (2008): Steuerliche Rahmenbedingungen des Private Banking in Deutschland. In: Markus Rudolf (Hg.): Private banking. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Frankfurt-School-Verlag, S. 97-125.
- Knöbel, Ulf (1997): Kundenwertmanagement im Retail-Banking: Kundenprofitabilitätsanalyse und Customer-Life-Cycle-Costing am Beispiel einer Universalbank. Dissertation, Universität St.Gallen, St. Gallen.
- Knoop, Thomas (2006): Auslandsbanken in Deutschland – Theoretische und empirische Analysen über Markteintritt, Geschäftsentwicklung sowie strategische Positionierungsalternativen. Dissertation, Bayerische Julius-Maximilians-Universität, Würzburg. Online verfügbar unter http://opus.bibliothek.uni-wuerzburg.de/volltexte/2007/2423/pdf/Foreign_Banks_in_Germany.pdf.
- Knyphausen-Aufseß, Dodo (Hg.) (2000): Globalisierung als Herausforderung der Betriebswirtschaftslehre. Wiesbaden, Gabler Verlag.

- Köcher, Renate (1998): Veränderungen der Kundenstruktur und Kundenbedürfnisse. In: Oskar Betsch, Eckart van Hooven und Georg Krupp (Hg.): Handbuch Privatkundengeschäft. Entwicklung; State of the art; Zukunftsperspektiven. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 249-261.
- Köhler, Peter; Landgraf, Robert (2012): „Der Euro wird bleiben“. In: Handelsblatt, 03.01.2012 (002), S. 32. Online verfügbar unter <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken/der-euro-wird-bleiben/6014078.html?p6014078=all>.
- Kohlert, Daniel (2009): Anlageberatung und Qualität – ein Widerspruch? Zur Utopie qualitativ hochwertiger Anlageberatung im Retail Banking. 1. Auflage, Baden-Baden, Nomos Verlag.
- Konrad, Rainer (2003): Vermögens-Controlling für Privatanleger. In: Rainer Konrad (Hg.): Vermögensverwaltung 2003. Die richtige Mandatsvergabe; Leitfaden für Privatanleger. 11. Ausgabe, Frankfurt am Main, Frankfurter Allgemeine Buch Verlag, S. 143-156.
- Konrad, Rainer (Hg.) (2003): Vermögensverwaltung 2003. Die richtige Mandatsvergabe; Leitfaden für Privatanleger. 11. Ausgabe, Frankfurt am Main, Frankfurter Allgemeine Buch Verlag.
- Konrad, Rainer; Brockes, Hans-Willy; Köpf, Georg (1995): Geld sicher und rentabel anlegen. Vermögensverwaltung 1996. das Jahrbuch der professionellen Kapitalanlage. St. Gallen, PIM Consulting Verlag.
- Korniotis, George M.; Kumar, Alok (2011): Do older investors make better investment decisions? In: Review of Economics & Statistics 93 (1), S. 265.
- Kotler, Philip; Keller, Kevin Lane; Bliemel, Friedhelm (2007): Marketing-Management. Strategien für wertschaffendes Handeln. 12. Auflage, München, Pearson Verlag.
- Kottke, Nils (2005): Entscheidungs- und Anlageverhalten von Privatinvestoren. Psychologische Aspekte der Wertpapieranlage. 1. Auflage, Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag.
- Koye, Bernhard (2005): Private-Banking im Informationszeitalter. Eine Analyse der strategischen Geschäftsmodelle. Bern, Haupt Verlag.
- Krämer, Werner; Welp, Norbert (2002): Bedeutung der Benchmark für den Anlageerfolg. In: Helmut Kaiser und Thomas Vöcking (Hg.): Strategische Anlageberatung. Assetklassen und Portfoliomanagement. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 49-59.
- Krassin, Annika; Tran, Thi Mai Yen; Lieven, Theo (2009): Asset Backed Securities (ABS) und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Finanzkrise. In: Rainer Elschen und Theo Lieven (Hg.): Der Werdegang der Krise. Von der Subprime- zur Systemkrise. Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 67-95.
- Krauss, Dieter (1968): Die Anlageberatung der Kreditbanken. Eine Untersuchung dieser Bankleistung unter besonderer Berücksichtigung der Stellung der Anlageberatung

- im Brennpunkt divergierender Interessenlagen. Dissertation, Ludwig-Maximilians-Universität München, München.
- Kreileder, Manfred (1997): Zielgruppenforschung in einem sich wandelnden Bankenmarkt. In: bank und markt (bm) 26 (2).
- Krimphove, Dieter (1992): Anlageberatung. Das System der zivilrechtlichen Haftung von Kreditinstituten. Europäische Hochschulschriften, Reihe 2, Rechtswissenschaft (1276), Frankfurt am Main, Lang Verlag.
- Kroeber-Riel, Werner; Weinberg, Peter; Gröppel-Klein, Andrea (2009): Konsumentenverhalten. 9. Auflage, München, Vahlen Verlag.
- Krümmel, Hans-Jacob; Rudolph, Bernd (Hg.) (1983): Strategische Bankplanung. Vorträge und Berichte der Tagung Strategische Bankplanung am 30. September 1982. Frankfurt am Main, Knapp Verlag.
- Kruschev, Wesselin (1998): Bedarfsorientierte Beratung als Instrument zur Kundenakquisition. In: Die Bank (6), S. 352-356.
- Kudlich, Philipp (2002): Anlage- und Handelsverhalten deutscher Privatanleger. Eine statistische Beschreibung und Analyse auf Basis des Online-Brokerage. Bern, Haupt Verlag.
- Kuhlemann, Heike (2009): Grundsatz der anleger- und objektgerechten Beratung: Konzept – Funktion – Fallpraxis – Schutzlücken. In: Iuratio (1), S. 40-47.
- Kundisch, Dennis; Kramer, Alexander (2006): Transaktionshäufigkeit als Indikator für die Angebotsgestaltung bei deutschen Online-Brokern. In: Der Markt – Zeitschrift für Absatzwirtschaft und Marketing 46 (176), S. 20-38.
- Künzel, Hansjörg (Hg.) (2005): Handbuch Kundenzufriedenheit. Strategie und Umsetzung in der Praxis. Berlin, Springer-Verlag.
- Kuttler, Hans-Jörg (2005): Loyalitätsprogramme in Kreditinstituten. Ausgestaltung und Controlling im deutschen Privatkundengeschäft. Frankfurt am Main, Knapp Verlag.
- Lähn, Marcel V. (2004): Hedge Fonds, Banken und Finanzkrisen. Die Bedeutung außerbilanzieller Leverage-Effekte durch Finanzderivate für das Risikomanagement von Finanzinstituten und das systematische Risiko des globalen Finanzsystems. 1. Auflage, Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag
- Lakonishok, Josef; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert (1992): The impact of institutional trading on stock prices. In: Journal of Financial Economics 32 (1), S. 23-43.
- Lakonishok, Josef; Smidt, Seymour (1988): Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective. In: The Review of Financial Studies 1 (4), S. 403-425.
- Lamberti, Matthias (2009): Moderne Kapitalmarkttheorie und Behavioral Finance Theorie. Eine kritische Würdigung und die Möglichkeit der Optimierung. Working Paper

- (4), Munich Business School, München. Online verfügbar unter http://www.munich-business-school.de/fileadmin/mbs_daten/dateien/working_papers/mbs-wp-2009-04.pdf.
- Landesbank Baden-Württemberg (2011): Der Geschäftsbericht 2010. Stuttgart, W. Kohlhammer Verlag.
- Landesbank Hessen-Thüringen Girozentrale (Hg.) (2011): Financial Centre Frankfurt: A Magnet for Foreign Banks. Frankfurt am Main. Online verfügbar unter www.helaba.de/en/MaerkteUndAnalysen/ResearchUndVolkswirtschaft/FinanzplatzFrankfurt/Downloads/20110118-FinanzplatzstudieJan11.pdf.
- Lang, Volker (1995): Aufklärungspflichten bei der Anlageberatung. Stuttgart, Deutscher Sparkassen Verlag.
- Lapp, Susanne (2001): Internationale Diversifikation in den Portfolios deutscher Kapitalanleger. Theorie und Empirie. Dissertation, Kieler Studien (314), Berlin, Springer Verlag.
- Laschke, Andreas; Weber, Martin (1999): Overconfidence. Schätzen Anleger ihre Kenntnisse falsch ein? Hg. v. Behavioral Finance Group, Forschung für die Praxis (2), Universität Mannheim, Mannheim.
- Latenser, Stefan; Konrad, Rainer (2003): Reporting für Privatkunden. In: Rainer Konrad (Hg.): Vermögensverwaltung 2003. Die richtige Mandatsvergabe; Leitfaden für Privatanleger. 11. Ausgabe, Frankfurt am Main, Frankfurter Allgemeine Buch Verlag, S. 13-27.
- Le Bon, Gustave (2008): Psychologie der Massen. Stuttgart, Kröner Verlag.
- Lehmann, Norbert (2008): Traumhaftes Banking. In: absatzwirtschaft (6), S. 23-28.
- Lehnhoff, Jochen (1998): Wertpapierhandelsgesetz – Aufklärung um jeden Preis? In: Oskar Betsch, Eckart van Hooven und Georg Krupp (Hg.): Handbuch Privatkundengeschäft. Entwicklung; State of the art; Zukunftsperspektiven. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 129-147.
- Lehr, Ursula (2007): Psychologie des Alterns. 11. Auflage, Wiebelsheim, Quelle & Meyer Verlag.
- Leichnitz, Wolfhard (2008): Immobilien: ein klassisches Investment – innovativ gemanagt. In: Detlef Bierbaum (Hg.): So investiert die Welt. Globale Trends in der Vermögensanlage. Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 217-232.
- Lenzen, Wolfram (2006): Behavioral Finance und die Bedeutung für M&A-Transaktionen. In: Dieter Birk (Hg.): Forum Unternehmenskauf 2005. Aus dem Münsteraner Studiengang "Mergers & Acquisitions". Baden-Baden, Nomos Verlag, S. 411-430.
- Leoni, Wolfgang (2008): Dynamische Asset Allocation – ein ganzheitlicher Beratungs- und Managementansatz. In: Detlef Bierbaum (Hg.): So investiert die Welt. Globale Trends in der Vermögensanlage. Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 243-255.

