

FAKULTÄT FÜR BETRIEBSWIRTSCHAFTSLEHRE  
Lehrstuhl für ABWL, Finanzwirtschaft,  
insbesondere Bankbetriebslehre  
Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Weber

UNIVERSITÄT  
MANNHEIM

Deutscher Bundestag  
Finanzausschuss  
Die Vorsitzende  
Frau Dr. Birgit Reinemund, MdB  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

L 5, 2  
68131 Mannheim  
Germany

Telefon 06 21 / 1 81-1532  
Telefax 06 21 / 1 81-1534  
email: weber@bank.bwl.uni-mannheim.de

<http://bank.bwl.uni-mannheim.de>

Betr. Stellungnahmen zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung „Entwurf eines Gesetzes zur Förderung und Regulierung einer Honorarberatung über Finanzinstrumente – Drucksache 17/12295 – sowie zu dem Antrag der Fraktion der SPD „Verbraucherschutz stärken – Honorarberatung etablieren“ – Drucksache 17/8182 -

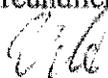
Sehr geehrte Frau Dr. Reinemund,

der vorliegende Gesetzesentwurf der Bundesregierung sieht ein Gesetz zur Förderung und Regulierung einer Honorarberatung über Finanzinstrumente vor.

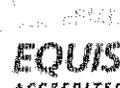
Die Etablierung und Regulierung einer Honorarberatung ist sicherlich ein Schritt in die richtige Richtung, d.h. in die Richtung, dem Anleger zu für ihn besseren Anlagen zu verhelfen. Er zielt dabei jedoch nur auf einen Aspekt der vielfältigen Herausforderungen in diesem Bereich ab, die Abhängigkeit bzw. Unabhängigkeit des Beraters. Ich füge den von mir entwickelten "Kodex zur Anlageberatung" bei, der versucht zu zeigen, welche inhaltlichen Anforderungen an gute Beratung zu stellen sind.

Das Gesetz geht nach meinem Verständnis davon aus, dass der Anleger sich letztendlich zwischen einer provisionsbasierten Beratung und einer Honorarberatung entscheiden kann. Dazu ist es aber unumgänglich, dass die Kosten der provisionsbasierten Beratung transparent(er) gemacht werden. Dazu gehört vor allem, dass Kosten nicht als Prozentsätze, sondern in absoluten Größen (d.h. xyz Euro bei einer Haltedauer des Finanzinstruments von 5 Jahren) ausgewiesen werden. Die Wissenschaft ist sich ziemlich einig, dass Menschen (also auch Anleger) mit absoluten Euro-Größen viel besser umgehen können als mit Prozentsätzen, deren Effekt erst über Jahre durch Anwendung der Zinseszinsrechnung transparent werden. Im beigegeführten Kodex belegt Abbildung 2 (Abb 2: Auswirkungen von Gebühren auf das Endvermögen) exemplarisch, welchen großen Effekt (gemessen in Euro) eine jährliche Gebühr von 1,5% des verwalteten Vermögens ausmacht.

Mit freundlichen Grüßen

  
Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Weber

Anlage  
Kodex zur Anlageberatung



Behavioral Finance Group

Lehrstuhl für ABWL, Finanzwirtschaft  
insbesondere Bankbetriebslehre

**Universität Mannheim**

---

# Kodex zur Anlageberatung

Gute Sitten und optimale Entscheidungen

Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Weber

aus der Reihe „Forschung für die Praxis“, Band 19



# Kodex zur Anlageberatung

Gute Sitten und optimale Entscheidungen

Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Weber

## **Impressum**

aus der Reihe „Forschung für die Praxis“

Band 19

Behavioral Finance Group

© 2009

Lehrstuhl für ABWL, Finanzwirtschaft

insbesondere Bankbetriebslehre

Universität Mannheim

68131 Mannheim

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b><i>Präambel</i></b> .....	<b>2</b>
<b>2</b>	<b><i>Definition Beratung</i></b> .....	<b>3</b>
<b>3</b>	<b><i>Thesen: Beratung</i></b> .....	<b>4</b>
<b>4</b>	<b><i>Thesen: Produkte</i></b> .....	<b>14</b>
<b>5</b>	<b><i>Fazit</i></b> .....	<b>23</b>
<b>6</b>	<b><i>Checkliste für Anleger</i></b> .....	<b>25</b>
	<b><i>Wir über uns</i></b> .....	<b>29</b>
	<b><i>Veröffentlichungen</i></b> .....	<b>30</b>

## 1 Präambel

Viele Bürger müssen und wollen mehr finanzielle Eigenverantwortung übernehmen. Die Gründe dafür spitzen sich zu: Regelmäßige Arbeitseinkommen sind über lange Zeiträume höchstens noch für Beamte sicher, die Zahlungen aus der gesetzlichen Rente werden kaum mehr auskömmlich sein. Zudem ist für die Ausbildung der Kinder vorzusorgen, und auch für das Seniorenstift muss – in nicht vorhersehbarer Höhe – gespart werden.

