

Armin Müller

**Anlageberatung bei Retailbanken**

# GABLER EDITION WISSENSCHAFT

## **EBS Forschung**

Schriftenreihe der European Business School (EBS)  
International University · Schloss Reichartshausen

Herausgegeben von  
Univ.-Prof. Ansgar Richter, PhD

Band 70

Die European Business School (EBS) – gegründet im Jahr 1971 – ist Deutschlands älteste private Wissenschaftliche Hochschule für Betriebswirtschaftslehre im Universitätsrang. Dieser Vorreiterrolle fühlen sich ihre Professoren und Doktoranden in Forschung und Lehre verpflichtet. Mit der Schriftenreihe präsentiert die European Business School (EBS) ausgewählte Ergebnisse ihrer betriebs- und volkswirtschaftlichen Forschung.

Armin Müller

# **Anlageberatung bei Retailbanken**

Einfluss auf das Anlageverhalten  
und die Performance von Kundendepots

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Andreas Hackethal

GABLER EDITION WISSENSCHAFT

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der  
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über  
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

Dissertation European Business School Oestrich-Winkel, 2007

D 1540

1. Auflage 2008

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2008

Lektorat: Frauke Schindler / Britta Göhrisch-Radmacher

Gabler ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

[www.gabler.de](http://www.gabler.de)



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Regine Zimmer, Dipl.-Designerin, Frankfurt/Main

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-0917-6

*Für meine Frau Claudia und meine Eltern*

## **Geleitwort**

Die Bedeutung der privaten Altersvorsorge nimmt in fast allen entwickelten Volkswirtschaften stetig zu, und damit auch die Bedeutung privater Anlageentscheidungen.

So ist es auch nicht verwunderlich, dass das Anlageverhalten von Privathaushalten vermehrt in den Fokus der internationalen Finance-Forschung rückt. Spätestens seit der „Presidential Address“ von John Y. Campbell an die Mitglieder American Finance Association aus dem Jahr 2006, die den Titel „Household Finance“ trug, wenden sich mehr und mehr Forscher der Analyse von Handelsstrategien und Vermögensstrukturen von Privathaushalten zu. Die meisten Arbeiten sind empirischer Natur und verwenden Datensätze von Online-Brokern. Ein Aspekt des Anlageverhaltens von Haushalten wurde in den bisherigen Studien jedoch kaum untersucht, und das ist die Rolle professioneller Anlageberater bei der Entscheidungsunterstützung. Dabei liegt die Vermutung sehr nahe, dass das zu beobachtende Anlageverhalten vieler Haushalte maßgeblich durch Banken und unabhängige Finanzberater beeinflusst wird und dass die Qualität der Beratung nicht einheitlich hoch ist.

Tatsächlich setzt die „Markets in Financial Instruments Directive“ (kurz MiFID), die Ende 2007 in Deutschland und weiteren EU-Ländern in Kraft trat und für mehr Wettbewerb und Anlegerschutz sorgen will, insbesondere bei der Anlageberatung durch Finanzdienstleister an. Aktuell herrscht weder in der Praxis noch in der Forschung ein Konsens darüber, welchen Einfluss und Wert die verschiedenen anzutreffenden Formen der Anlageberatung aus Kundensicht haben und wie sich der Einfluss über regulatorische Vorgaben verbessern ließe.

Es besteht also ein großer Bedarf nach ersten empirischen Anhaltspunkten zum Einfluss der Anlageberatung auf das Verhalten von Privatinvestoren. Herr Müller hat sich zu Beginn seiner Promotionszeit erfolgreich der Herausforderung angenommen, einen führenden Finanzdienstleister für das Thema zu begeistern und ihn davon zu überzeugen, Kundendaten zur Verfügung zu stellen. Herr Müller verrichtete auch die nachfolgende, aufwändige Arbeit der Datenaufbereitung mit viel Geduld und Bravour und wurde schließlich mit einem einzigartigen Datensatz belohnt, wie ihn wohl bis dato kaum ein zweites Forscherteam auf der Welt besitzt.

## VIII

Schon die Betrachtung der schön aufbereiteten deskriptiven Statistiken lohnt daher die Lektüre für den am Thema interessierten Leser. Weitere spannende Einsichten ergeben sich aus der ökonometrischen Analyse des Beratungseinflusses auf Transaktionsverhalten und Portfoliostruktur. Das Hauptergebnis der Arbeit, dass nämlich der untersuchte Typus von Finanzberatung zumindest im Durchschnitt keinen eindeutig positiven Kundenwert schafft, ruft nach weiterer Forschung auf dem Gebiet der Anlageberatung und kann als Appell an Finanzdienstleister verstanden werden, Beratungsprozesse und Anreizsysteme auf Kompatibilität mit langfristigen Kundenbedürfnissen hin auf den Prüfstand zu stellen.

Die vorliegende Arbeit leistet einen wichtigen Beitrag zur wissenschaftlichen und anwendungsorientierten Literatur und wird sicher viele interessante Arbeiten nach sich ziehen. Herrn Müller gebührt große Anerkennung für seine Pionierleistung auf dem Gebiet der Household Finance.