- Leven, Franz-Josef (2005): Private Anleger und derivat Geldanlagen. Ergebnisse einer empirischen Erhebung. Studien des Deutschen Aktieninstituts (311), 1. Auflage, Hg. v. Rüdiger von Rosen, Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt am Main.
- Lewis, Karen K. (1999): Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption. In: *Journal of Economic Literature* 37 (2), S. 571-608.
- Lex, Michael (2011): Termingeschäfte: Optionen, Futures und Co. In: Karl H. Lindmayer (Hg.): *Geldanlage und Steuer 2011. Vom Aufschwung profitieren. Steuern minimieren.* Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 149-180.
- Linder, Hans G. (2010): Wie Banken und Sparkassen ihren guten Ruf zurückgewinnen können. In: Evolog (Hg.): *Dynamik im Management. Wege zur Integration von Fachkompetenz und Change-Management.* 1. Ausgabe, Norderstedt, Books on Demand Verlag, S. 216-222.
- Lindmayer, Karl H. (Hg.) (2011): *Geldanlage und Steuer 2011. Vom Aufschwung profitieren. Steuern minimieren.* Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Lindmayer, Karl H. (2011): Langfristige Vermögenssicherung im Zeichen des Aufschwungs. In: Karl H. Lindmayer (Hg.): *Geldanlage und Steuer 2011. Vom Aufschwung profitieren. Steuern minimieren.* Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 1-62.
- Lindmayer, Karl H. (2011): Nichts dem Finanzamt schenken – Steuerwissen für Anleger. In: Karl H. Lindmayer (Hg.): *Geldanlage und Steuer 2011. Vom Aufschwung profitieren. Steuern minimieren.* Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 259-423.
- Locarek-Junge, Hermann; Walter, Bernhard (Hg.) (2000): *Banken im Wandel: Direktbanken und Direct-Banking.* Berlin: Berlin-Verlag Spitz.
- Locke, Peter R.; Mann, Steven C. (2000): Do Professional Traders Exhibit Loss Realization Aversion? Working Paper, The George Washington University, Texas Christian University, Washington, Fort Worth.
- Lohr, Jörg-Andreas (1999): Einsatz von Steuergestaltungen einschließlich Steuersparmodellen im Rahmen der Vermögensverwaltung. In: Warth und Klein (Hg.): *Professionelle Vermögensverwaltung. Finanzplanung – Steuergestaltung – EDV-Lösungen.* Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag.
- Lorz, Rainer (2004): Planung der Vermögensnachfolge: Überlegungen zur erbschaftssteuerlichen Optimierung und zur Vermeidung ertragssteuerlicher Fallen. In: Gert Moritz (Hg.): *Handbuch Finanz- und Vermögensberatung.* 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 817-841.
- Loughran, Tim (1997): Book-to-Market across Firm Size, Exchange, and Seasonality: Is There an Effect? In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32 (3), S. 249-268.
- Lüde, Rolf von (2012): Rationalität und Anlageverhalten auf Finanzmärkten. In: Anita Engels und Lisa Knoll (Hg.): *Wirtschaftliche Rationalität – Soziologische Perspektiven.* Dordrecht, Springer Verlag, S. 129-164.

- Lüdemann, Christian (1997): Rationalität und Umweltverhalten. Die Beispiele Recycling und Verkehrsmittelwahl. Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag
- Lüdicke, Jochen; Arndt, Jan-Holger (2009): Geschlossene Fonds. Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie-, Private-equity- sowie Lebensversicherungsfonds und anderen geschlossenen Fondsprodukten. 5. Auflage, München, Beck Verlag.
- Ludwig, Rene; Papadopoulos, Dimitrios; Rupperecht, Stephan; Schneeberger, Eva; Schulze, Stefan (2005): Das Retailbanking als Herausforderung. In: Wulf von Schimmelmänn und Günter Franke (Hg.): Retailbanking. Kundenwünsche und Rentabilität. Frankfurt am Main, Frankfurter Allgemeine Buch Verlag, S. 81-146.
- Lukas, Tobias (2008): Emotionalisierung im Vertrieb – Chance zur Differenzierung. In: Dieter Spath, Wilhelm Bauer und Martin Engstler (Hg.): Innovationen und Konzepte für die Bank der Zukunft. Mit modernen Vertriebslösungen und optimierten Wertschöpfungsprozessen künftigen Herausforderungen begegnen. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 73-78.
- Lundeberg, Mary A.; Fox, Paul W.; Puncchohar, Judith (1994): Highly confident but wrong: Gender differences and similarities in confidence judgments. In: Journal of Educational Psychology 86 (1), S. 114-121.
- Lunn, T. (1978): Segmenting and constructing markets. In: Robert M. Worcester und John Downham (Hg.): Consumer market research handbook. New York, Van Nostrand Reinhold Co. Verlag, S. 343-376.
- Lux, Thomas (1995): Herd Behaviour, Bubbles and Crashes. In: The Economic Journal 105 (431), S. 881-896.
- Maas, Peter; Weibler, Jürgen (Hg.) (1990): Börse und Psychologie. Plädoyer für eine neue Perspektive. Köln, Deutscher Instituts-Verlag.
- Maas, Peter; Weibler, Jürgen (1990): Wahrnehmungs- und Informationsverarbeitungsprozesse an der Börse. In: Peter Maas und Jürgen Weibler (Hg.): Börse und Psychologie. Plädoyer für eine neue Perspektive. Köln, Deutscher Instituts-Verlag, S. 72-101.
- Maetze, Kirsten; Nitschke, Frank-Rainer; Setzer, Martin (2010): Neue Wege in der Beratung durch innovative Bankanwendungen. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (Sonderausgabe Technik 01), S. 27-29.
- Mandel, Michael; Jäger-Roschko, Olaf (2010): Honorarberatung: ein "milder Kulturschock" ist zu begrüßen. In: bank und markt (bm) (1), S. 30-32.
- Margolin, Maximilian (2013): Managerial overconfidence. Different thinking through different education. Hamburg, Anchor Academic Publishing Verlag.
- Markowitz, Harry M. (1952): Portfolio Selection. In: The Journal of Finance 7 (1), S. 77-91.
- Markowitz, Harry M. (1991): Portfolio selection. Efficient diversification of investments. Second. Oxford, B. Blackwell Verlag.

- Markowitz, Harry M. (1999): The Early History of Portfolio Theory: 1600-1960. In: *Financial Analysts Journal* 55 (4), S. 5-16.
- Martens, Michael (2011): „Griechenland sollte austreten“. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 02.10.2011. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/michael-kelpanides-im-interview-griechenland-sollte-austreten-11447768.html>.
- Martin, Michael (1992): *Mikrographische Marktsegmentierung*. Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag
- Maurer, Raimond; Mertz, Alexander (2000): Internationale Diversifikation von Aktien- und Anleiheportfolios aus der Perspektive deutscher Investoren. In: *Die Betriebswirtschaft* (4), S. 423-440.
- McGlone, Matthew S.; Reed, Ann B. (1998): Anchoring in the interpretation of probability expressions. In: *Journal of Pragmatics* 30, S. 723-733.
- Meffert, Heribert; Burmann, Christoph; Kirchgeorg, Manfred (2008): *Marketing. Grundlagen marktorientierter Unternehmensführung; Konzepte, Instrumente, Praxisbeispiele*. 10. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Mehring, Jürgen (2005): Die betriebliche Integration eines Sprach-Dialog-Portals. In: Erhard Petzel (Hg.): *E-Finance. Technologien, Strategien und Geschäftsmodelle – mit Praxisbeispielen*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 461-475.
- Meiers, Benjamin; Schilling, Christian; Baedorf, Katrin (2008): *Grundlagen des Private Banking – Akteure und Geschäftsmodelle*. In: Markus Rudolf (Hg.): *Private banking*. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Frankfurt-School-Verlag, S. 21-61.
- Merl, Holger; Neuhaus, Stefan (2008): (Vor-)Feiertageeffekte am deutschen Kapitalmarkt. In: *Die Betriebswirtschaft (DBW)* 68 (4), S. 389-403.
- Meyer, Anton (1989): Mikrogeographische Marktsegmentierung – Grundlagen, Anwendungen und kritische Beurteilung von Verfahren zur Lokalisierung und gezielten Ansprache von Zielgruppen. In: *Jahrbuch der Absatz- und Verbrauchsforschung* 35 (4), S. 342-365.
- Mietzner, Lars (2003): Heiße Luft oder harte Daten? In: *Standort – Zeitschrift für angewandte Geographie* 27 (1), S. 21-26.
- Miller, George A. (1956): The magical number seven, plus or minus two: Some limits on our capacity for processing information. In: *Psychological Review* 63, S. 81-97.
- Minhas, Raj Singh; Jacobs, Everett M. (14): Benefit segmentation by factor analysis: an improved method of targeting customers for financial services. In: *International Journal of Bank Marketing* 1996 (3), S. 3-13.
- Mohr, Daniel (2013): Viele Aktien werden über Jahre gehalten. Langfristig orientierte Anleger. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 01.03.2013. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/langfristig-orientierte-anleger-viele-aktien-werden-ueber-jahre-gehalten-12099655.html>.

