
POLICY PLATFORM

Policy Letter

Wie lässt sich der Kundennutzen der Anlageberatung steigern?

Andreas Hackethal

Professur für Betriebswirtschaftslehre, insb. Finanzen

Roman Inderst

Institute for Monetary and Financial Stability

April 2012

Wie lässt sich der Kundennutzen der Anlageberatung steigern?

Andreas Hackethal und Roman Inderst

Wissenschaftler aus dem House of Finance haben im Rahmen einer vom Bundesministerium für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz (BMELV) beauftragten Studie Möglichkeiten zur Messung des Kundennutzens der Anlageberatung analysiert.¹ Die Studie untersucht, ob und wie sich der Kundennutzen der Anlageberatung akkurat messen und verständlich ausweisen lässt. Auf Basis der Ergebnisse werden Empfehlungen zur Anpassung des Rechtsrahmens abgeleitet. Die Autoren setzen auf Transparenz hinsichtlich der tatsächlich vom Anleger getragenen Risiken und der tatsächlich erzielten Renditen – nach Abzug aller Kosten. Sie regen ein standardisiertes Risiko-Vokabular und die anbieterseitige Pflicht zur Bereitstellung entsprechender Informationen an. Die Leistungstransparenz soll die Wettbewerbskräfte im Beratungsmarkt verstärkt auf die Schaffung von Kundennutzen lenken.

Ausgangssituation

Der demografische Wandel in Deutschland ist vorgezeichnet. Die Verschiebung der Alterspyramide zwingt zu mehr privater Altersvorsorge. Damit tragen die Verbraucher selbst mehr Verantwortung für Geldanlage- und Vorsorgeentscheidungen. Gleichzeitig nehmen Komplexität der Finanzmärkte und Bandbreite verfügbarer Finanzprodukte stetig zu. Viele Verbraucher sind angesichts dieser Komplexität überfordert. Neben mangelnder finanzieller Allgemeinbildung wird der Entscheidungsprozess auch durch sogenannte „Verhaltensanomalien“ beeinflusst, die etwa zur systematischen Fehleinschätzung von Risiken und Chancen führen. Mangelnde Diversifikation oder ein zu hoher Depotumschlag sind mögliche Konsequenzen. Insgesamt ist daher davon auszugehen, dass viele Verbraucher aufgrund ihres geringen Finanzwissens, der Komplexität von Finanzentscheidungen und möglicherweise auch aufgrund von „Verhaltensanomalien“ systematisch Fehlentscheidungen bei der Geldanlage treffen.

Wie lässt sich dieser Graben zwischen bedeutsamen aber komplexen Finanzentscheidungen auf der einen Seite und geringer Finanzkompetenz auf der anderen Seite überbrücken? Drei grundsätzliche Optionen kommen in Frage. Erstens könnte die Komplexität der Finanzentscheidungen reduziert werden, indem weniger Wahlmöglichkeiten über eine deutlich eingeschränkte Produktvielfalt zugelassen werden. Zweitens könnte die Finanzkompetenz der Verbraucher über Schulungen und

¹ Die Studie steht auf der Internetseite des Bundesministeriums für Ernährung, Landwirtschaft und Verbraucherschutz [zum Download](#) bereit. Neben den beiden Autoren dieses Textes waren folgende Personen federführend an der Studie für das BMELV beteiligt: Helmut Gründl, Katja Langenbacher, Steffen Meyer, Tilman Rochow und Bernd Skiera.

Information ausgebaut werden. Zuletzt bietet Anlageberatung die Möglichkeit, Expertenwissen für Finanzentscheidungen zu nutzen.

Im Lehrbuchfall delegieren im Fall der Anlageberatung Verbraucher ihre Finanzentscheidungen an kompetente Berater, die im Interesse der Verbraucher handeln und nach Abzug aller Beratungskosten positiven Kundennutzen produzieren. Weil die Anlageberatung ein Vertrauensgut ist, lässt sich dieser Kundennutzen jedoch nicht direkt beobachten. Und weil, wie bei jeder Geschäftsbeziehung, Interessenkonflikte im Spiel sein können, muss der Zusatznutzen der Beratung auch nicht notwendigerweise positiv ausfallen. Die Anlageberatung stellt, zumindest was das Potential anbelangt, empirisch die wohl beste Möglichkeit dar, die Qualität der Anlageentscheidungen von Verbrauchern zu verbessern. In der Praxis gibt es jedoch handfeste Hürden, warum die Beratung in der Realität das Nutzenpotenzial für die Verbraucher nicht ausschöpft. Dabei kommen nicht nur anbieterseitige Hürden in Frage. Auch auf Seiten der Nachfrage existieren Hürden, die nutzenstiftende Beratung behindern, indem Kunden beispielsweise sinnvolle Empfehlungen eines Beraters ignorieren oder nur bruchstückhaft umsetzen.