Um für die Zukunft finanziell gewappnet zu sein, muss der Entscheider festlegen, welcher Teil des – nicht sicher zu prognostizierenden – verfügbaren Einkommens zu unterschiedlichen Zeitpunkten des Lebens gespart beziehungsweise konsumiert werden soll. Gleichzeitig stellt sich immer wieder die Frage, wie sicher das gesparte Geld angelegt werden soll. Das ist wichtig, da das Risiko einer Geldanlage untrennbar mit deren erwarteter Rendite verknüpft ist. Und dabei variiert dann noch die Risikobereitschaft von Mensch zu Mensch und von Lebensabschnitt zu Lebensabschnitt - bei Dinks (double income no kids) ist sie vermutlich meistens größer als bei Großeltern.

Schon diese kurzen Ausführungen zeigen, dass es nicht einfach ist, individuell optimale Anlageentscheidungen zu treffen.

Bedenkt man, dass wir noch nicht über die Auswahl konkreter Anlageprodukte, Versicherungen oder gar Steuern gesprochen haben, wird deutlich, dass ein Großteil der Bevölkerung für diese komplexen Entscheidungen eine vernünftige Beratung gut gebrauchen könnte. Doch die Qualität der Heerscharen von Anlageberatern und Finanzplanern ist, um es vorsichtig zu sagen, unterschiedlich.

In diesem Band definieren wir einen wissenschaftlich fundierten Kodex der Anlageberatung. Wir zeigen, woran sich ein guter Berater erkennen lässt, welche Fragen er stellen muss, welche Daten er erheben sollte und wie er manipulieren kann. Die Ergebnisse werden in einer Fragen-Checkliste zusammengefasst. Mit ihrer Hilfe ist es für Anleger möglich, ihren Berater objektiv besser kennen und einschätzen zu lernen. Vice Versa steht es Beratern offen, sich anhand der Liste selbstkritisch zu überprüfen. Fest steht auch, dass die Finanzbranche Produkte mit hohen Gebühren kreiert hat, die keinem Kodex standhalten. Diese Anlageprodukte gilt es zu identifizieren. Sie müssen vom Markt verschwinden, besser noch gar nicht erst zugelassen werden, damit Banken, Versicherungen und Vertriebe sich nicht auf Kosten der Sparer bereichern.

## 2 Definition Beratung

Unter Beratung soll verstanden werden, dass eine Person B (Berater) einer anderen Person A (Anleger) hilft, die für ihn (A) individuell optimale Anlageentscheidung zu treffen. A geht zu dem Berater, weil die Anlageentscheidung höchst komplex ist. Diese Definition impliziert zwei Forderungen:

- i) A ist derjenige, dessen Nutzen durch eine optimale Entscheidung maximiert werden soll. Diese Definition schließt Anlageberater aus, die primär am Absatz ihrer Produkte interessiert sind und somit besser als Anlageverkäufer bezeichnet werden sollten.
- ii) Wenn die Anlageentscheidung für A optimal sein soll, müssen dessen Vorstellungen bezüglich der Anlageziele, Risikovorstellungen und Finanzrestriktionen als zentrale Größen in den Entscheidungsprozess einfließen. Es kann damit bei der Beratung nicht darum gehen, dem Anleger die Entscheidung abzunehmen, sondern ihn auf der Suche nach der bestmöglichen individuellen Entscheidung zu unterstützen.

Kein Berater kann die Zukunft vorhersagen, auch nicht die künftige Entwicklung einer Aktie. Gute Beratung aber kann dem Anleger helfen, mit der Unsicherheit der Zu-

kunft zurecht zu kommen. Eine ex ante, d.h. vor der Auflösung der Unsicherheit, optimale (schlechte) Beratung kann durch Pech (Glück) zu einem schlechten (guten) Ergebnis führen. Langfristig führt eine höhere Qualität der Beratung jedoch zwangsläufig auch zu besseren ex post Ergebnissen.