- Möller, Hans P. (1985): Die Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarktes. In: ZfbF – Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 37 (6), S. 500-518.
- Montier, James (2002): Behavioural finance. Insights into irrational minds and markets. Chichester, Wiley Verlag.
- Moritz, Gert (Hg.) (2004): Handbuch Finanz- und Vermögensberatung. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Moser, Frank (2008): Best Execution: immer und zu jedem Preis? In: Andreas von Böhlen und Jens Kan (Hg.): MiFID-Kompendium. Praktischer Leitfaden für Finanzdienstleister. Berlin, Springer Verlag, S. 235-254.
- Mühlbradt, Frank W. (1993): Kapitalanlagegesellschaften und ihr Fondssortiment: Status quo und Perspektiven des deutschen Investmentmarktes. In: Wolfgang L. Brunner und Johann Vollath (Hg.): Handbuch Finanzdienstleistungen. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 321-336.
- Müller, Armin (2008): Anlageberatung bei Retailbanken. Einfluss auf das Anlageverhalten und die Performance von Kundendepots. Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Müller, Horst (1995): Firmenkunden und Treasury-Management. In: Jörg-E Cramer und Bernd Rudolph (Hg.): Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 57-64.
- Müller, Uwe (2008): Kundenbindung durch Videosysteme und Web 2.0. In: Dieter Spath, Wilhelm Bauer und Martin Engstler (Hg.): Innovationen und Konzepte für die Bank der Zukunft. Mit modernen Vertriebslösungen und optimierten Wertschöpfungsprozessen künftigen Herausforderungen begegnen. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 139-146.
- Müller-Hagedorn, Lothar (1984): Die Erklärung von Käuferverhalten mit Hilfe des Lebenszykluskonzeptes. In: Wirtschaftswissenschaftliches Studium 13 (11).
- Müller-Hagedorn, Lothar (2001): Familienlebenszyklus. In: Hermann Diller (Hg.): Vahlens großes Marketinglexikon. 2. Auflage, München, Beck Verlag.
- Murphy, John J. (2000): Visuelle Aktienanalyse. Mit Charts Börsentrends frühzeitig erkennen. 3. Auflage, Frankfurt am Main, Campus-Verlag
- Mussweiler, Thomas; Strack, Fritz (1999): Hypothesis-Consistent Testing and Semantic Priming in the Anchoring Paradigm: A Selective Accessibility Model. In: Journal of Experimental Social Psychology 35, S. 136-164.
- Muth, John F. (1961): Rational Expectations and the Theory of Price Movements. In: Econometrica 29 (3), S. 315-335.
- Mutschke, Nicole (2011): Informationspflichten der Bank über Rückvergütungen. BGH präzisiert abermals seine Rechtsprechung zu Kick-backs. In: NWB (22), S. 1888-1891.

- Myers, Jonathan (1999): Profits without panic. Investment psychology for personal wealth. London, Nicholas Brealey Publishing.
- Neumann, John von; Morgenstern, Oskar (1974): Theory of games and economic behavior. Princeton, Princeton University Press.
- Nicodem, Damaris (2008): Was die Bank vom Kunden wissen sollte. In: Andreas von Böhlen und Jens Kan (Hg.): MiFID-Kompodium. Praktischer Leitfaden für Finanzdienstleister. Berlin, Springer Verlag, S. 109-118.
- Nigsch, Marco (2010): Das Wealth-Management-Team in der Kundenbetreuung. Eine Analyse am Beispiel einer Schweizer Großbank. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Nirschl, Marco; Schimmer, Markus; Wild, Oliver; Wimmer, Andreas (2004): Vertriebsstrategien im Retail Banking. Positionierungsansätze und Konzepte für deren erfolgreiche Umsetzung. ibi Research der Universität Regensburg, Regensburg. Online verfügbar unter http://epub.uni-regensburg.de/9464/1/RR_Vertriebsstrategie.pdf.
- Nirschl, Marco; Wild, Oliver; Wimmer, Andreas (2005): Handlungsfelder zur erfolgreichen Positionierung als filialzentrierte Multikanalbank. In: Dieter Bartmann (Hg.): Innovationen im Retail Banking. Der Weg zum erfolgreichen Privatkundengeschäft. 1. Auflage, Weinheim, Wiley Verlag, S. 227-259.
- Nitzsch, Rüdiger von (2006): Entscheidungslehre – Wie Menschen entscheiden und wie sie entscheiden sollten. 3. Auflage, Aachen, Wissenschafts-Verlag Mainz.
- Nitzsch, Rüdiger von; Stotz, Olaf (2006): Zu welchen Renditeeinbußen führt der Home Bias? In: Finanz Betrieb (2), S. 106-113.
- Nitzsch, Rüdiger von; Stotz, Olaf (2007): Das Verhalten von Marktteilnehmern an der Börse: Behavioral Finance. In: Dieter Frey und Lutz von Rosenstiehl (Hg.): Wirtschaftspsychologie. Wirtschafts-, Organisations- und Arbeitspsychologie, Bd. 6, Göttingen, Hogrefe Verlag für Psychologie, S. 857-886.
- Norden, Gary (2006): Technical analysis and the active trader. New York, McGraw-Hill Verlag.
- Northcraft, Gregory B.; Neale, Margaret A. (1987): Experts, Amateurs, and Real Estate: An Anchoring-and-Adjustment Perspective on Property Pricing Decisions. In: Organizational Behavior and Human Decision Processes 39, S. 84-97.
- Nöth, Markus; Weber, Martin (2001): Rationales und irrationales Herdenverhalten. Sind Schafe klüger? Forschung für die Praxis (12), Hg. v. Behavioral Finance Group, Universität Mannheim, Mannheim.
- Nowak, Dorothea; Plöger, Wolfgang (1997): Lebensweltforschung: ein Ansatz auch für Banken? In: bank und markt (bm) 26 (2), S. 32-35.
- o. V. (2001): Ostimmobilien – Milliarden versenkt. In: manager magazin, 24.03.2001. Online verfügbar unter <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/0,2828,124132,00.html>.

- o. V. (2005): Investmentfonds – Die Risikoscheu der Deutschen ist fast sprichwörtlich. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 08.12.2005 (286), S. 22.
- o. V. (2008): Allfinanzvertriebe. Geordnet nach Provisionserlösen 2007 (In- und Ausland). Hamburg, In: Cash, 7/8 2008, S. 128.
- o. V. (2009): Island verweigert Deutschen die Entschädigung. In: Die Welt, 10.02.2009. Online verfügbar unter <https://www.welt.de/finanzen/article3177209/Island-verweigert-Deutschen-die-Entschaedigung.html>.
- o. V. (2010): Daten und Fakten zur Hausbankbeziehung. In: bank und markt (bm) 39 (9), S. 5.
- o. V. (2010a): Aufgeweichter Anlegerschutz. In: WirtschaftsWoche, 18.11.2010. Online verfügbar unter <http://www.wiwo.de/finanzen/anlageberatung-aufgeweichter-anlegerschutz/5231900.html>.
- o. V. (2011): Hintergrund: Ratingagenturen und ihre Abstufungen. In: Zeit Online, 21.09.2011. Online verfügbar unter <http://www.zeit.de/news/2011-09/eu-hintergrund-ratingagenturen-und-ihre-abstufungen-21225027>.
- o. V. (2011a): Deutsche verlieren Vertrauen in Bankberater. In: manager magazin, 28.09.2011. Online verfügbar unter <http://www.manager-magazin.de/finanzen/börse/0,2828,788949,00.html>.
- Oberle, Simon (2015): Interaktive Finanzberatung – Filiale, Online & Co. im Multikanal. In: Ingo Bieberstein und Harald Brock (Hg.) (2015): Multi- und Omnichannel-Management in Banken und Sparkassen - Wege in eine erfolgreiche Zukunft. Wiesbaden, Springer Gabler Verlag, S. 239-256.
- Odean, Terrance (1998): Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? In: The Journal of Finance 53 (5), S. 1775-1798.
- Odean, Terrance (1999): Do Investors Trade Too Much? In: American Economic Review 89 (5), S. 1279-1298.
- Oehler, Andreas (1995): Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger. Theoretischer Ansatz und empirische Analysen. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag.
- Oehler, Andreas (1998): Do Mutual Funds Specializing in German Stocks Herd? In: Finanzmarkt und Portfolio-Management (4), S. 452-465.
- Oehler, Andreas (2002): Behavioral Finance, verhaltenswissenschaftliche Finanzmarktforschung und Portfoliomanagement. In: Jochen M. Kleeberg und Heinz Rehkugler (Hg.): Handbuch Portfoliomanagement. Strukturierte Ansätze für ein modernes Wertpapiermanagement. 2. Auflage, Bad Soden, Uhlenbruch Verlag, S. 843-870.
- Oehler, Andreas (2005): Zufriedenheit im Retail-Banking? Erfolgsfaktoren des Banking der Zukunft. In: Erhard Petzel (Hg.): E-Finance. Technologien, Strategien und Geschäftsmodelle – mit Praxisbeispielen. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 151-192.