Prinzipieller Lösungsansatz

Eine Ausgangshypothese der Studie ist, dass die Hürden zur Ausschöpfung des Nutzenpotentials der Beratung insbesondere durch mehr Transparenz betreffend die tatsächliche Beratungsqualität und damit den erbrachten Zusatznutzen abgebaut werden können. Mehr Transparenz würde im Idealfall dazu führen, dass überlegene Geschäftsmodelle ihre Beratungsqualität glaubwürdig im Wettbewerb signalisieren können und dass Verbraucher dadurch weniger Anreize haben, von den nutzenstiftenden Empfehlungen abzuweichen.

Doch was bedingt aus Sicht der Verbraucher eine hohe Beratungsqualität und damit ein vorteilhaftes Preis-Leistungsverhältnis der Anlageberatung? Die Antwort der Theorie ist eindeutig: Gute Anlageberatung senkt netto die Informationsakquisitions- und Marktpartizipationskosten für die Kunden und verhilft mittels besserer Entscheidungsqualität zu einem höheren erwarteten Kundennutzen. Zudem spielen nicht zuletzt seit der Finanzkrise Unsicherheit und Risiko eine prominente Rolle. Zumindest aus theoretischer Perspektive wird die Beratungsqualität also durch Identifikation und bedürfnisgerechter Steuerung von Finanzrisiken maßgeblich bedingt.

Es wäre daher durchaus zu erwarten gewesen, dass sich in der Praxis der Anlageberatung mit der Zeit ein weithin gebräuchliches Risiko-Vokabular für den Dialog zwischen Berater und Kunden und entsprechende Standard-Berichte zum Rendite-Risikoprofil von Anlegerdepots entwickelt hätten. Standard-Vokabular und Berichte, die es Kunden z.B. erlauben würden, zu überprüfen, inwieweit das tatsächlich getragene Risiko mit dem ursprünglich gemeinsam mit einem Berater angestrebten Risiko

übereinstimmt, existieren zumindest im deutschen Privatkundenmarkt derzeit nicht. Stattdessen sind viele Teillösungen im Umgang mit Risiken zu beobachten, die jedoch kaum dafür geeignet scheinen, Risiken über mehrere Anlageklassen zu aggregieren, oder im Zeitablauf, bzw. über verschiedene Anbieter hinweg, zu vergleichen. Auch dürfte es Verbrauchern schwer fallen, sich untereinander über ihre konkreten individuellen Risikopräferenzen und den eigenen bzw. den beratungsunterstützten Umgang mit Finanzrisiken auszutauschen und dadurch langfristig Lerneffekte zu erzielen. Als Konsequenz bleiben derzeit wichtige Aspekte des Preis-Leistungsverhältnisses der Anlageberatung zumeist im Dunkeln. Dies mag umso mehr verwundern, als sich, anders als bei anderen Vertrauensgütern, theoretisch naheliegende Qualitätsmerkmale, in diesem Fall insbesondere historische Rendite und historisches Risiko, methodisch robust und objektiv messen und kompakt ausweisen lassen.

Eine Erklärung für die Diskrepanz zwischen theoretisch Naheliegender und praktisch Beobachtbarem könnte sein, dass für die Anleger in der Realität der Einfluss der Beratung auf Risiko und Rendite ihrer Anlage nur eine untergeordnete Rolle spielt und andere Aspekte im Vordergrund stehen, die entsprechend den erwarteten Anlegernutzen bedingen. Eine alternative Erklärung für die Diskrepanz könnte sein, dass Koordinationsprobleme auf Anbieterseite die Entwicklung eines Standard-Vokabulars für Finanzrisiken im Privatkundengeschäft bisher behindert haben, und dass gleichzeitig Kompetenz und Bereitschaft auf Anlegerseite nicht ausreichen, um auch ohne ein standardisiertes Vokabular eigene Auswertungen zu Risiko und Rendite der eigenen Anlagen vorzunehmen. Untersuchungen im Rahmen der Studie zeigen, dass die Schaffung von Transparenz auf Kundeninitiative derzeit in der Tat mit prohibitiv hohen Hürden bei der Datenbeschaffung und -auswertung verbunden ist.