Die folgenden Ausführungen legen eine betriebswirtschaftliche, inhaltliche Perspektive zugrunde. Im Mittelpunkt steht die ökonomische, finanzwirtschaftliche Sichtweise unter besonderer Berücksichtigung der Interessengegensätze zwischen Beratung und Anleger. Letztere müssen alleine schon wegen der zunehmenden drohenden Altersarmut bessere Entscheidungen treffen. Deshalb ist es unaufschiebbar notwendig, die Auswüchse der nicht den Interessen des Anlegers dienenden Beratung zu beenden. Es ist insbesondere der schlechten Beratung anzulasten, dass die Finanzindustrie zu viel verdient und für die Anleger zu wenig übrig bleibt. Sollte es der Finanzbranche nicht gelingen, eine Beratung anzubieten, die die Ziele des Kunden tatsächlich in den Vordergrund stellt, d.h. sollte der Markt für Anlageberatung versagen, ist der Staat gefordert stärker einzugreifen. Gleichzeitig müssen Anleger akzeptieren, dass gute Beratung, wie jede andere Dienstleistung, Geld kostet.

Der hier vorgestellte Anlage-Kodex kann und soll verhindern, dass für schlechte Beratung gezahlt wird, bzw. dass Produkte verkauft werden, die der Bank mehr als dem Anleger nutzen. Im Mittelpunkt der

Analyse stehen die Beratung an sich, sowie die empfohlenen Produkte. Für beide Kategorien sind insgesamt 14 Beurteilungskriterien entwickelt worden, die im Folgenden dargestellt werden.

### 3 Thesen: Beratung

#### 1 **Beratung hat anhand eines wohldefinierten Konzepts zu erfolgen**

Die optimale Anlageentscheidung scheint in der Theorie einfach zu sein. Sie fußt auf dem Lebenszykluskonzept. Dieses fordert: Maximiere zum Anlagezeitpunkt den heutigen, also abgezinnten, Nutzen aus dem künftigen Konsum. Dabei müssen – als Nebenbedingung – die Einnahmen aus Verdienst, Geldanlagen und Kreditaufnahme zu jedem Zeitpunkt gleich den Ausgaben sein. Konkret ist zum Anlagezeitpunkt festzulegen, was aus heutiger Sicht wertvoller ist – die Tochter in Harvard oder der Porsche im zweiten Frühling.

Das wichtigste Ergebnis dieser Analysen ist, festzulegen, wie viel zu welchem Zeitpunkt gespart und konsumiert werden soll, wobei die gewählten Risiken der Anlagen zentrale Größen für die Optimierung sind. Mit anderen Worten: ein Anleger kann viel falsch machen, wenn er zu früh zu viel oder zu wenig spart, einen großen Kredit falsch aufnimmt oder die falsche Berufsunfähigkeitsversicherung abschließt.

Große Auswirkung hat auch das gewählte Risiko der Anlage – man denke nur an die Kursschwankungen am Aktienmarkt oder bei Immobilienfonds. Auch mangelnde Diversifikation speziell über Anlage-Klassen (d.h. die Asset Allocation) schlägt negativ zu Buche. Etwa 80% - 90% des Anlageerfolgs werden durch die richtige Streuung, d.h. durch die Aufteilung des Vermögens auf unterschiedliche Anlage-Klassen wie Aktien, Renten, Immobilien oder Rohstoffe erzielt.<sup>1</sup>

Ein gutes Beratungskonzept sollte auch die finanziellen Risiken, die im Lebenszykluskonzept implizit erfasst werden, aufdecken und explizit ansprechen. Es nützt nichts, bei der Optimierung von einer heilen Welt ohne Arbeitsplatzverlust, ohne Scheidung und Krankheiten auszugehen – gerade diese Ereignisse führen dazu, dass viele Konzepte obsolet werden. Zudem muss der

---

<sup>1</sup> Für eine populärwissenschaftliche Darstellung von Theorien zur optimalen Anlage, empirischen Erkenntnissen vom Kapitalmarkt und psychologischen Fallen des Anlegerverhaltens vgl. Weber et al. (2007), Genial einfach investieren, Campus Verlag, Frankfurt am Main.