- Oertmann, Peter (1994): Size Effect und Performance von deutschen Aktien. In: Finanzmarkt und Portfolio Management 8 (2), S. 197-211.
- Oetken, Petra (2010): Die deutschen Small Caps. Definition, Situation und Finanzkommunikation. Hamburg, Diplomica-Verlag.
- Ohlsen, Robert A. (1998): Behavioral Finance and its Implications for Stock-Price Volatility. In: Financial Analysts Journal 54 (2), S. 10-18.
- Olsen, Robert A. (1996): Implications of Herding Behavior for Earnings Estimation, Risk Assessment, and Stock Returns. In: Financial Analysts Journal 52 (4), S. 37-41.
- Olsen, Robert A.; Cox, Constance M. (2001): The Influence of Gender on the Perception and Response to Investment Risk: The Case of Professional Investors. In: The Journal of Psychology and Financial Markets 2 (1), S. 29-36.
- Oppenländer, Karl (Hg.) (1995): Konjunkturindikatoren. Fakten, Analysen, Verwendung. 2. Auflage, Wien, Oldenbourg Verlag.
- Passow, Rolf (1995): Charakteristik und Dimension von Anlagerisiken. In: Jörg-E Cramer und Bernd Rudolph (Hg.): Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 683-688.
- Paul, Stephan (2002): Umbrüche im Finanzsystem – veränderte Rahmenbedingungen für das Private Banking. In: Reinhard Carl und Marc Letzing (Hg.): Finanzberatung. Persönlichkeit und Know-how für die umfassende Kundenbetreuung. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 21-39.
- Paul, Thomas (2010): Islamic Banking & Business. Ursprung – Wesen – Umsetzung. Norderstedt, Books on Demand Verlag.
- Pawlik, Kurt (Hg.) (1994): 39. Kongress der Deutschen Gesellschaft für Psychologie, 25.-29. September 1994 in Hamburg. Psychologisches Institut I der Universität Hamburg, Hamburg.
- Pechlaner, Harald (1993): Private Banking. Eine Wettbewerbsanalyse des Vermögensverwaltungs- und Anlageberatungsmarktes in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Chur, Rüegger Verlag.
- Pelikan, Edmund (2007): Chancen mit geschlossenen Fonds. Attraktive Renditen und effektive Risikosteuerung für das private Portfolio. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Pellens, Bernhard; Schmidt, Andre (2014): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre. Hg. v. Deutschen Aktieninstitut. Online verfügbar unter https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2014-11-02%20Studie%20Aktionaersverhalten.pdf.
- Pepels, Werner; Ammann, Paul (Hg.) (2000): Marktsegmentierung. Marktnischen finden und besetzen. Heidelberg, Sauer Verlag.

- Perridon, Louis; Rathgeber, Andreas; Steiner, Manfred (2014): Finanzwirtschaft der Unternehmung. München, Vahlen Verlag.
- Petzel, Erhard (Hg.) (2005): E-Finance. Technologien, Strategien und Geschäftsmodelle – mit Praxisbeispielen. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Polan, Ralf (1995): Ein Messkonzept für die Bankloyalität. Investitionen in Bank/Kunde-Beziehungen unter Risikoaspekten. Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Pompian, Michael M. (2006): Behavioral Finance and Wealth Management. How to Build Optimal Portfolios That Account for Investor Biases. Hoboken, John Wiley Verlag.
- Poshakwale, Sunil (1996): Evidence on Weak Form Efficiency and Day of the Week Effect in the Indian Stock Market. In: Finance India 10 (3), S. 605-616.
- Pradhuman, Satya Dev (2000): Small-cap dynamics. Insights, analysis, and models. Princeton, Bloomberg Press.
- Pring, Martin J.; Straush, Carsten (1993): Handbuch technische Kursanalyse. Technical analysis explained – Investmentoptimierung durch Beobachtung von Kursverläufen und Analyse von Trends und Wendepunkten. Darmstadt, Hoppenstedt Verlag.
- Prosch, Ulrich; Vogel, Sabine (2008): Intelligent kommunizieren – emotional binden. In: Dieter Spath, Wilhelm Bauer und Martin Engstler (Hg.): Innovationen und Konzepte für die Bank der Zukunft. Mit modernen Vertriebslösungen und optimierten Wertschöpfungsprozessen künftigen Herausforderungen begegnen. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 83-87.
- Prümm, Axel J.; Alms, Alexander (2004): Chancen und Risiken bei geschlossenen Fonds. In: Gert Moritz (Hg.): Handbuch Finanz- und Vermögensberatung. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 151-165.
- Pulford, Briony D.; Colman, Andrew M. (1997): Overconfidence: Feedback and item difficulty effects. In: Personality and Individual Differences 23 (1), S. 125-133.
- Pütz, Thomas; Schlömer, Claus; Seiwert, Anne (2012): Raumordnungsprognose 2030. Bevölkerung, private Haushalte, Erwerbspersonen. Hg. v. Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung, Bonn, Steiner Verlag.
- Quanz, Markus (2011): Preismodelle deutscher Banken im Privatkundengeschäft. Wiesbaden, Verlag Gabler Verlag.
- Raab, Gerhard; Unger, Alexander; Unger, Fritz (2010): Marktpsychologie. Grundlagen und Anwendung. 3. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Rapp, Heinz-Werner (1997): Der tägliche Wahnsinn hat Methode – Behavioral Finance: Paradigmenwechsel in der Kapitalmarktforschung. In: Bernhard Jünemann und Dirk Schellenberger (Hg.): Psychologie für Börsenprofis. Die Macht der Gefühle bei der Geldanlage. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 75-108.
- Rea, Louis M.; Parker, Richard A. (1992): Designing and Conducting Survey Research. A Comprehensive Guide. New York, John Wiley Verlag & Sons.

- Redhead, Keith (2008): Personal finance and investments. A behavioural finance perspective. London, Routledge Verlag.
- Rehkugler, Heinz (2002): Grundlagen des Portfoliomanagements. In: Jochen M. Kleeberg und Heinz Rehkugler (Hg.): Handbuch Portfoliomanagement. Strukturierte Ansätze für ein modernes Wertpapiermanagement. 2. Auflage, Bad Soden, Uhlenbruch Verlag, S. 3-41.
- Rehkugler, Heinz; Jandura, Dirk; Sayn-Wittgenstein; Isabelle zu (2000): Diversifikationsstrategien in einem einheitlichen europäischen Finanzmarkt: Empirische Befunde. In: Dodo Knyphausen-Aufseß (Hg.): Globalisierung als Herausforderung der Betriebswirtschaftslehre. Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 191-216.
- Rehkugler, Heinz; Voigt, Martina; Kraus, Birgit; Otterbach, Andreas (1992): Die Qualität der Anlageberater. In: Die Bank (6), S. 316-322.
- Reinert, Annika (2011): US-Rating – Müssen Investoren jetzt verkaufen? In: Handelsblatt, 08.08.2011. Online verfügbar unter <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boersemaerkte/anleihen/muessen-investoren-jetzt-verkaufen/4475128.html?p4475128=all>.
- Reinganum, Marc R. (1981): Misspecification of capital asset pricing: Empirical anomalies based on earnings' yields and market values. In: Journal of Financial Economics 9 (1), S. 19-46.
- Reinganum, Marc R. (1983): The anomalous stockmarket behavior of small firms in January: Empirical tests for tax-loss selling effects. In: Journal of Financial Economics 12 (1), S. 89-104.
- Rensch, Peter (2010): Zurück zur Einfachheit (59). In: Bankmagazin (9), S. 16-17.
- Richter, Jörg (2003): Der Steuerberater als Vermögensberater. Professionelle Strategien zur Durchführung einer "privaten Finanzplanung"; Honorarpotenziale und Haftungsrisiken. Lizenzausgabe 1, Freiburg, Haufe Verlag.
- Riedl, Michael (1987): Ein Modell der absatzpolitischen Wirkung von Bank-Zweigstellen und dessen empirische Überprüfung. München, GBI-Verlag.
- Roßbach, Peter (2001): Behavioral Finance – Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie? Working Paper (31), Frankfurt am Main.
- Rosen, Rüdiger von (2011): Die Aktienakzeptanz erhöhen. In: Die Bank (4), S. 66-70.
- Rost, Stephan (2001): Informationspflichten von Wertpapierdienstleistern ohne Beratungsangebot (Discount-Broker) gegenüber Privatkunden. Unter besonderer Berücksichtigung des § 31 Abs. 2 Nr. 2 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG). Berlin, Duncker & Humblot Verlag.
- Roth, Monika (2007): Das Dreiecksverhältnis Kunde – Bank – Vermögensverwalter. Treue- und Sorgfaltspflichten in Anlageberatung und Vermögensverwaltung unter besonderer Berücksichtigung von Retrozessionen, Finder's Fees und anderen Vorteilen. Zürich, Dike Verlag.

- Rotter, Julian B. (1966): Generalized expectancies for internal versus external control of reinforcement. In: *Psychological Monographs: General and Applied* 80 (1), S. 1-28.
- Rottwilm, Christoph (2010): Immobilienfonds in der Krise – Mehr Schein als Stein. In: *manager magazin*, 26.10.2010. Online verfügbar unter <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/0,2828,725344,00.html>.
- Rouette, Christian Paul (2005): *Die Asset-Allokationsentscheidung deutscher Privatinvestoren. Empirie und Konsequenzen für die Anlageberatung*. 1. Auflage, Lohmar, Eul Verlag.
- Rouette, Christian Paul; Nitzsch, Rüdiger von (2006): Wie viel Rendite kostet zyklisches Investieren? In: *Die Bank: Zeitschrift für Bankpolitik und Praxis* (8), S. 18-22.
- Rowland, Patrick F. (1999): Transaction costs and international portfolio diversification. In: *Journal of International Economics* 49 (1), S. 145-170.
- Rozeff, Michael S.; Kinney Jr., William R. (1976): Capital market seasonality: The case of stock returns. In: *Journal of Financial Economics* 3 (4), S. 379-402.
- Ruda, Walter (1988): *Ziele privater Kapitalanleger*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Rudolf, Markus (Hg.) (2008): *Private banking*. Frankfurt School of Finance & Management. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Frankfurt-School-Verlag.
- Rudolf-Sipötz, Elisabeth (2008): Customer Relationship Management im Private Banking. In: Markus Rudolf (Hg.): *Private banking*. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Frankfurt-School-Verlag, S. 393-427.
- Rudolph, Siegbert (2008): "Die Rolle des Steuerberaters in der privaten Vermögensanlage- und Finanzplanung". Vortrag zum 8. Norddeutschen Bankentag am 22. Juli 2007 in Lüneburg. In: Ulf G. Baxmann (Hg.): *Bankenwettbewerb: Positionierung im Privatkundengeschäft*. 8. Norddeutscher Bankentag. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Frankfurt-School-Verlag, S. 119-144.
- Rupf, Wolfgang (1995): Anforderungen an einen gesamthaften Vermögensberatungsansatz. In: Jörg-E Cramer und Bernd Rudolph (Hg.): *Handbuch für Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Methoden und Instrumente des Portfoliomanagements*. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 291-296.
- Rürup, Bert (2004): Alterung: mehr als nur ein Problem der Sozialversicherungen. In: Matthias Bank und Bettina Schiller (Hg.): *Finanzintermediation. Theoretische, wirtschaftspolitische und praktische Aspekte aktueller Entwicklungen im Bank- und Börsenwesen*. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 289-298.
- Rüschen, Thomas (2009): Geschlossene Immobilienfonds im privaten Asset Management. In: Marlies Brunner (Hg.): *Kapitalanlagen mit Immobilien. Produkte – Märkte – Strategien*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 121-144.
- Sachsenmaier, Martin (1999): *Immobilienanlagen in der Asset Allocation: Möglichkeiten und Grenzen*, Diplomica Verlag.