Die Studie kommt daher zu der Schlussfolgerung, dass ein einheitliches Vokabular für Depotrisiken, kombiniert mit der Verpflichtung der Anbieter zur Bereitstellung entsprechend standardisierter Informationen an die Anleger, wichtige Impulse sowohl für die Anbieterseite (glaubhafte Signale für hohe Beratungsqualität) als auch die Nachfrageseite (Transparenz zu Entscheidungsqualität) produzieren würde.

Konkretisierung des Lösungsansatzes

Im nächsten Schritt stellt sich die Frage nach den besten Maßen für Depotrisiko und Depotrendite. Wichtige Auswahlkriterien sind Verständlichkeit und technische Robustheit. Eine im Rahmen des Gutachtens durchgeführte Anlegerbefragung hat gezeigt, dass ein separater Ausweis von Risikogrößen und Renditegrößen einem kombinierten Ausweis in einer einzigen Kennzahl überlegen ist. Verständlichkeit und Vergleichbarkeit sind auch die ausschlaggebenden Kriterien dafür, dass nicht verschiedene Risikokennzahlen für verschiedene Anlagehorizonte oder spezifische Risikoarten definiert werden sollten, sondern besser eine einzige Risikokennzahl mit möglichst breitem Anwendungsspektrum.

Das Spektrum der zu berücksichtigten Parameter bei der Erarbeitung der adäquaten Risiko- und Renditekennzahlen ist breit: Es reicht von verschiedene Arten, Rendite- und Risikomaße zu berechnen – inklusive relevanten Detailfragen wie etwa der Messfrequenz oder der Wahl des Zeithorizontes – bis zur Frage, ob Brutto- oder Netto-Renditen die relevante Information liefern. Im Falle der Renditeberechnung erscheint die Verwendung von Netto-Werten (nach Transaktionskosten) zielführend, für die Durchschnittsbildung eine Zeitgewichtung über Wochenrenditen und für die Berücksichtigung von Transaktionspreisen die tatsächlich realisierten Kosten. In die Risikoberechnung sollten lediglich historische Renditereihen einfließen, ohne eine Berücksichtigung von etwaigen Transaktionskosten wie z.B. Ausgabeaufschlägen. Weil historische Renditereihen Ausfall- und Liquiditätsrisiken in der Regel nur unzureichend erfassen, erscheint es weitergehend sinnvoll, auf diese Risiken ebenfalls gesondert narrativ einzugehen wie auf die etwaigen Besonderheiten strukturierter Produkte.

Dieser Ansatz schließt direkt an den im Rahmen der OGAW-/UCITS-IV-Richtlinie der EU-Kommission spezifizierten vorvertraglichen Ausweis von Risiko und Rendite für Anlagefonds an. Die zwei wichtigsten Unterschiede sind, dass erstens explizit die Risiken der Vergangenheit abgebildet werden und eben nicht die Übertragung auf die Zukunft bezweckt wird und zweitens, dass die Risikomessung stets auf Ebene des Gesamtportfolios anzustreben ist und nicht auf Ebene von Einzelprodukten.

OGAW-/UCITS-IV ordnet jedes Einzelprodukt auf Basis der Standardabweichung seiner historischen Renditen in eine von insgesamt sieben Risikoklassen ein. Berechnungen anhand realer Portfoliodaten zeigen jedoch, dass durch die Verwendung der Standardabweichung als Risikomaß wichtige Aspekte von Privatanlegerportfolios nicht vollständig erfasst werden, da deren Renditeverteilungen, auch aufgrund mangelnder Diversifikation, teils sogenannte „fat tails“ aufweisen. Stark negative Renditen treten in jenen Depots häufiger auf als unter üblichen Verteilungsannahmen, was für die Verwendung eines eher asymmetrischen Risikomaßes sprechen würde.

In der Studie werden daher auch alternative Maße diskutiert, wie etwa der Value-at-Risk oder der Conditional-Value-at-Risk. Es zeigt sich jedoch, dass diese nicht bei allen Kriterien besser abschneiden als die konventionelle Standardabweichung. Zudem bekräftigen sowohl die Literaturlauswertung als auch die im Rahmen der Studie geführten Tiefeninterviews eine Orientierung an bestehenden Standards, weil damit die zusätzliche Komplexität durch den Ausweis weiterer Finanzkennzahlen minimiert würde wie auch die Gefahr, dass ein Großteil der Anleger von der hinzugewonnenen Transparenz überfordert wäre.