Frankfurt am Main, 01.11.2007

Prof. Dr. Andreas Hackethal

## Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	XIII
Tabellenverzeichnis .....	XV
Abkürzungsverzeichnis .....	XVII
Symbolverzeichnis .....	XIX
1 Einleitung.....	1
1.1 Einführung .....	1
1.2 Ziele der Untersuchung.....	2
1.3 Aufbau der Arbeit.....	4
2 Die Anlageberatung .....	6
2.1 Anlageberatung: Marktpotenzial und Konkurrenz.....	6
2.2 Definition und Existenz der Anlageberatung.....	10
2.3 Beratungsprozess und rechtliche Anforderungen.....	12
2.4 Gründe für die Inanspruchnahme der Anlageberatung.....	14
2.5 Varianten der Beratung.....	17
2.6 Kurze Zusammenfassung.....	19
3 Theoretische Grundlagen und empirische Befunde.....	20
3.1 Portfolio- und kapitalmarkttheoretische Grundlagen zur Performancemessung.....	20
3.1.1 Die Portfoliotheorie.....	21
3.1.1.1 Optimale Portfolioauswahl .....	21
3.1.1.2 Effizientes Portfolio mit der Möglichkeit der Geldanlage oder Kreditaufnahme.....	26
3.1.1.3 Kritische Würdigung der Portfoliotheorie .....	27
3.1.2 Bewertung anhand des CAPM.....	28
3.1.2.1 Die Ableitung des Capital Asset Pricing Model .....	28
3.1.2.2 Empirische Validierung des CAPM und adaptierte Modelle.....	31
3.2 Bisherige Befunde und hieraus abgeleitete Fragestellungen .....	34
3.2.1 Determinanten der Portfolioperformance.....	36
3.2.1.1 Arten von Transaktionskosten bei der Anlageberatung.....	36
3.2.1.1.1 Die unmittelbar und die mittelbar messbaren Transaktionskosten .....	38

3.2.1.1.2	Die Höhe der periodisierten Transaktionskosten .....	39
3.2.1.2	Der Einfluss von Anlagestrategie und Asset Allocation .....	40
3.2.1.2.1	Die Expertise der Institutionellen .....	41
3.2.1.2.2	Einblicke in die Attributionsanalyse .....	42
3.2.1.2.3	Die optimale Asset Allocation unter dem Aspekt der Dynamik .....	44
3.2.1.3	Erkenntnisse zur naiven und internationalen Diversifikation .....	45
3.2.1.3.1	Die Wechselwirkung zwischen naiver Diversifikation und Portfolioperformance .....	48
3.2.1.3.2	Die Wechselwirkung zwischen internationaler Diversifikation und Portfolioperformance .....	49
3.2.2	Der Einfluss von Anlageempfehlungen durch Experten .....	51
3.2.2.1	Analystenempfehlungen und Kursprognosen .....	52
3.2.2.2	Börsenbrief und Online-Portal .....	54
3.2.2.3	Rendite und Performance von Privatkundenportfolios .....	55
3.2.3	Fragestellungen .....	57
4	Methodik .....	58
4.1	Methodische Grundlagen zur Renditemessung .....	58
4.1.1	Allgemeine Verfahren zur Ermittlung der Anlegerrendite .....	58
4.1.1.1	Einfache Rendite .....	58
4.1.1.2	Geldgewichtete Rendite .....	60
4.1.1.3	Zeitgewichtete Rendite .....	63
4.1.1.4	Vergleich zwischen geld- und zeitgewichteter Rendite .....	64
4.1.1.5	Stetige Rendite .....	67
4.1.2	Bereinigung von Ertrags- und Kostengrößen .....	67
4.1.2.1	Ertrags- und Kostenbereinigung im Sinne der Standards .....	69
4.1.2.2	Ertrags- und Kostenbereinigung gemäß der Theorie .....	70
4.1.3	Inputdaten und Berechnungsmethoden gemäß GIPS und DVFA .....	71
4.1.3.1	Datenanforderung gemäß GIPS und DVFA .....	72
4.1.3.2	Methodikhinweis aus GIPS und DVFA .....	73
4.1.4	Einsatz von hybriden Verfahren zur Ermittlung der Anlegerrendite .....	74
4.1.4.1	Modifizierte Dietz-Verknüpfung .....	74
4.1.4.2	Verknüpfung mittels BAI-Periodenrenditen .....	75
4.1.5	Zusammenfassung der Ergebnisse zum Thema Anlegerrendite .....	75
4.2	Methodische Grundlagen zur Risiko- und Performancemessung .....	76
4.2.1	Diversifikations- und Risikomaß .....	77

4.2.1.1	Herfindahl-Hirschman-Index .....	77
4.2.1.2	Idiosynkratisches Risiko .....	79
4.2.1.3	Lower Partial Moments 1. und 2. Ordnung .....	80
4.2.2	Relatives und absolutes Performancemaß .....	82
4.2.2.1	Sharpe Ratio .....	82
4.2.2.2	Jensens Alpha .....	83
4.2.3	Zusammenfassung .....	85
5	Messmethodik Beratungsintensität und Kundenportfoliorendite .....	86
5.1	Operationalisierung der Beratungsintensität .....	86
5.2	Experteninterviews zur Messung von Beratungsintensität .....	88
5.3	Operationalisierung der Kundenportfoliorendite .....	88
5.3.1	Lösungen zur Umsetzung der GIPS-Anforderungen .....	90
5.3.2	Die formale Darstellung der Berechnung der Kundenportfoliorendite .....	91
5.4	Zusammenfassende Würdigung .....	93
6	Die Stichprobe .....	94
6.1	Überblick und Anmerkungen zur Datenbasis .....	95
6.1.1	Soziodemografische, -ökonomische und -psychologische Daten .....	97
6.1.2	Zur Repräsentativität der sozioökonomischen und soziodemografischen Daten .....	99
6.1.3	Depot-, Leistungs-, Transaktions- und Depotzusatzdaten .....	102
6.1.4	Zur Repräsentativität der Asset Allocation .....	103
6.2	Weitere Anmerkungen zur Datenbasis .....	106
6.2.1	Nicht auswertbare Variablen .....	106
6.2.2	Kritische Würdigung der Datenbasis .....	106
7	Empirische Analyse: Deskriptive Statistik und Einflüsse der Anlageberatung auf die Portfoliodeterminanten .....	110
7.1	Deskriptive Statistik .....	110
7.1.1	Portfoliocharakteristika .....	110
7.1.2	Anlegertypus .....	114
7.2	Empirische Analyse I: Einfluss der Anlageberatung auf die Kostendeterminante / Transaktionskosten .....	119
7.3	Empirische Analyse II: Einfluss der Anlageberatung auf die Ertragsdeterminante / Asset Allocation .....	127
7.3.1	Deskriptive Analysen zur Asset Allocation .....	129
7.3.2	Deskriptiver Clustervergleich zur Asset Allocation .....	134