- Samuelson, William; Zeckhauser, Richard (1988): Status Quo Bias in Decision Making. In: *Journal of Risk and Uncertainty* 1 (1), S. 7-59.
- Schädler, Philip (Hg.) (2004): *Private Banking im Qualitätswettbewerb um den Kunden*. Banking Forum Liechtenstein, Heidelberg, Physica-Verlag.
- Schäfer, Michael (2005): Finanzsektor: Der Kunde im Mittelpunkt des Private Banking. In: Hansjörg Künzel (Hg.): *Handbuch Kundenzufriedenheit. Strategie und Umsetzung in der Praxis*. Berlin, Springer-Verlag, S. 323-345.
- Schäli, Stephan D. (1998): *Kernkompetenzen im Private Banking. Aus der Perspektive großer Bankinstitute in der Schweiz*. Bern, Haupt Verlag.
- Scharfstein, David S.; Stein, Jeremy C. (1990): Herd Behavior and Investment. In: *The American Economic Review* 80 (3), S. 465-479.
- Schaubach, Peter (2007): *Family Office im Private-Wealth-Management. Konzeption und empirische Untersuchung aus Sicht der Vermögensinhaber*. 3. Auflage, Bad Soden, Uhlenbruch Verlag.
- Scheer, Olaf (1989): *Potentialorientierte Analyse und Steuerung des Privatkundengeschäfts von Banken*. Kiel, Vauk Verlag.
- Scherbaum, Christoph A. (2015): *So funktioniert die Börse*. 2. Auflage, Freiburg, Haufe Verlag.
- Schiereck, Dirk; Weber, Martin (2000): Bleibe im Lande und rentiere dich kläglich: Der Home Bias. *Forschung für die Praxis* (9), Hg. v. Behavioral Finance Group, Universität Mannheim, Mannheim.
- Schiereck, Dirk (2013): Behavioral Finance und Anlageberatung. In: Tilmes, Rolf; Jacob; Ralph; Nickel, Hans (Hg.): *Praxis der modernen Anlageberatung*. Köln, Bank Verlag, S. 239-258.
- Schimmelmann, Wulf von; Franke, Günter (Hg.) (2005): *Retailbanking. Kundenwünsche und Rentabilität*. Frankfurt am Main, Frankfurter Allgemeine Buch Verlag.
- Schirmacher, Albrecht F. (Hg.) (2007): *Die Elite im Private Banking. Was die besten Wealth Manager ihren Kunden empfehlen*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Schirmacher, Albrecht F. (2007): Privatbanken gehen in der Region auf Jagd nach Kunden. In: Albrecht F. Schirmacher (Hg.): *Die Elite im Private Banking. Was die besten Wealth Manager ihren Kunden empfehlen*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 69-74.
- Schirmacher, Albrecht F. (Hg.) (2008): *Vertrauenskrise – Wealth-Manager, was nun? Was die besten Privatbanken ihren Kunden jetzt raten; mit Experten-Tipps zur Abgeltungsteuer 2009*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Schirmacher, Albrecht F. (Hg.) (2009): *Geschlossene Fonds 2010. Mit Real Assets der Inflation die Stirn bieten*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.

- Schmeisser, Wilhelm; Geißler, Jörg A.; Schütz, Kerstin (Hg.) (2008): Zum Wandel der Finanzdienstleistungsmärkte. Dargestellt anhand ausgewählter Bankinstrumente und Finanzdienstleistungsinnovationen. 1. Auflage, München, Rainer Hampp Verlag.
- Schmidt, Jutta (2004): Anlageentscheidungen am Aktienmarkt. Eine experimentelle Analyse der Informations- und Entscheidungsprozesse individueller Anleger. Frankfurt am Main, Lang Verlag.
- Schmidt-Rhein, Andreas von (1996): Die Moderne Portfoliotheorie im praktischen Wertpapiermanagement. Eine theoretische und empirische Analyse aus der Sicht privater Kapitalanleger. Bad Soden, Uhlenbruch Verlag.
- Schmitt, Stefan (2008): Aktuelle Entwicklungen im privaten Vermögensmanagement. Der deutsche Private-banking- & -wealth-Management-Markt. 1. Auflage, Berlin, Pro Business Verlag.
- Schmoll, Anton (2006): Vertrieboptimierung im Firmenkundengeschäft. Lösungen für nachhaltige Ertragssteigerung. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Schoon, Natalie (2009): Islamic banking and finance. London, Spiramus Press.
- Schott, Barbara (1991): Marketing bei Banken und Versicherungen. In: Hans-Georg Geisbüsch, Richard Geml und Hermann Lauer (Hg.): Marketing. Grundlagen, Instrumente u. praktische Anwendungen. 2. Auflage, Landsberg/Lech, Verlag Moderne Industrie, S. 809-826.
- Schroeder-Wildberg, Uwe (1998): Entscheidungs- und Lernverhalten an Wertpapiermärkten. Psychologische Aspekte von Börsenentscheidungen. Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag.
- Schulz, Hans-Dieter (1997): When the tide turns – Trend- und Zyklusanalyse am Aktienmarkt mit Hilfe von Charts. In: Bernhard Jünemann und Dirk Schellenberger (Hg.): Psychologie für Börsenprofis. Die Macht der Gefühle bei der Geldanlage. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 161-174.
- Schumeckers, Gerd (1980): Marktsegmentierung zur Überprüfung der Absatzleistung von Sparkassen-Geschäftsstellen 97 (2), S. 55-57.
- Schumeckers, Gerd (1983): Die zehn A+E-Kundengruppen. In: Betriebswirtschaftliche Blätter 32 (3), S. 95-99.
- Schwartz, Hugh (2010): Heuristics or Rules of Thumb. In: H. Kent Baker und John R. Nofsinger (Hg.): Behavioral finance. Investors, corporations, and markets. Hoboken, Wiley Verlag, S. 57-72.
- Schwenn, Kerstin (2011): Im Durchschnitt werden 300.000 Euro vererbt. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 16.06.2011. Online verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/recht-steuern/studie-im-durchschnitt-werden-300-000-euro-vererbt-1652459.html>.

- Seiler, Volker (2008): Rechtliche Rahmenbedingungen im Zuge der MiFID. In: Markus Rudolf (Hg.): Private banking. 1. Auflage, Frankfurt am Main, Frankfurt-School-Verlag, S. 63-95.
- Severidt, Katrin (1997): Marketing für die Anlageberatung. Arbeitspapier, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Marketing (7), Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main.
- Severidt, Katrin (2001): Beratungshonorare in Banken. Wettbewerbsbedingungen und Kundenpräferenzen. 1. Auflage, Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag.
- Severidt, Katrin (2001): Preisgestaltung für die Anlageberatung: die Präferenzen der Kunden. In: Jahrbuch der Absatz- und Verbrauchsforschung 47 (1), S. 92-111.
- Shapira, Zur; Venezia, Itzhak (2001): Patterns of Behavior of Professionally Managed and Independent Investors. In: Journal of Banking and Finance 25 (8), S. 1573-1587.
- Shefrin, Hersh (2007): Beyond greed and fear. Understanding behavioral finance and the psychology of investing. Oxford, Oxford University Press.
- Shefrin, Hersh; Statman, Meir (1985): The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. In: The Journal of Finance 40 (3), S. 777-790.
- Shiller, Robert J. (1998): Human Behavior and the Efficiency of the Financial System. Working Paper (6375), National Bureau of Economic Research, Cambridge. Online verfügbar unter <http://www.nber.org/papers/w6375.pdf>.
- Shumway, Tyler (2010): Mood. In: H. Kent Baker und John R. Nofsinger (Hg.): Behavioral finance. Investors, corporations, and markets. Hoboken, Wiley Verlag, S. 671-679.
- Simon, Herbert A. (1955): A Behavioral Model of Rational Choice. In: The Quarterly Journal of Economics 69 (1), S. 99-118.
- Slovic, Paul (Hg.) (2000): The perception of risk. London, Earthscan Publications.
- Slovic, Paul; Fischhoff, Baruch; Lichtenstein, Sarah (2000): Response Mode, Framing and Information-processing Effects in Risk Assessment. In: Paul Slovic (Hg.): The perception of risk. London, Earthscan Publications, S. 154-167.
- Slovic, Paul; Kunreuther, Howard; White, Gilbert F. (2000): Decision Processes, Rationality and Adjustment to Natural Hazards. In: Paul Slovic (Hg.): The perception of risk. London, Earthscan Publications, S. 1-31.
- Smith, Alec; Lohrenz, Terry; King, Justin; Montague, Read P.; Camerer, Colin F. (2014): Irrational exuberance and neural crash warning signals during endogenous experimental market bubbles. In: Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America 111 (29), S. 10503-10508.
- Smitt, Holger (2006): Der Januar-Effekt am Aktienmarkt. In: Anlageinfo (12) S. 20-21.