Beratungsansatz transparent machen, welchen Teil der komplexen Anlageentscheidung er unterstützt und welchen nicht. Diskutieren Kunde und Finanzspezialist nur darüber, ob das Geld in BASF- oder Bayer-Aktien gesteckt wird, dient das Gespräch primär dem Zeitvertreib und unterstützt keinen relevanten Schritt der komplexen Anlageentscheidung. Denn ein solches Gespräch klärt noch nicht einmal die zentrale Frage nach Konsum- und Sparentscheidung. Auch zum Thema Asset Allocation, das ausschlaggebend für den Erfolg ist, wird hier nichts gesagt. Obendrein ist es ex ante egal, ob man in BASF oder BAYER investiert, außer der Berater hat eine Kristallkugel für die Vorhersage der Zukunft zur Hand.

Aus dieser Perspektive ist klar, dass es in einer Beratung zunächst nie darum gehen kann, ein bestimmtes Produkt zu verkaufen, sondern zunächst immer nur darum, den Anleger zu unterstützen, für zumindest einen Teil der komplexen Anlageentscheidung eine optimale Lösung zu finden. Das Produkt folgt dann quasi automatisch.

Für jeden Berater ist es eine Herausforderung, die zur Optimierung benötigten Daten vom Kunden valide zu erheben. Die entsprechenden Erfassungsmethoden sollten offengelegt werden. Gängige Verfahren sind zum Beispiel: clevere Befragung

oder Angabe von Vergleichsgruppen, d.h. ein so genannter people-like-me-Ansatz.

Anerkannte Berater arbeiten in den Kundengesprächen mit Computerprogrammen und grafischen Darstellungen. Denn welcher Anleger ist schon in der Lage, Zinsezinsrechnung, die Auswirkungen von Inflation, die Höhe der Rentenlücke oder das Risiko einer Anlage intuitiv korrekt zu erfassen? Wer das nicht glaubt, möchte doch bitte spontan sagen, ob 2% Zins über 30 Jahre mehr oder weniger als 3% Zins über 20 Jahre ist.

## **2 Das Beratungskonzept soll wissenschaftliche Erkenntnisse aufgreifen**

Es sollte selbstverständlich sein, dass kein Finanzprofi verkauft, was wissenschaftlich erwiesenermaßen Unsinn ist. Doch weit gefehlt; immer wieder wird gegen die gesicherte Lehrmeinung verstoßen. Ein Beispiel: Kein Beratungskonzept darf darauf basieren, dass es eine Möglichkeit suggeriert, den Markt zu schlagen, d.h. risikoadjustiert eine Rendite über der Marktrendite zu erzielen. „Ohne Mehrisiko keine Überrendite“ ist eine der fundamentalen Erkenntnisse der Wissenschaft, die von der Praxis gerne ignoriert werden.

Doch ob man sich bei Subprime engagiert hat (Werbeslogan: „hervorragendes Rating und trotzdem hohe Zinsen“) oder Herrn

Madoff sein Geld anvertraut hat („sichere Anlage und trotzdem hohe Rendite“) - immer wieder fallen Anleger auf unseriöse Versprechen herein und zahlen mit Teilen ihres Vermögens. Das Geld liegt nicht auf der Straße und wenn, haben es andere vor uns schon aufgehoben.

Auch fast alle Vorhersagen zu allgemeinen Markttrends („Market Timing“) sind vom wissenschaftlichen Standpunkt her gesehen dubios. Prophezeiungen wie „die Zinsen fallen die nächsten Monate noch“ oder „der Markt dreht sich im August“ und „ich sehe die XY-Aktie bei 35 Euro“ sind Blödsinn. Und Aussagen wie „Der DAX steigt morgen“ stimmen tatsächlich - in der Hälfte der Fälle - in der anderen Hälfte eben nicht.

Manchmal sind die Aussagen auch nahezu alle falsch, wie z.B. die DAX-Prognosen von Finanzexperten für das Jahr 2008, die Ende 2007 abgegeben wurden, belegen:

„Der Düsseldorfer WGZ mangelt es nicht an Optimismus: 10000 Punkte sagte sie für den Deutschen Aktienindex Dax im kommenden Jahr voraus. 8715 Punkte prognostizierte Matthias Schrade, Chefanalyst bei GSC Research und sagte: „Den Anlegern steht ein gutes Börsenjahr bevor.“ [...] „Immerhin aber zeigten sich 230 vom Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) in Mannheim befragte Finanzmarktexperten zurückhaltender. Mit ihrem durchschnittlichen Ziel von 8156 Zählern liegen sie nur rund zwei Prozent über dem derzeitigen Dax-Stand von etwa 8000 Zählern.“<sup>2</sup>

Man vergleiche diese Prognosen mit der tatsächlichen Entwicklung des DAX im Jahre 2008.