7.3.3 Die erklärenden Variablen zur Asset Allocation und eine kurze Zusammenfassung .....	138
7.4 Empirische Analyse III: Einfluss der Anlageberatung auf die Risikodeterminante / Diversifikation.....	141
7.4.1 Clustervergleich: HHI und internationale Diversifikation .....	145
7.4.2 Clustervergleich: Standardabweichung und idiosynkratisches Risiko.....	148
7.4.3 Clustervergleich: Lower Partial Moment (LPM 1 und LPM 2).....	154
7.4.4 Kurze Zusammenfassung .....	157
7.5 Fazit zu den Portfoliodeterminanten.....	157
8 Vereinfachter Rendite- und risikoadjustierter Renditevergleich .....	159
8.1 Die Renditen bei „beratenen“ und „nicht beratenen“ Kundenportfolios .....	159
8.1.1 Gegenüberstellung der logarithmierten Brutto- und Nettorendite .....	160
8.1.2 Wertbeitrag einer standardisierten Anlageberatung und kritische Würdigung.....	166
8.2 Vergleiche der risikoadjustierten Rendite zwischen den „beratenen“ und „nicht beratenen“ Kundenportfolios.....	170
8.2.1 Clustervergleich: Sharpe Ratio.....	170
8.2.2 Clustervergleich: Jensens Alpha .....	174
8.2.3 Zusammenfassung .....	178
9 Implikationen für weitere Forschungsvorhaben .....	179
9.1 Inhaltliche Implikationen.....	179
9.2 Methodische Implikationen .....	180
10 Zusammenfassung .....	182
11 Anhang.....	185
Literaturverzeichnis.....	229

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2.1: Generischer Prozess der Anlageberatung .....	13
Abbildung 2.2: Gründe für die Inanspruchnahme einer Anlageberatung .....	15
Abbildung 2.3: Varianten der Anlageberatung .....	18
Abbildung 3.1: $\mu/\sigma$ -Kombinationen bei Mischung von mehreren Wertpapieren .....	22
Abbildung 3.2: Fiktive Zerlegung des Optimierungsproblems der effizienten Portfolios .....	25
Abbildung 3.3: Abbildung des individuellen, optimalen Portfolios .....	25
Abbildung 3.4: Definition des optimalen Portfolios mittels Tobin-Separation .....	27
Abbildung 3.5: Theoretisch optimale und empfohlene Portfolios .....	41
Abbildung 3.6: Zusammenhang zwischen Anlageberatung, Portfoliendeterminanten sowie Portfoliendite und - performance .....	51
Abbildung 4.1: Auszugsweise Gegenüberstellung zur Datenanforderung: GIPS und DVFA-PPS .....	72
Abbildung 4.2: Auszugsweise Gegenüberstellung zur Berechnungsmethodik: GIPS und DVFA .....	73
Abbildung 5.1: Methodik zur Berechnung der Beratungsintensität .....	86
Abbildung 6.1: Lösungsweg zur Forschungsfrage – vereinfachte Darstellung .....	94
Abbildung 6.2: Aufteilung der Kundenanzahl im Hauptsample .....	96
Abbildung 6.3: Geschlechterverteilung nach Alter – in 2003 .....	99
Abbildung 6.4: Monatliches Haushaltsnettoeinkommen nach Alter – wirtschaftlich Unselbständige .....	100
Abbildung 6.5: Berufsgruppenverteilung in der Stichprobe – Anteile .....	100
Abbildung 6.6: Berufsgruppenallokation – Projektion des Hauptsamples auf die Grundgesamtheit .....	101
Abbildung 6.7: Asset-Allocation-Vergleich – Sample versus Zielpopulation .....	104
Abbildung 6.8: DAX-Entwicklung von Januar 2003 bis Oktober 2005 .....	108
Abbildung 7.1: Assetklassenanteile nach Risikoeinstellung – (BI-Trennung 0) .....	133
Abbildung 7.2: Musterallokation bei schwach konservativer Anlagestrategie: Assetklassenanteile .....	136
Abbildung 7.3: Vergleich der monatlichen Wertentwicklungen: DAX versus DIMAX .....	137
Abbildung 7.4: Histogramm zum Herfindahl-Hirschman-Index .....	142
Abbildung 7.5: Relative HHI-Verteilung nach beratenen und nicht beratenen Kunden – BI-Einteilung = 0 .....	145
Abbildung 8.1: Wertbeitrag der Anlageberatung: Erklärung der Renditedifferenzen – logarithmierte Gesamtnettoerndite (33 Monate Laufzeit – in %) .....	168
Abbildung 11.1: Test von Homoskedastizität und normalverteilten Residuen (Depotvolumen) .....	188
Abbildung 11.2: Test zu normalverteilten Residuen (Kosten pro normierte Transaktion) .....	194
Abbildung 11.3: Assetklassenanteile nach Depotvolumen – 1. bis 4. Quartil (BI- Trennung 0) .....	197
Abbildung 11.4: Internationale Asset Allocation vom MSCI Global Capital Market Index .....	205