- Sohl, Michael; Ziegler, Stephan (Hg.) (2011): *Moderner Bankvertrieb im Dienst des Kunden-Neue Wege zu einem kundenzentrierten Marktauftritt*. Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Solnik, Bruno H. (1995): *Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically?* In: *Financial Analysts Journal* 51 (1), S. 89-94. Online verfügbar unter <http://www.cfa-pubs.org/doi/pdf/10.2469/faj.v51.n1.1864>.
- Sozio-oekonomisches Panel – SOEP (2009).
- Spannagel, Dorothee (2013): *Reichtum in Deutschland: Empirische Analysen*. Wiesbaden, Springer Verlag Fachmedien.
- Sparkasse Essen (2016): *Portfolio-Profile*. Online verfügbar unter <https://www.sparkasse-essen.de/zielgruppen/private-banking/vermoegensverwaltung/portfolio/index.php?n=%2Fzielgruppen%2Fprivate-banking%2Fvermoegensverwaltung%2Fportfolio%2F>, zuletzt aktualisiert am 03.04.2016.
- Spath, Dieter; Bauer, Wilhelm; Engstler, Martin (2008): *Bank & Zukunft – Trends und Entwicklungen*. In: Dieter Spath, Wilhelm Bauer und Martin Engstler (Hg.): *Innovationen und Konzepte für die Bank der Zukunft. Mit modernen Vertriebslösungen und optimierten Wertschöpfungsprozessen künftigen Herausforderungen begegnen*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 13-19.
- Spath, Dieter; Bauer, Wilhelm; Engstler, Martin (Hg.) (2008): *Innovationen und Konzepte für die Bank der Zukunft. Mit modernen Vertriebslösungen und optimierten Wertschöpfungsprozessen künftigen Herausforderungen begegnen*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Spreiter, Michael (Hg.) (2005): *Private Banking. Kundenbindung und Ertragssteigerung in der Praxis*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Spremann, Klaus (1999): *Vermögensverwaltung*. München, Oldenbourg Verlag.
- Spremann, Klaus (2004): *Kundenwünsche im Private Banking*. In: Philip Schädler (Hg.): *Private Banking im Qualitätswettbewerb um den Kunden*. Heidelberg, Physica-Verlag, S. 1-16.
- Spremann, Klaus (2008): *Portfoliomanagement*. 4. Auflage, München, Oldenbourg Verlag.
- Stafflage, Axel (1996): *Die Anlageberatung der Banken. Das Kreditinstitut im Spannungsverhältnis zwischen Informationspflicht und Insiderhandelsverbot*. Berlin, Schmidt Verlag.
- Stahl, Ernst (2005): *Strategische Positionierung in einem veränderten Wettbewerb*. In: Dieter Bartmann (Hg.): *Innovationen im Retail Banking. Der Weg zum erfolgreichen Privatkundengeschäft*. 1. Auflage, Weinheim, Wiley Verlag, S. 15-44.
- Stalla, Claudia (2015): *Multikanalstrategie – Optimierung des Multikanalvertriebs in mittelständischen Finanzinstituten*. In: Ingo Bieberstein und Harald Brock (Hg.) (2015): *Multi- und Omnichannel-Management in Banken und Sparkassen - Wege in eine erfolgreiche Zukunft*. Wiesbaden, Springer Gabler Verlag, S. 209-223.

- Stapfer, Peter (2005): Anreizsysteme in der Private Banking-Kundenbeziehung. 1. Auflage, Bern, Haupt Verlag.
- Statistik Austria (2008): Bildung in Zahlen 2006/07. Schlüsselindikatoren und Analysen. Bundesanstalt Statistik Österreich, Wien.
- Statistisches Bundesamt (2009): Bevölkerung Deutschlands bis 2060. 12. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung. Wiesbaden.
- Statistisches Bundesamt (2010): Lebenserwartung von Männern und Frauen in den Jahren 1988 bis 2008 in Deutschland. Hg. v. Noweda Geschäftsbericht 2009/10. Online verfügbar unter www.destatis.de.
- Statistisches Bundesamt (2011): Durchschnittliches Heiratsalter lediger Frauen in Deutschland von 1991 bis 2009. Online verfügbar unter www.destatis.de.
- Statistisches Bundesamt (2011a): Durchschnittliches Heiratsalter lediger Männer in Deutschland von 1991 bis 2009. Online verfügbar unter www.destatis.de.
- Statistisches Bundesamt (2012): Bevölkerung nach Bildungsabschluss in Deutschland. Online verfügbar unter <https://www.destatis.de>.
- Statman, Meir (1999a): Foreign Stocks in Behavioral Portfolios. In: *Financial Analysts Journal* 55 (2), S. 12-16.
- Statman, Meir (2011): What investors really want. Discover what drives investor behavior and make smarter financial decisions. New York, McGraw-Hill Verlag.
- Statman, Meir; Thorley, Steven; Vorkink, Keith (2006): Investor Overconfidence and Trading Volume. In: *The Review of Financial Studies* 19 (4), S. 1531-1565.
- Steden, Philip; Sharma, Manon (2006): Frauen und Finanzdienstleistungen. Hg. v. prognos AG, Bonn.
- Stegmüller, Bruno (1995): Internationale Marktsegmentierung als Grundlage für internationale Marketing-Konzeptionen. Bergisch Gladbach, Eul Verlag.
- Stein, Peter (1999): Unsicherheitsreduktion im Vermögenanlagegeschäft mit Privaten. Die Institution der stabilen Geschäftsbeziehung als Erfolgsbasis für beratungsorientierte Filialbanken. Europäische Hochschulschriften: Reihe 5, Volks- und Betriebswirtschaft (2526), Frankfurt am Main, P. Lang Verlag.
- Steiner, Jürgen (1993): Allfinanz-Konzepte von Banken. In: Wolfgang L. Brunner und Johann Vollath (Hg.): *Handbuch Finanzdienstleistungen*. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 559-572.
- Steiner, Manfred; Bruns, Christoph (2002): Wertpapiermanagement. Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung. 8. Auflage, Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag.
- Steinig, Richard (1998): Zielgruppenbildung im Spannungsfeld von Einzelkundenmanagement und Mengengeschäft. In: Oskar Betsch, Eckart van Hooven und Georg Krupp

- (Hg.): Handbuch Privatkundengeschäft. Entwicklung, State of the art, Zukunftsperspektiven. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 287-299.
- Steinig, Richard (2002): Die Vermögensberatung in der Entwicklung – von der Wertpapierberatung über das Anlagemanagement zur Finanzberatung. In: Reinhard Carl und Marc Letzing (Hg.): Finanzberatung. Persönlichkeit und Know-how für die umfassende Kundenbetreuung. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 1-19.
- Stephan, Ekkehard; Kiell, Guido (1998): Urteilsprozesse bei professionellen Akteuren im Finanzmarkt. Deutsche Gesellschaft für Psychologie, Dresden.
- Stettler, Roger (2009): Marktorientierte Strategien im private banking. Standardisierte versus individualisierte Betreuungskonzepte. 1. Auflage, Bern, Haupt Verlag.
- Stiglitz, Joseph E. (2010): Freefall. Free markets and the sinking of the global economy. 1. Auflage, New York, Norton Verlag.
- Stocker, Klaus (2006): Management internationaler Finanz- und Währungsrisiken. Mit Übungen und Lösungen. 2. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Straub, Robert (1974): Das magische Dreieck der Wertpapieranlage. In: Verlag Moderne Industrie (Hg.): Handbuch der Wertpapieranlage. Zürich, Verlag Moderne Industrie, S. 38-57.
- Stuhldreier, Uwe (2002): Mehrstufige Marktsegmentierung im Bankmarketing. Ein Erfolgsfaktor für das Privatkundengeschäft. 1. Auflage, Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag.
- Süchting, Joachim; Heitmüller, Hans-Michael (Hg.) (1998): Handbuch des Bankmarketing. 3. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Sullivan, Ryan; Timmermann, Allan; White, Halbert (2001): Dangers of data mining: The case of calendar effects in stock returns. In: Journal of Econometrics 105 (1), S. 249-286.
- Sundén, Annika E.; Surette, Brian J. (1998): Gender Differences in the Allocation of Assets in Retirement Savings Plans. In: American Economic Review 88 (2), S. 207-211.
- Swoboda, Bernhard; Morschett, Dirk; Rudolph, Thomas; Schnedlitz, Peter; Schramm-Klein, Hanna (Hg.) (2009): European Retail Research. Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Swoboda, Uwe C. (1996): Die Bedeutung und Zukunft der modernen Konsumentenbank. Bankbetriebliche Erfolgsfaktoren mit Hilfe der Delphi-Expertenbefragung. Frankfurt am Main, P. Lang Verlag.
- Swoboda, Uwe C. (1997): Privatkundengeschäft der Kreditinstitute. Marketingstrategien und Managementprozesse. 2. Auflage, Frankfurt am Main, Bank-Akademie-Verlag.
- Swoboda, Uwe C. (Hg.) (2000): Direct Banking. Wie virtuelle Institute das Bankgeschäft revolutionieren. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.