Abbildung 1: Prognosen von Finanzexperten zur zukünftigen Entwicklung des DAX



<sup>2</sup> Vgl. Manager Magazin Online, 23.12.2007,

<http://www.manager-magazin.de/geld/artikel/0,2828,525158,00.html>

Außerordentlich kritisch sind vor dem Hintergrund effizienter Märkte Beratungskonzepte zu sehen, die einzelne Aktien empfehlen. Zum einen stellt die optimierte Diversifikation die wichtigste Richtschnur für eine Portfoliobildung dar. Zum anderen verursacht die Einzelauswahl von Aktien, das „Stock Picking“, eher höhere Handelskosten als eine Überrendite. Das häufige Umschichten des Portfolios widerspricht der Lehre, und belegt die alte Börsenweisheit: „Hin und her – Taschen leer“.

Beliebt ist es auch, die Auswahl zukünftig besonders erfolgreicher Fonds als Leistungsmerkmal eines Beratungskonzepts hervorzuheben. Aussagen wie „Wir wählen unabhängig die besten Fonds für Sie aus“ hören sich gut an, aber inwieweit tatsächlich gute und schlechte Fonds voneinander getrennt werden können, ist wissenschaftlich umstritten. Auf Grundlage der vergangenen Wertentwicklung kann man jedenfalls, wenn überhaupt, nur sehr schlechte Fonds identifizieren – die guten jedoch praktisch nicht.

Abschließend sei darauf hingewiesen, dass sich die Wissenschaft weiterentwickelt und neue Erkenntnisse gewinnt. Es lohnt sich daher auch für die Praxis, am Puls der Wissenschaft zu bleiben, um ihre Konzepte weiter zu entwickeln: vielleicht finden wir ja doch die Strategie, die uns alle reich werden lässt...

### **3 Der Berater sollte Theorie und Empirie der Finanzmärkte kennen und das Beratungskonzept verstehen und erklären können**

Finanzberater können ignoranter sein, als der Markt es erlaubt. Ein Vertreter beschrieb neulich den Zusammenhang zwischen Risiko und Rendite als umgekehrt u-förmig: Er versicherte, dass die Rendite mit steigendem Risiko erst wächst und dann aber wieder abnimmt – was völlig falsch ist. Die Person wurde inzwischen zum Niederlassungsleiter befördert.

Auch der Glaube den Markt schlagen zu können, ist bei vielen Beratern und Anlegern nicht auszurotten. „Kaufen Sie jetzt, der Markt ist billig“ oder „Jetzt können Sie billig nachkaufen“, sind Äußerungen, die von der Wissenschaft nicht gedeckt sind. Selbst zum von der Praxis geliebten Cost Average Effekt gibt es viele Studien, die sagen, dass es ihn gar nicht gibt.

Und dann existieren auch noch Vertreter der Finanzspezies, die gar nicht wissen, was sie tun. So führte mir ein Berater stolz sein Markowitz-Tool vor, das mein optimales Portfolio berechnen sollte. Woher die Daten stammen, die zur Optimierung benötigt werden, konnte er jedoch nicht sagen. „Die werden von der Zentrale geliefert“, erklärte er mir. Gerade die Portfolio-Optimierung nach Markowitz ist jedoch

außerordentlich sensitiv bezüglich der Eingabeparameter wie erwartete Renditen, Varianzen und Korrelationen. Es ist daher für dieses Tool von zentraler Bedeutung, über die Reliabilität der Schätzungen genau Bescheid zu wissen. Zwar mag das Wissen um die Logik der Berechnungsalgorithmen für Markowitz-Optimierungen den Mathematikern in der Zentrale vorbehalten bleiben, doch der Berater vor Ort muss seinem Kunden zumindest erklären können, welche Annahmen getroffen wurden. Das ist wie beim Auto: Der Fahrer braucht nicht zu verstehen, wie es detailliert funktioniert, aber er sollte wissen, welchen Treibstoff er einfüllen muss.