Abbildung 11.5: Assetklassenanteile bei den beratenen und nicht beratenen Kunden .....	206
Abbildung 11.6: Test zu normalverteilten Residuen (Ln(HHI)) .....	207
Abbildung 11.7: Annualisierte Standardabweichung der Portfolioüberschussrendite und Beta der Kundenportfolios (Grundlage: Panel G) .....	210
Abbildung 11.8: Idiosynkratischer Varianzanteil in Abhängigkeit von der annualisierten Standardabweichung der Portfolioüberschussrendite (Grundlage: Panel G) .....	211
Abbildung 11.9: Die Sharpe Ratio in Abhängigkeit von der Beratungsintensität – Sharpe Ratio $\geq 0$ – Jahresbasis .....	225

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 2-1:	Die Geldvermögensentwicklung der deutschen privaten Haushalte.....	6
Tabelle 2-2:	Übersicht zum Bestand an Kreditinstituten und Zweigstellen (Stand: Ende 2005).....	9
Tabelle 3-1:	Auszugsweise Darstellung zu Transaktionskostendefinitionen.....	38
Tabelle 4-1:	Beispielhafte Kontostaffel mit einem Kapitalzufluss als Mittelbewegung – höhere Rendite in der ersten Teilperiode.....	65
Tabelle 4-2:	Beispielhafte Kontostaffel mit einem Kapitalzufluss als Mittelbewegung – höhere Rendite in der zweiten Teilperiode.....	66
Tabelle 5-1:	Vereinfachte Kauf- und Verkaufsabrechnung.....	92
Tabelle 6-1:	Struktur der Depot-, Leistungs-, Transaktions- und Depotzusatzdaten.....	103
Tabelle 7-1:	Deskriptive Statistik zu Depotvolumen, Transaktionen und Umschlagshäufigkeit.....	111
Tabelle 7-2:	Vergleich der Anlegertypen anhand von verschiedenen Stimuli – beratene Kunden und nicht beratene Kunden.....	116
Tabelle 7-3:	Probit-Analyse: Welcher Anlegertyp nimmt eine Beratung wahr?.....	118
Tabelle 7-4:	Deskriptive Übersicht: Transaktionskosten pro Monat in Abhängigkeit von der Anlageberatung – I / II.....	121
Tabelle 7-5:	Panelregression (Random Effects) – Transaktionskosten pro Monat.....	124
Tabelle 7-6:	OLS (Multiple Regression): Kosten pro normierter Transaktion.....	125
Tabelle 7-7:	OLS (Multiple Regression): Kosten pro normierter Transaktion; zweites Sample.....	127
Tabelle 7-8:	Deskriptive Übersicht: Asset Allocation nach Depotvolumen (BI-Trennung 0).....	130
Tabelle 7-9:	Deskriptive Übersicht: Asset Allocation nach Alter (BI-Trennung 0).....	132
Tabelle 7-10:	OLS (Multiple Regression): Einzelaktien- und Aktienfondsanteil.....	139
Tabelle 7-11:	Inländischer Wertpapieranteil je Assetklasse.....	143
Tabelle 7-12:	OLS (Multiple Regression): Ln(Herfindahl-Hirshman-Index).....	147
Tabelle 7-13:	Übersicht zum Portfoliorisiko – Jahresbasis.....	150
Tabelle 7-14:	OLS (Multiple Regression): Stimuli der Standardabweichung.....	153
Tabelle 7-15:	Panelvergleich: LPM 1 und LPM 2 - Monatsbasis.....	154
Tabelle 7-16:	OLS (Multiple Regression): Stimuli zu Ln(Lower Partial Moments 1).....	156
Tabelle 8-1:	Deskriptive Übersicht: Logarithmierte Bruttorendite pro Monat (BI-Trennung bei 0).....	161
Tabelle 8-2:	Panelregression (Random Effects) – Stimuli zu Ln (Monatsbruttorendite).....	164
Tabelle 8-3:	Panelvergleich: Sharpe Ratio $\geq 0$ – Jahresbasis.....	172
Tabelle 8-4:	OLS (Multiple Regression): Stimuli zur Sharpe Ratio $\geq 0$ – Jahresbasis.....	173
Tabelle 8-5:	Jensens Alpha in Abhängigkeit von der Beratungsintensität – Monatsbasis.....	175
Tabelle 8-6:	Panelregression (Random Effects) – Stimuli zu Jensens Alpha – Monatsbasis.....	177