- Swoboda, Uwe C. (2000a): Die historische Entwicklung der Direktbanken und die zukünftigen Entwicklungsmöglichkeiten. In: Uwe C. Swoboda (Hg.): *Direct Banking. Wie virtuelle Institute das Bankgeschäft revolutionieren*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 81-89.
- Swoboda, Uwe C. (2000b): Strategien der Direktbanken. In: Uwe C. Swoboda (Hg.): *Direct Banking. Wie virtuelle Institute das Bankgeschäft revolutionieren*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 169-190.
- Swoboda, Uwe C. (2004): *Retail-Banking und Private Banking. Zukunftsorientierte Strategien im Privatkundengeschäft*. 3. Auflage, Frankfurt am Main, Bankakademie-Verlag.
- Szallies, Rüdiger (1998): Vagabundierendes Finanzverhalten – die wachsende Herausforderung für das Marketing im Privatkundengeschäft. In: Oskar Betsch, Eckart van Hooven und Georg Krupp (Hg.): *Handbuch Privatkundengeschäft. Entwicklung, State of the art, Zukunftsperspektiven*. Frankfurt am Main, Knapp Verlag, S. 275-286.
- Szczecki, Błażej (2002): *Internationale Portfoliodiversifikation und "home bias" aus Sicht deutscher Anleger*. Aachen, Shaker Verlag.
- Taffler, Richard J. (2010): The Representativeness Heuristic. In: H. Kent Baker und John R. Nofsinger (Hg.): *Behavioral finance. Investors, corporations, and markets*. Hoboken, Wiley Verlag, S. 259-276.
- Tang, Gordon Y. N. (2004): How efficient is naive portfolio diversification? An educational note. In: *Omega* 32 (2), S. 155-160.
- Taubert, Claudius (2009): *Informationspflichten als Geschäftsbesorgungspflichten. Unter besonderer Berücksichtigung der Anlageberatung und Anlagevermittlung*. Köln, RWS-Verlag.
- Teh, L. L.; Bondt, Werner F. M. de (1997): Herding behavior and stock returns: An exploratory investigation. In: *Swiss Journal of Economics and Statistics* 133 (2), S. 293-324.
- Terliesner, Stefan (2010): Über gute Beratung positionieren. In: *Bankmagazin* (6), S. 20-23.
- Thaler, Richard H. (1980): Towards a positive theory of consumer choice. In: *Journal of Economic Behavior and Organization* 1, S. 39-60.
- Thaler, Richard H. (1985): Mental Accounting and Consumer Choice. In: *Marketing Science* 4 (3), S. 199-214.
- Thaler, Richard H. (1990): Anomalies: Saving, Fungibility, and Mental Accounts. In: *The Journal of Economic Perspectives* 4 (1), S. 193-205.
- Thaler, Richard H. (1992): *The winner's curse. Paradoxes and anomalies of economic life*. New York, Free Press Verlag.

- Thaler, Richard H. (1994): *Quasi rational economics*. 1. Auflage, New York, Russell Sage Foundation.
- Thaler, Richard H. (2005): *Advances in behavioral finance*, Vol. II. Russell Sage Foundation. Princeton, Princeton University Press.
- Theißen, Michaela (2008): *Anlageberatung: Risiko oder Chance nach MiFID?* In: Andreas von Böhlen und Jens Kan (Hg.): *MiFID-Kompendium. Praktischer Leitfaden für Finanzdienstleister*. Berlin, Springer Verlag, S. 193-215.
- Tilmes, Rolf (2002): *Financial planning im private banking. Kundenorientierte Gestaltung einer Beratungsdienstleistung*. 3. Auflage, Bad Soden, Uhlenbruch Verlag.
- Tilmes, Rolf; Jacob, Ralph; Nickel, Hans (Hg.): *Praxis der modernen Anlageberatung*. Köln, Bank Verlag.
- Tobin, James (1958): *Liquidity preference as behavior towards risk*. In: *The Review of Economic Studies* 25 (2), S. 65-86.
- Trueman, Brett (1994): *Analyst forecasts and herding behavior*. In: *The Review of Financial Studies* 7 (1), S. 97-124.
- Tu, Jun; Zhou, Guofu (2011): *Markowitz Meets Talmud: A Combination of Sophisticated and Naive Diversification Strategies*. In: *Journal of Financial Economics* 99 (1), S. 204-215. Online verfügbar unter http://apps.olin.wustl.edu/faculty/zhou/TZ_JFE_10.pdf.
- Tvede, Lars (2002): *The Psychology of Finance. Understanding the Behavioural Dynamics of Markets*. New York, John Wiley Verlag.
- Tversky, Amos; Kahneman, Daniel (1973): *Availability: A heuristic for judging frequency and probability*. In: *Cognitive Psychology* 5 (2), S. 207-232.
- Tversky, Amos; Kahneman, Daniel (1974): *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases*. In: *Science* 185, S. 1124-1131.
- Tversky, Amos; Kahneman, Daniel (1981): *The framing of decisions and the psychology of choice*. In: *Science* 211 (4481), S. 453-458.
- Tversky, Amos; Kahneman, Daniel (1983): *Extensional versus intuitive reasoning: The conjunction fallacy in probability judgment*. In: *Psychological Review* 90 (4), S. 293-315.
- Tversky, Amos; Kahneman, Daniel (1991): *Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model*. In: *The Quarterly Journal of Economics* 106 (4), S. 1039-1061.
- Tynan, Caroline A.; Drayton, Jennifer (1987): *Market Segmentation*. In: *Journal of Marketing Management* 2 (3), S. 301-335.
- Uhlir, Helmut; Steiner, Peter (1994): *Wertpapieranalyse*. 3. Auflage, Heidelberg, Physica-Verlag.

- Unser, Matthias (1999): Behavioral Finance am Aktienmarkt. Empirische Analysen zum Risikoverhalten individueller Anleger. Bad Soden, Uhlenbruch Verlag.
- Veld, Chris; Veld-Merkoulova, Yulia V. (2008): The risk perceptions of individual investors. In: *Journal of Economic Psychology* 29 (2), S. 226-252.
- Venardos, Angelo M. (2010): Current issues in Islamic banking and finance. Resilience and stability in the present system. Hackensack, World Scientific Publishing Co Inc.
- Verband der Auslandsbanken in Deutschland e.V. (Hg.) (2011): Statistiken zur Jahrespressekongresskonferenz des Verbandes der Auslandsbanken am 22.03.2011. Online verfügbar unter <http://www.vab.de/yeager/v3.php/download/827/>, zuletzt geprüft am 09.09.2011.
- Verlag Moderne Industrie (Hg.) (1974): Handbuch der Wertpapieranlage. Zürich, Verlag Moderne Industrie.
- Verwilghen, Nicholas Stanislas (1997): Kundensegmentierung, Risikodialog und Risikomanagement für gehobene Privatkunden. Eine Betrachtung aus finanzmarktökonomischer Sicht. Bern, Haupt Verlag.
- Vielhaber, Ralf (Hg.) (2008): Handbuch Wealth Management. Das Kompendium für den deutschsprachigen Raum. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Vöcking, Thomas (2002): Assetklassen – Ein Überblick. In: Helmut Kaiser und Thomas Vöcking (Hg.): Strategische Anlageberatung. Assetklassen und Portfoliomanagement. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 17-22.
- Vogel, Michael (1989): Portfeuille-Management unter Verwendung von Wertpapier-Informationssystemen. Dissertation, Schriftenreihe des Instituts für Kredit- und Versicherungswirtschaft, Abteilung Bankbetriebslehre (23), Wien, Service FachVerlag an der Wirtschaftsuniversität Wien.
- Volksbank Ulm-Biberach (Hg.) (2016): Portfolio-Strukturen. Online verfügbar unter <https://www.volksbank-ulm-biberach.de/private-banking/vermoegensverwaltung/portfolio-struktur.html#!>.
- Vortmann, Jürgen (1999): Aufklärungs- und Beratungspflichten der Banken. 6. Auflage, Köln, RWS-Verlag.
- Vossebein, Ulrich (2000): Grundlegende Bedeutung der Marktsegmentierung für das Marketing. In: Werner Pepels und Paul Ammann (Hg.): Marktsegmentierung. Marktnischen finden und besetzen. Heidelberg, Sauer Verlag, S. 19-46.
- Vossmann, Frank; Weber, Martin (1999): Der Dispositionseffekt. Vom merkwürdigen Charme der Verlierer. *Forschung für die Praxis* (3), Hg. v. Behavioral Finance Group, Universität Mannheim, Mannheim.
- Wagner, Udo; Wiedmann, Klaus-Peter; Oelsnitz, Dietrich von der (Hg.) (2011): Das Internet der Zukunft. Bewährte Erfolgstreiber und neue Chancen. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag.