Eine weitere Forderung an die Berater ist die Verpflichtung zur Weiterbildung: die Erkenntnisse zur Anlageberatung entwickeln sich weiter, die Produkte und gesetzliche Rahmenbedingungen ändern sich. Ernste Weiterbildung erfordert Klausuren. So hart es klingt, nur eine richtige Prüfung kann den Lernerfolg sicherstellen (und hier kenne ich mich als Hochschullehrer wirklich aus). Ganz anders die Wirklichkeit: So wirbt ein bekannter Zusammenschluss von Beratern damit, dass seine Mitglieder aufgrund von Weiterbildung stets aktualisiertes Fachwissen besitzen. Auf einem Fondskongress besuchen sie Vorträge wie „Glänzend anlegen in turbulenten Zeiten“ oder „So wird jedes Depot ertragreich und sicher!“. Der Kongress wird von der Fondsin-

dustrie gesponsert, ob man zuhört oder nicht, zählt nicht. Solche Shows sind sicherlich mehr Werbeveranstaltungen als seriöse Weiterbildung.

#### **4 Spar-, Konsum- und Risikoeinstellung des Kunden müssen valide und passend zum Beratungskonzept erhoben werden**

Jedes Beratungskonzept steht und fällt mit der Qualität der erhobenen Kundendaten. Es ist selbstverständlich, zu Beginn jeder Beratung den Ist-Zustand und damit die bestehenden Anlagen und Kredite zu erheben. Aus diesen Daten können für langfristige Finanzpläne relativ aufwändige Ein- und Auszahlungspläne erarbeitet werden. Doch das alleine reicht nicht aus.

Aus wissenschaftlicher Sicht ist es selbst für eine eng abgegrenzte Anlageentscheidung unabdingbar, die Risikoeinstellung des Anlegers valide zu erheben. Valide bedeutet, dass aus den Angaben auf tatsächliches Anlageverhalten geschlossen werden kann. Es kann also nicht sein, dass ein Kunde als risikofreudig klassifiziert wird, weil er Bungeejumping liebt und gleichzeitig nur Spareinlagen im Portfolio hält, sich also risikoavers verhält. Gleichzeitig verlangt Validität, dass man bei einer Wiederholung der Befragung, möglicherweise mit einer anderen Methodik, zumindest zu ähnlichen Ergebnissen gelangt.

Die EU hat vor kurzem mit der Markets in Financial Instrument Directive (MiFID) eine Richtlinie erlassen, deren Ziel es ist, den Verbraucherschutz in Europa zu stärken. Sie besagt unter anderem, dass sowohl die Risikotragfähigkeit als auch die Risikoeinstellung eines Investors zu erfassen sind. Die Risikotragfähigkeit gibt an, welches Risiko, also welchen Verlust, der Anleger maximal bereit ist zu tragen. Die Risikoeinstellung beschreibt, wie der Anleger das Risiko einer Anlage im Verhältnis zum erwarteten Ertrag bewertet. Sie beantwortet die Frage, wie viel Ertrag er für ein eingegangenes Risiko erwartet. Die Risikoeinstellung ist kein festes Persönlichkeitsmerkmal: Sie kann von Anwendungsbereich zu Anwendungsbereich unterschiedlich sein – damit sind zum Beispiel Rückschlüsse vom Risikoverhalten beim Sport zum Anlageverhalten nicht gerechtfertigt. Die Risikoeinstellung ändert sich auch im Zeitverlauf, sie hängt vom Vermögensstatus aber auch von Anlageerfolgen und –misserfolgen ab. Ändert sich einer dieser Faktoren muss die Risikoeinstellung neu gemessen werden.

Die Forschung zeigt, dass zur Messung des Risikoverhaltens computergestützte Tools benötigt werden. Es reicht nicht, dem Anleger eine Chance-Risiko-Wahrscheinlichkeitsverteilung vorzulegen. „Erfährt“ ein Proband das Risiko in computergestützten Simulationen, zeigt er ein anderes Risikoverhalten, belegen empirische Studien.

Wie schwach die Verfahren sind, die heute zur Messung des Risikoverhaltens eingesetzt werden, zeigt sich dramatisch daran, dass sich Portfolios von angeblich risikoscheuen Anlegern kaum oder gar nicht von denen angeblich weniger risikoscheueren Anlegern unterscheiden.