Tabelle 11-1:	OLS (Multiple Regression): Erklärende Variablen zum Depotvolumen.....	187
Tabelle 11-2:	Deskriptive Übersicht: Transaktionskosten in Abhängigkeit von der Anlageberatung – II / II.....	190
Tabelle 11-3:	Panelregression (Random Effects) – Anzahl Transaktionen pro Monat.....	191
Tabelle 11-4:	OLS (Multiple Regression – erweitert): Gesamttransaktionskosten für 33 Monate – Untersuchung $BI > 0$ .....	192
Tabelle 11-5:	OLS (Multiple Regression – erweitert): Gesamttransaktionskosten für 33 Monate – Untersuchung $BI \geq 0,5$ .....	193
Tabelle 11-6:	Deskriptive Übersicht: Asset Allocation nach Depotvolumen (BI-Trennung 0,5).....	196
Tabelle 11-7:	Deskriptive Übersicht: Asset Allocation nach Alter (BI-Trennung 0,5).....	198
Tabelle 11-8:	Deskriptive Übersicht: Asset Allocation nach Anlagestrategie (BI-Trennung 0).....	199
Tabelle 11-9:	OLS (Multiple Regression): Die restlichen Assetklassen.....	201
Tabelle 11-10:	OLS (Multiple Regression): Einzelaktien- und Aktienfondsanteil, zweites Sample.....	202
Tabelle 11-11:	OLS (Multiple Regression): Die restlichen Assetklassen, zweites Sample.....	203
Tabelle 11-12:	OLS (Multiple Regression): $\ln(\text{Herfindahl-Hirshman-Index})$ , zweites Sample.....	208
Tabelle 11-13:	OLS (Multiple Regression): Inlandsanteil aller Assetklassen.....	209
Tabelle 11-14:	Panelvergleich: LPM 1 und LPM 2 – Mindestzinssatz Euribor.....	212
Tabelle 11-15:	Panelvergleich: LPM 1 und LPM 2; zweites Panel.....	213
Tabelle 11-16:	Deskriptive Übersicht: Logarithmierte Nettorendite pro Monat – (BI-Trennung bei 0).....	215
Tabelle 11-17:	Deskriptive Übersicht: Logarithmierte Bruttorendite pro Monat – (BI-Trennung bei 0,5).....	216
Tabelle 11-18:	Deskriptive Übersicht: Logarithmierte Nettorendite pro Monat – (BI-Trennung bei 0,5).....	217
Tabelle 11-19:	Panelregression (Random Effects) – Stimuli zu $\ln(\text{Monatsnetto rendite})$ .....	218
Tabelle 11-20:	Panelregression (Random Effects) – Stimuli zu $\ln(\text{Monatsnetto rendite})$ ; 2. Sample.....	219
Tabelle 11-21:	Übersicht zum Wertbeitrag der Anlageberatung – grobe Attributionsanalyse.....	220
Tabelle 11-22:	Panelvergleich: Sharpe Ratio $\geq 0$ - Jahresbasis.....	224
Tabelle 11-23:	OLS (Multiple Regression): Sharpe Ratio $\geq 0$ – Jahresbasis; 2. Sample.....	226
Tabelle 11-24:	Panelregression (Random Effects) – Jensens Alpha – Monatsbasis; 2. Sample.....	227

**Abkürzungsverzeichnis**

ACWI	All Country World Index
AIMR	Association for Investment Management and Research
APT	Arbitrage Pricing Theory
AWD	Allgemeiner Wirtschaftsdienst
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAI	Bank Administration Institute
BI	Beratungsintensität; Stärke der Inanspruchnahme einer Anlageberatung
BörsG	Börsengesetz
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e. V.
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFA	Chartered Financial Analyst
CPD	Conto pro Diverse
DAX	Deutscher Aktienindex
DSGV	Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V.
DVAG	Deutsche Vermögensberatung AG
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management GmbH
et al.	et alii
EVS	Einkommens- und Verbrauchsstichprobe
ff.	folgende [Seiten]
GAMSC	German Asset Management Standards Committee
GIPS®	Global Investment Performance Standards
HHI	Herfindahl-Hirschman-Index
i. e. S.	im engeren Sinn
i. w. S.	im weiteren Sinn
IAPM	International Asset Pricing Model
Ibid.	Ibidem
ICAPM	Intertemporal Capital Asset Pricing Model
LPM	Lower Partial Moment
MLP	Marschollek, Lautenschläger und Partner AG
MSCI	Morgan Stanley Capital International Inc.

## XVIII

MVO	Mean Variance Optimizer
OLS	Ordinary Least Square
p. a.	per anno
PPS	Performance Presentation Standards
SR	Sharpe Ratio
TSPM	Time State Preference Model
u. a.	unter anderem
vgl.	vergleiche
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
z. B.	zum Beispiel

## Symbolverzeichnis

€	Euro
$a_i$	Portfolioanteil der Assetklasse $i$
$A_{t-1 \rightarrow t}$	Summe der (Depot)-Marktwerte aller innerhalb des Zeitraums von $t-1$ bis $t$ abgegangenen Wertpapiere
$B$	Anfangswert des Portfolios; Gentry / Pike (1969)
$C_i$	$i$ -ter Kapitalzufluss (positives Vorzeichen) oder Kapitalabfluss (negatives Vorzeichen)
$C^S$	Summe aller linear-zeitgewichteten Kapitalbewegungen
$C_t$	Kapitalzufluss (positives Vorzeichen) oder Kapitalabfluss (negatives Vorzeichen) in Periode $t$
$D$	Gesamtdividendenzahlungen; Gentry / Pike (1969)
$E$	Endwert des Portfolios; Gentry / Pike (1969)
$E(\mathbf{r})$	Vektor der erwarteten Renditen der einzelnen Wertpapiere; Ingersoll (1987)
$E(r_i)$	Erwartete Rendite eines Wertpapiers
$E(r_t)$	Erwartete Rendite des Tangentialportfolios; Ingersoll (1987)
$E_{t-1 \rightarrow t}$	Summe der innerhalb des Zeitraums von $t-1$ bis $t$ angefallenen Erträge
$i_k$	Rendite nach der $k$ -ten Approximation; Gentry / Pike (1969)
$K_{t-1 \rightarrow t}^K$	Summe der innerhalb des Zeitraums von $t-1$ bis $t$ angefallenen Kaufkosten
$K_{t-1 \rightarrow t}^V$	Summe der innerhalb des Zeitraums von $t-1$ bis $t$ angefallenen Verkaufskosten
$K_{t-1 \rightarrow t}^{VV}$	Summe der innerhalb des Zeitraums von $t-1$ bis $t$ angefallenen Verwahrungs- und Verwaltungsgebühren
$NAV_t$	Standardisierter Portfolioinventarwert zum Zeitpunkt $t$ (Net-Asset-Value)
$P$	Gesamtvolumen an Käufen; Gentry / Pike (1969)
$r_{BAI}$	Portfoliorendite gemäß modifizierter BAI-Methode