In der Gesamtschau überwiegen die Vorteile aus einer Kompatibilität mit OGAW-/UCITS-IV. Es wird jedoch nahegelegt, andere und mehr Risikoklassen zu wählen und den historischen Berechnungszeitraum für Depotrisiken auf Zeitscheiben mit einem Jahr Länge zu verkürzen. Die optimale Defini-

tion von Vergleichsgrößen (Benchmarks), die dem Anleger möglicherweise zusammen mit seinen persönlichen Rendite- und Risikokennzahlen ausgewiesen werden, bedarf weiterer tiefergehender Analysen.

Weil derzeit im Markt erste Anbieter die Initiative ergreifen und freiwillig zumindest für partielle Leistungstransparenz sorgen und außerdem noch mehr praktische Erfahrungswerte nötig sind, um tatsächlich ein spezifisches Risikomaß als optimal festzulegen, wird in der Studie ein stufenweises Vorgehen empfohlen. Hierdurch sollen zudem die Anpassungs- und Innovationskräfte des Marktes genutzt und gestärkt werden.

Die erste Stufe räumt Anlegern die Möglichkeit ein, von ihrer Depotbank die Buchungsdaten zum eigenen Depot in einem standardisierten, elektronischen Format anzufordern, um diese dann z.B. von einer zentralen Auswertungsstelle nach einem standardisierten Verfahren betreffend Risiko und Rendite auswerten und vergleichen zu lassen. Die Anforderungen an die Anbieter sind hier noch gering gehalten, der Markteingriff ist weniger intensiv. Es ist zu erwarten, dass die zusätzlich geschaffene Option sowie die dadurch vor allem von Dritten bereitgestellten zusätzlichen Auswertungen und vergleichenden Kennzahlen eher von kompetenten Anlegern genutzt werden. Andererseits ist auch zu erwarten, dass sich dadurch anbieter- und anlegerseitige Lerneffekte im Umgang mit Kennzahlen, aber auch bei der Pflege von qualitativ hochwertigen und umfassenden Marktdaten zu deren Berechnung einstellen. Um diese Prozesse zu beschleunigen und Skaleneffekte zu erreichen, bietet sich hier optional die Etablierung einer zentralen Datenbank für Wertpapierinformationen an. Auch die Auswertung von Buchungsdaten durch eine zentrale, möglicherweise staatlich geförderte Auswertungsstelle hätte Vorteile, da dadurch schnell und kontrolliert Standards im Markt etabliert werden könnten. Mit einer schnellen Implementierung dieser ersten Stufe und einer begleitenden, wissenschaftlichen Evaluation ließe sich frühzeitig Evidenz schaffen, ob nur die kompetenteren Anleger oder vielleicht sogar breitere Anlegergruppen direkt oder auch indirekt über Wettbewerbseffekte von der hinzugewonnenen Transparenz profitieren. Abhängig von den ersten Markterfahrungen könnte dann zeitversetzt die zweite Stufe, welche auch höhere technische Anforderungen an die Anbieterseite stellt, implementiert werden.

Diese zweite Stufe greift stärker in den Markt ein. Sie verpflichtet Depotbanken beziehungsweise die Anbieter von Anlageberatung dazu, ihren Kunden mindestens einmal pro Jahr Depotrendite und Depotrisiko(-kategorie) in einem standardisierten Format auszuweisen. Für Berechnung und Ausweis dieser Kennzahlen bieten sich die in Anlehnung an OGAW-/UCITS-IV entwickelten Vorschläge an.

Zusammenfassung

Zusammenfassend zeigt die Studie das erhebliche Potenzial von interessenskongruenter Anlageberatung auf und kritisiert gleichzeitig die aktuell geringe Leistungstransparenz im Markt, die womöglich auf Koordinationsprobleme zwischen den Anbietern zurückzuführen ist. Es wird empfohlen, ein standardisiertes Vokabular für Depotrisiken einzuführen und den Zugang aller Anleger zu leicht verständlichen und vergleichbaren Informationen zu historischem Depotrisiko und historischer Deporendite sicherzustellen. Die Studie fokussiert auf Wertpapierberatung und damit zuvorderst auf jene Teilmenge von Verbrauchern, die über Anlagevermögen verfügen. Die Grundideen zu Leistungstransparenz und standardisiertem Risikovokabular lassen sich jedoch auch z.B. auf den Alterssicherungsmarkt übertragen.