- Wahl, Detlef (2004): Handbuch der privaten Kapitalanlage. Risiken, Strategien und Kalkulationen, steuerliche Aspekte. 2. Auflage, Wiesbaden, DG-Verlag.
- Wahren, Heinz-Kurt (2009): Anlegerpsychologie. 1. Auflage, Wiesbaden, VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Waitz, Daniela (2009): MIFID: Wie ermittelt man eine Risikotragfähigkeit für Privatanleger. In: Roland Eller, Markus Heinrich, Rene Perrot und Markus Reif (Hg.): Jahrbuch Treasury und Private Banking 2009. Produkte, Märkte und Strategien zum Nachschlagen und Verstehen. Großburgwedel, Aalex Verlag, S. 334-342.
- Walter, Andreas; Weber, Friedrich M. (2006): Herding in German Mutual Fund Industry. In: European Financial Management 12 (3), S. 375-406.
- Walter, Bernhard (2000): Direktbanken und Direct Banking: Markt und Entwicklung. In: Hermann Locarek-Junge und Bernhard Walter (Hg.): Banken im Wandel: Direktbanken und Direct-Banking. Berlin, Berlin-Verlag Spitz, S. 3-24.
- Walter, Herbert (2011): Gelingt der Neuanfang? In: Die Bank (10), S. 12-18.
- Wandel, Eckhard (1998): Banken und Versicherungen im 19. und 20. Jahrhundert. 2. Auflage, München, Oldenbourg Verlag.
- Wang, Alex (2009): Interplay of Investors' Financial Knowledge and Risk Taking. In: Journal of Behavioral Finance 10 (4), S. 204-213. Online verfügbar unter https://www.scss.tcd.ie/khurshid.ahmad/Teaching/Behavioural_Finance/Papers/2009_Wang_JBehFin_Education_RiskTaking.pdf.
- Wang, Hui; Hanna, Sherman (1997): Does Risk Tolerance Decrease With Age? In: Financial Counseling and Planning 8 (2), S. 27-31.
- Warth und Klein (Hg.) (1999): Professionelle Vermögensverwaltung. Finanzplanung – Steuergestaltung – EDV-Lösungen. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag.
- Weatherill, Bruce; Mayes, Hannah; Prince, Tim; Cater, Stephen; Birrer, Rolf; Ong, Justin; Bruce, Rupert (2005): Global Private Banking/ Wealth Management Survey 2005, London.
- Weber, Elke; Hsee, Christopher (2000): Culture and Individual Judgment and Decision Making. In: Applied Psychology 49 (1), S. 32-61.
- Weber, Manfred (2004): Demografischer Wandel als Herausforderung – Neue Impulse für die private Altersvorsorge. In: Matthias Bank und Bettina Schiller (Hg.): Finanzintermediation. Theoretische, wirtschaftspolitische und praktische Aspekte aktueller Entwicklungen im Bank- und Börsenwesen. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 299-317.
- Weber, Martin (1999): Behavioral Finance. Idee und Überblick. Forschung für die Praxis, (0), Hg. v. Behavioral Finance Group, Universität Mannheim, Mannheim.
- Weber, Martin (2007): Genial einfach investieren. Mehr müssen Sie nicht wissen – das aber unbedingt! Frankfurt am Main, Campus Verlag.

- Weber, Martin; Camerer, Colin F. (1998): The disposition effect in securities trading: an experimental analysis. In: *Journal of Economic Behavior & Organization* 33 (2), S. 167-184.
- Weber, Volker (2011): Heuristiken begrenzter Rationalität bei der Aktienauswahl. Systematisierung und Performancemessung von Aktienanlagestrategien im Assetmanagement unter Berücksichtigung der Bounded Rationality. Chemnitz, Verlag der Gesellschaft für Unternehmensrechnung und Controlling.
- Weingarth, Wilhelm (2002): Qualität in der Finanzberatung – zu viel verlangt? In: Reinhard Carl und Marc Letzing (Hg.): *Finanzberatung. Persönlichkeit und Know-how für die umfassende Kundenbetreuung*. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 191-215.
- Weinmann, Julia (2010): *Frauen und Männer in verschiedenen Lebensphasen*. Hg. v. Statistisches Bundesamt, Wiesbaden.
- Weitkamp, Knut (2004): Geschlossene Fonds – Schiffsbeteiligungen. In: Gert Moritz (Hg.): *Handbuch Finanz- und Vermögensberatung*. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 265-286.
- Welch, Ivo (2000): Herding among security analysts. In: *Journal of Financial Economics* 58, S. 369-396.
- Wells, William D. (1975): Psychographics: A Critical Review. In: *Journal of Marketing Research* 12 (2), S. 196-213.
- Wermers, Russ (1999): Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices. In: *The Journal of Finance* 54 (2), S. 581-622.
- Werner, Horst S.; Machunsky, Jürgen (1989): *Bankenhaftung für Börsenverluste. Anlageberatung, Vermögensverwaltung, Börsentermingeschäfte: Schadensansprüche von Kapitalanlegern*. Göttingen, WiRe Verlag-Gesellschaft für Wirtschafts- und Steuerrecht.
- Werner, Thomas (2009): *Ökologische Investments. Chancen und Risiken grüner Geldanlage*. Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Wesemeier, Jochen (2002): *Vertrauen als Strategie der Kundenbindung. Eine Operationalisierung und empirische Überprüfung im Dienstleistungssektor*. Hamburg, Kovac Verlag.
- Wickenkamp, Rolf; Yanar, Marco (2008): Private Equity als globale Assetklasse – vom Nischenmarkt zum bedeutenden Investitionsansatz. In: Detlef Bierbaum (Hg.): *So investiert die Welt. Globale Trends in der Vermögensanlage*. Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 269-287.
- Wiemann, Hans-Ulrich (1993): Herausforderungen an das Vermögensanlagegeschäft der Banken in den neunziger Jahren. In: Wolfgang L. Brunner und Johann Vollath (Hg.): *Handbuch Finanzdienstleistungen*. Stuttgart, Schäffer-Poeschel Verlag, S. 157-173.

- Wild, Oliver (2005): Erfolgscontrolling im Privatkundengeschäft von Banken. Regensburg, Universitäts-Verlag.
- Wilhelm, Hannah; Zydra, Markus (2010): Geldanlage: Zertifikate – Der Trotzdem-Boom. In: Süddeutsche Zeitung, 28.12.2010. Online verfügbar unter <http://www.sueddeutsche.de/geld/geldanlage-zertifikate-der-trotzdem-boom-1.1040802>.
- Wilkinson, Nick (2008): An introduction to behavioral economics. Basingstoke, Palgrave Macmillan Verlag.
- Wind, Yoram H.; Green, Paul E. (1974): Some Conceptual Measurement, and Analytical Problems in Life Style Research. In: William D. Wells (Hg.): Life Style and Psychographics. Chicago, S. 99-126.
- Winkelmann, Peter (2010): Marketing und Vertrieb. Fundamente für die marktorientierte Unternehmensführung; [mit Leserservice, Wissenstest und Aktualisierungen im Internet]. 7. Auflage, München, Oldenbourg Verlag.
- Wirtz, Bernd W. (2011): Marketing im Web 2.0. In: Udo Wagner, Klaus-Peter Wiedmann und Dietrich von der Oelsnitz (Hg.): Das Internet der Zukunft. Bewährte Erfolgstreiber und neue Chancen. 1. Auflage, Wiesbaden, Gabler Verlag, S. 61-76.
- Woerheide, Walt; Persson, Don (1993): An Index of Portfolio Diversification. In: Financial Services Review 2 (2), S. 73-85.
- Wolf, Christof; Best, Henning (Hg.) (2010): Handbuch der sozialwissenschaftlichen Datenanalyse. 1. Auflage, Wiesbaden, VS Verlag für Sozialwissenschaften.
- Wolff, Thomas (2010): Mit Asset Allocation vor Krisen absichern. Bedeutung und Effizienz während der Finanzkrise 2008. 1. Auflage, Diplomica Verlag.
- World Federation of Exchanges (2003): Cost & Revenue Survey 2003.
- World Federation of Exchanges (2004): Cost & Revenue Survey 2004.
- World Federation of Exchanges (2005): Cost & Revenue Survey 2005.
- World Federation of Exchanges (2006): Cost & Revenue Survey 2006.
- World Federation of Exchanges (2007): Cost & Revenue Survey 2007.
- World Federation of Exchanges (2008): Cost & Revenue Survey 2008.
- World Federation of Exchanges (2009): Cost & Revenue Survey 2009.
- World Federation of Exchanges (2010): Cost & Revenue Survey 2010.
- Yamori, Nobuyoshi; Kurihara, Yutaka (2004): The day-of-the-week effect in foreign exchange markets: multi-currency evidence. In: Research in International Business and Finance 18 (1), S. 51-57.

- Yates, J. Frank; Lee, Ju-Whei; Shinotsuka, Hiromi (1996): Beliefs about Overconfidence, Including Its Cross-National Variation. In: *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 65 (2), S. 138-147.
- Zenk, Volker (2016): Gewinner bleiben. SJB Antizyklusstudie, Korschenbroich. Online verfügbar unter <https://www.fundresearch.de/sites/default/files/Nachrichten/Top-Themen/2016/PM%20Antizyklusstudie160129.pdf>.
- Zhu, Bingyu (2009): Rationales Herdenverhalten und seine Auswirkungen auf Investitionsentscheidungen. Eine Analyse des durch Informations- und Zahlungsexternalitäten verursachten Herdenverhaltens im Hinblick auf Investitionsentscheidungen. Wiesbaden, Gabler Verlag.
- Ziegler, Barbara (1980): Haftung der Bank bei der Anlageberatung und Vermögensverwaltung. Dissertation. Universität Basel, Basel.
- Zobler, Marlen; Bölscher, Jens (2009): Chronologie, Ursachen und Auswirkungen der Finanzkrise. Vom amerikanischen Immobilienboom zum globalen Bankencrash. 1. Auflage, Norderstedt, Books on Demand Verlag.
- Zoller, Christian (2010): Behavioral Finance bei Technischer Analyse. Eine Untersuchung zur Frage: Welchen Nutzen hat Behavioral Finance in Bezug auf die Technische Analyse? Saarbrücken, VDM Verlag Dr. Müller.
- Zuber, Markus (2002): Bedürfnisse privater Kapitalanleger bei der Anlageberatung. Hg. v. G. Behrens, F.-R Esch und A. Gröppel-Klein. Forschungsgruppe Konsum und Verhalten, Frankfurt am Main.
- Zuber, Markus (2003): Segmentierte Anlageberatung: Welcher Kunde braucht was? In: *bank und markt (bm)* 32 (6), S. 26-29.
- Zuber, Markus (2005): Rendite und Qualitätswahrnehmung. Eine experimentelle Untersuchung zur Anlageberatung. 1. Auflage, Wiesbaden, Deutscher Universitäts-Verlag.

Hinweis: Sämtliche im Literaturverzeichnis aufgeführten Internetquellen wurden, sofern individuell im Literaturverzeichnis nichts anderes angegeben ist, zuletzt am 23.03.2018 überprüft.