$r_f$	Rendite einer sicheren Anlage- oder Verschuldungsmöglichkeit; feste Verzinsung (fixed return)
$r_{\min, t}^s$	Mindestrendite zum Zeitpunkt t (target return) - stetig
$r_{md}$	Portfoliorendite gemäß modifizierter Dietz-Methode (modified Dietz)
$r_{mw}$	Geldgewichtete Portfoliorendite (money-weighted)
$r_{NAV}$	Portfoliorendite gemäß Anteilswertmethode
$\bar{r}_P$	Durchschnittliche Rendite des Portfolios P
$r_{Pt}$	Diskrete Rendite des Portfolios P für den Zeitraum von t-1 bis t
$r_{Pt}^s$	Stetige Rendite des Portfolios P für den Zeitraum von t-1 bis t
$r_{sd}$	Portfoliorendite gemäß einfacher Dietz-Methode (simple Dietz)
$r_{tw}$	Zeitgewichtete Portfoliorendite (time-weighted)
S	Gesamtvolumen an Verkäufen; Gentry / Pike (1969)
T	Anlagezeitraum; Endzeitpunkt
$V_{P_i}$	Marktwert des Portfolios P unmittelbar vor der nächsten Mittelbewegung i
$V_{Pt}$	Marktwert des Portfolios P zum Zeitpunkt t; Monatsultimobestandswert des Depots im Rahmen der empirischen Analyse
$V_{P_{t-1}}$	Marktwert des Portfolios P zum Zeitpunkt t-1; Vormonatsultimobestandswert des Depots im Rahmen der empirischen Analysen
$V_{PT}$	Marktwert des Portfolios P zum Ende der Betrachtungsperiode T
$w$	Vektor der relativen Gewichtung der Wertpapieranteile im Portfolio; Ingersoll (1987)
$Z_{t-1 \rightarrow t}$	Summe der (Depot)-Marktwerte aller innerhalb des Zeitraums von t-1 bis t zugegangenen Wertpapiere
$\Sigma$	Varianz-Kovarianz-Matrix der Renditen der einzelnen Wertpapiere; Ingersoll (1987)
$\mu$	Erwartete Portfoliorendite; Ingersoll (1987), Jensen (1968)

$\sigma_t$	Kovarianzvektor des Tangentialportfolios; Ingersoll (1987)
$\sigma_{i,\text{kdnr}}^2$	Quadratische, idiosynkratische Risiko eines Kundenportfolios
$\sigma_{\text{kdnr}}^2$	Varianz der Kundenportfolioüberschussrendite
$\sigma_{\text{Benchmark}}^2$	Varianz der Index-Überschussrendite (Beispiel: DAX)
$\beta_m$	Kennzahl für das im Marktzusammenhang mit einer Investition übernommene <i>systematische Risiko</i> als Teil des Gesamtrisikos; Betafaktor
$\beta_{\text{kdnr}}^2$	Quadrierter Betafaktor der Kundenportfolioüberschussrendite
$\tilde{\eta}_{jt}$	unsystematisches Risiko
$\mathbf{1}$	Einheitsvektor; Ingersoll (1987)

## 1 Einleitung

*„Retail brokerage firms also provide stock selection advice to their clients. If this advice is valuable and if investors attend to it, it is plausible that individual investors at these firms earn both better gross returns and net returns. We would welcome the opportunity to test this hypothesis directly by obtaining a data set similar to that employed in our study from retail brokerage firm“.<sup>1</sup>*

### 1.1 Einführung

Nicht nur die aktuell sehr erfolgreichen Finance-Wissenschaftler Brad Barber und Terrence Odean stellen sich die Frage, welchen Einfluss und welche Qualität die Empfehlungen von Anlageberatern<sup>2</sup> von Retailbanken haben. Millionen von Privatanlegern werden nach der langanhaltenden, desillusionierenden Abwärtsbewegung der Aktienmärkte in den Jahren von 2000 bis 2002 ähnliche Überlegungen angestellt oder gegebenenfalls ihr eigenes Agieren an den Kapitalmärkten angezweifelt haben.

Faktum ist, dass die Kunden auch gemäß aktuellen Studien mit der Bankberatung im Allgemeinen, allerdings auch mit der Anlageberatung im Speziellen, nicht zufrieden sind.<sup>3</sup> Interessant ist, dass vor allem die deutschen Banken ein sehr negatives Urteil erhalten.<sup>4</sup> Es mangle an Serviceorientierung und bei der Durchführung der Beratung fehle es an Anlegerbezug.

Die Qualität von Expertenwissen und dessen Wechselwirkung mit der Portfoliorendite sind bereits mehrfach empirisch analysiert worden. Jedoch ist es bisher nicht gelungen, die Auswirkungen einer standardisierten Anlageberatung auf die Kosten-, Ertrags- und Risikodeterminante eines Anlegerportfolios sowie der Anlageperformance zu bestimmen und dies, obwohl täglich millionenfach Anlageentscheidungen mit Hilfe von Anlageberatern getroffen werden.

---

<sup>1</sup> Vgl. Barber / Odean (2000a), S. 776-777.

<sup>2</sup> Aus Vereinfachungsgründen und zur besseren Lesbarkeit unterbleiben in dieser Arbeit geschlechtsspezifische Unterscheidungen. Der Leser möge die verwendete Form als geschlechtsneutral werten.

<sup>3</sup> Siehe hierzu: DAB\_bank (2004), S. 40 und KPMG\_International (2005), S. 24.

<sup>4</sup> Siehe hierzu: KPMG\_International (2005), S. 24.

Barber et al. (2001) und Barber et al. (2003b) gelangen nach der Analyse von 4.340 Analystenempfehlungen zu der Erkenntnis, dass sich Expertenwissen durchaus rentieren kann. Gegenteiliges dokumentieren allerdings De Bondt / Thaler (1990) sowie Cahart (1997). De Bondt / Thaler (1990) zeigen auf, dass Analysten sowie private Investoren zur Überreaktion am Aktienmarkt neigen. Auch Cahart (1997) findet keinen Beweis dafür, dass Wertpapieranalysten sowie Fondsmanager spezifisches Wissen oder Informationen durchgängig vorteilhaft einzusetzen vermögen. Copeland / Mayers (1982) und Lewis et al. (1997) ermitteln wiederum, dass sich die Umsetzung der Empfehlungen des Online-Portals „Value Line“ überdurchschnittlich im Verhältnis zu der zugrunde liegenden Benchmark rentiert.

Welchen Einfluss allerdings eine standardisierte Anlageberatung hat, verbleibt bisher unbeantwortet. Wie sind letztlich die Unterschiede erklärbar zwischen den Portfolios der Investoren, die sich beraten lassen, zu denen, welche lieber vollkommen eigenverantwortlich agieren (auch self-directed genannt)?

Folgerichtig leitet sich aus dieser Fragestellung und den vorhergehenden Anmerkungen das Hauptinteresse dieser Arbeit ab. Die für den Untersuchungszweck relevanten Daten stellt ein großer deutscher Finanzdienstleister des Retailbanking zur Verfügung.

## 1.2 Ziele der Untersuchung

Resultierend aus den Erkenntnissen des vorangegangenen Abschnitts ergeben sich für die Arbeit inhaltliche und methodische Ziele. Das Hauptaugenmerk der empirischen Untersuchung ist, einem privaten Anleger zu vergegenwärtigen, was für positive und negative Auswirkungen die Inanspruchnahme einer standardisierten Anlageberatung aller Voraussicht nach haben wird oder auch, welche Vor- oder Nachteile das eigenverantwortliche Handeln am Geld- und Kapitalmarkt haben kann.

Im Rahmen dessen wird angenommen, dass die zur Verfügung gestellten Datensamples mit 12.000 beziehungsweise 10.050 Kundendatensätzen eine hinreichend große Datenmenge aufweisen, um Repräsentativitätsschlüsse zur Grundgesamtheit ziehen zu können. Um den Ergebnissen der Analyse eine hohe Validität beimessen zu können, werden neben verschiedenen statistischen Tests zusätzlich die Ausprägungen der für die

Untersuchung relevanten Variablen mit denen der entsprechenden Grundgesamtheit verglichen.<sup>5</sup>

Weiterhin wird unterstellt, dass die meisten der empirisch gewonnenen Aussagen auch für einen unbestimmten Zeitraum in der Zukunft gelten.<sup>6</sup>

Die inhaltlichen Ziele der Untersuchung sind:

1. die Charakteristika der verschiedenen Anlegertypen festzustellen und die gewonnenen Einsichten für die weiteren Analysen zu verwenden,
2. den Zusammenhang zwischen der Inanspruchnahme einer standardisierten Anlageberatung und den dabei entstehenden Transaktionskosten zu evaluieren,
3. die Wechselwirkung zwischen der Beratung und der Anlagestrategie / Asset Allocation sowie Portfoliodiversifikation / Portfoliorisiko zu bestimmen und
4. als Letztes ist der Versuch zu unternehmen, den Einfluss der Anlageberatung auf die Portfoliorendite beziehungsweise -performance zu determinieren.

Im Rahmen der empirischen Analyse wird darauf Wert gelegt, dass alle signifikant erklärenden, relevanten Faktoren berücksichtigt werden. Das bedeutet, dass zum Beispiel in die Analyse zur gewählten Anlagestrategie auch soziodemografische oder sozioökonomische Kundendaten Eingang finden oder dass die Wertpapierkenntnisstufe einbezogen werden, um eine Selbstselektion, bezogen auf die nicht zufällige Zuordnung zu den Clustern beratene oder nicht beratene Kunden, ausschließen zu können.

Insgesamt sollen die Ergebnisse einen Hinweis zur Vorteilhaftigkeit der Anlageberatung gewähren, zum einen aus Sicht des Kunden und zum anderen aus Sicht der Bank. Der Fokus der Arbeit liegt beim Kundennutzen. Gleichwohl wird erwartet, dass die Erkenntnisse auch Verbesserungsvorschläge für die Retailbanken implizieren.

Die methodischen Ziele stellen die Grundlage für die empirische Analyse dar:

---

<sup>5</sup> Siehe Kapitel 6.

<sup>6</sup> Diese Aussage betrifft nur eingeschränkt die Wechselwirkungen zwischen der Anlageberatung und der Portfoliorendite beziehungsweise der -performance. Der Grund hierfür ist, dass sich der Untersuchungszeitraum im Vergleich zu Kapitalmarktanalyse nur über einen kurzen Zeitraum erstreckt (ca. 3 Jahre).

Gleichwohl existieren zahlreiche themenverwandte wissenschaftliche Veröffentlichungen, die ebenfalls einen relativ eingeschränkten Zeitraum von 3 bis 7 Jahren aufweisen: Barber / Odean (2000a) (knapp 6 Jahre), Cowles (1933) (ca. 4,5 Jahre), Womack (1996) (knapp 3 Jahre).

1. Die Berechnung der Portfoliorendite ist an den allgemein anerkannten Regeln auszurichten (Global Investment Performance Standards – GIPS) und
2. es ist eine Regel zu definieren, die es erlaubt, eine Beratungsleistung messbar zu machen.

### 1.3 Aufbau der Arbeit

Die Arbeit gliedert sich über die Einleitung hinaus in neun weitere Kapitel. Zunächst werden in den Kapiteln 2 und 3 die inhaltlichen Grundlagen für das Thema gelegt.

Eingangs des Kapitels 2 wird anhand des Marktpotenzials und eines kurzen Überblicks zur Konkurrenzsituation die heutige und zukünftige Relevanz des Beratungsgeschäfts aufgezeigt. Im weiteren Verlauf des Kapitels 2 werden Definition, Prozess und Anforderungen der Anlageberatung erläutert. Zudem werden in Kürze die Gründe skizziert, die aus Kundensicht dafür sprechen, eine Anlageberatung in Anspruch zu nehmen. Das Kapitel 2 schließt mit der Darstellung von verschiedenen Varianten der Beratung.

An die Darstellung des Untersuchungsgegenstands Anlageberatung schließen sich in Kapitel 3 die theoretischen Grundlagen und bisherigen empirischen Befunde an. Anfangs des Kapitels wird erörtert, wie man aus theoretischer Sicht (normativ) sein Geld anlegen sollte und wie die Grundlage zur Bewertung von Wertpapieren herzuleiten ist. Anschließend dient die Darlegung der bisherigen Befunde zur Ableitung der Kernfragestellungen dieser Arbeit. Da kein direkter Bezug zum Thema der standardisierten Anlageberatung anhand der bisherigen wissenschaftlichen Veröffentlichungen herzustellen ist, werden thematische eng verwandte Untersuchungen analysiert.

Die Kapitel 4 und 5 markieren mit den methodischen Rahmenbedingungen einen Schwerpunkt der Arbeit. Durch die Portfoliorenditeberechnung, die in Kapitel 4 methodisch hergeleitet und in Kapitel 5 operationalisiert wird, werden elementare Voraussetzungen für die Untersuchungen bereit. Die adäquate Berechnung der Portfoliorendite ist nicht nur für den Clustervergleich der beratenen und nicht beratenen Investoren von äußerster Relevanz, sie ist auch die Grundlage für die Ermittlung weiterer Risiko- und Performancekennzahlen, die im Rahmen der empirischen Analyse Anwendung finden. In Kapitel 4 werden zudem weitere zum Einsatz kommende Risiko- und Performancekennzahlen erläutert. In Kapitel 5 wird außerdem die Beratungsleistung operationalisiert.

In Kapitel 6 wird ausführlich die Stichprobe dargestellt und Vergleiche zur relevanten Grundgesamtheit gezogen.

Die Kapitel 7 und 8 stellen die Kernaussagen der Analyse dar. Zu Beginn wird in Kapitel 7 herausgearbeitet, was für Eigenschaften der typische beratede Investor im Vergleich zum nicht berateden Kunden aufweist. Hiernach werden die Wechselwirkungen zwischen der Beratungsleistung und den Portfoliodeterminanten evaluiert. In Kapitel 8 wird der Versuch unternommen, Zusammenhänge zwischen der Anlageberatung und der Portfoliorendite beziehungsweise der -performance herzustellen.

Die Arbeit schließt mit der Diskussion inhaltlicher und methodischer Implikationen und einer Zusammenfassung.

## 2 Die Anlageberatung

### 2.1 Anlageberatung: Marktpotenzial und Konkurrenz

Trotz der starken Kurskorrekturen in den Jahren 2000, 2001 und 2002 ist der deutsche Aktienmarkt für alle Finanzdienstleister attraktiv. Ein Blick in die OECD-Statistiken verdeutlicht diese Aussage. Immerhin lag die durchschnittliche Zuwachsrate des Geldvermögens bei deutschen privaten Haushalten in den Jahren 1996 bis 2005 etwas unter 4 % p. a.<sup>7</sup> Das Marktpotenzial wächst und begründet hiermit die Relevanz der Thematik rund um die Anlage- und Vermögensberatung – siehe Tabelle 2-1.

**Tabelle 2-1: Die Geldvermögensentwicklung der deutschen privaten Haushalte**

<i>Bestand am Jahresende in Mrd. EUR</i>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Geldanlage bei Banken</b>	1262	1341	1399	1448	1492
- Kurzfristig	957	1041	1111	1156	1205
- Langfristig	305	300	288	292	288
<b>Geldanlage bei Versicherungen</b>	914	959	1003	1052	1103
<b>Geldanlage in Wertpapieren</b>	1318	1159	1286	1345	1421
- Festverzinsliche Wertpapiere	351	375	406	431	411
- Aktien	343	179	237	246	283
- Investmentzertifikate	436	425	464	462	516
- Sonstige Beteiligungen	188	180	179	206	211
<b>Pensionsrückstellungen</b>	203	214	224	233	243
<b>Insgesamt</b>	3697	3673	3912	4078	4259

Quelle: [http://www.bvi.de/de/statistikwelt/sonstige\\_statistiken/zeitreihen/geldvermoegen\\_priv\\_hh.html](http://www.bvi.de/de/statistikwelt/sonstige_statistiken/zeitreihen/geldvermoegen_priv_hh.html); Bundesverband Investment und Asset Management e. V.

**Erläuterung:**

Unter den privaten Haushalten werden auch private Organisationen ohne Erwerbszweck subsumiert. Die Geldanlage bei Banken umfasst Sichteinlagen, Termingelder, Spareinlagen, Sparbriefe und Weitere. Die Geldanlage bei Versicherungen umfasst Personenversicherungen (z. B. Lebens- und Rentenversicherungen), Pensionsfonds, Pensionskassen, berufsständische Versorgungswerke und Weitere.

<sup>7</sup> Quelle: [www.oecd.org](http://www.oecd.org). Das Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland betrug am Jahresende 1996: 2,875 Billionen EUR, im Jahr 2005: 4,259 Billionen EUR.

In den Jahren 1997-1999 stieg der DAX sogar im Durchschnitt um über 30 % pro Jahr.