Die Wissenschaft arbeitet seit Jahrzehnten daran, die Risikoeinstellung valide zu messen, doch die Erkenntnisse werden in der Praxis kaum umgesetzt. Banken müssen alles daran setzen, die MiFID-Anforderungen formal zu erfüllen, indem der Kunde seine Unterschrift unter das entsprechende Formblatt zur Beschreibung der Risikoeinstellung setzt. Die tatsächliche, im Zeitablauf variierende Risikoeinstellung steht viel zu wenig im Zentrum der Beratung – das muss sich ändern.

## **5 Die Financial Literacy des Anlegers sollte zum Beratungskonzept passen und umgekehrt**

Unter Financial Literacy wird das Wissen von Bürgern über finanzwirtschaftliche Zusammenhänge verstanden. Dabei ist zwischen der selbsteingeschätzten Literacy, nach welcher der Berater seinen Kunden fragen kann, und der tatsächlichen Literacy, die durch einen Test zu erheben ist, zu unterscheiden. Der Berater sollte beide Aspekte der Financial Literacy kennen und sein Beratungskonzept darauf ausrichten.

Gleichzeitig muss er einschätzen, ob sein Kunde lieber in der Karibik segelt als sich detailliert mit einer Anlageentscheidung zu beschäftigen, und gerade deshalb den Finanzprofi braucht, oder ob der Anleger gar nicht in der Lage ist, komplexe Finanzprodukte zu verstehen.<sup>3</sup>

Die Ausführungen zu dieser These müssen kurz ausfallen, weil die Forschung speziell zum Verhältnis Beratung und Finanzwissen bisher wenig zu bieten hat. Während es noch einleuchtend ist, dass Beratung und Wissen zusammenhängen, ist unklar, wie der Zusammenhang von Produkt und Wissen sein sollte. Man kauft das Auto ja auch nicht nur dann, wenn man vollständig versteht, wie es funktioniert – genauso wenig wie die wenigsten verstehen werden, wie die genaue Konstruktion eines ETF (Exchange Traded Funds) vorgenommen wird. Wie auch These 9 zeigt, stellt dabei gerade dieser für den „normalen Anleger“ eine günstige Alternative dar – das haben wir wissenschaftlich bewiesen.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Wenn beide Aspekte des Konzepts weit auseinanderfallen (z.B. der mir bekannte Herr X: er meint, regelmäßig den Markt schlagen zu können, hat aber im Prinzip von Finanzwirtschaft und vernünftigem Anlegen keine Ahnung), hat der Berater (und auch der Anleger) ein Problem. Diesen Aspekt der Selbstüberschätzung möchte ich hier nicht weiter vertiefen.

<sup>4</sup> Vgl. Jacobs/Müller/Weber (2008): „Anlegen mit fundierter Diversifikation: Auf der Suche nach dem bestmöglichen ‚Weltportfolio‘“, als Behavioral Finance Band 17 unter <http://www.behavioral-finance.de> kostenlos erhältlich.

## 6 Erkenntnisse der Behavioral Finance Forschung müssen in die Beratung einfließen

Behavioral Finance versucht, durch die Einbeziehung psychologischer Faktoren das tatsächliche Entscheidungsverhalten von Anlegern besser zu erklären. Die Forscher eruieren, warum sich Anleger suboptimal verhalten und welche psychologischen Fallen im Anlageprozess lauern. Sie zeigen auf, mit welchen Methoden das Verhalten der Kunden beeinflusst werden kann. Die Erkenntnisse des Behavioral Finance sind für die Beratung relevant, denn sie muss die psychologischen Fallstricke kennen, damit der Anleger sie umschiffen kann und zu einer für ihn optimalen Anlageentscheidung kommt.

Ein Beispiel: Im Rahmen der Datenerhebung wird der Anleger auf eine von zwei möglichen Arten danach befragt, wie viel er monatlich sparen möchte:

- i) 100 € bis 200 €, von 200 € bis 300 € oder von 300 € bis 400 €
- ii) 100 € bis 300 €, von 300 € bis 500 € oder von 500 € bis 700 €.

Es ist unmittelbar einleuchtend und empirisch abgesichert, dass Probanden, denen Variante ii) vorgelegt wird, im Durchschnitt

mehr sparen als die Kandidaten, welche die Variante i) zu Gesicht bekommen.<sup>5</sup>

Erfordern die Bedürfnisse des Anlegers im Alter eine relativ hohe Sparquote, kann der Berater also mittels einer „angepassten“ Befragung erreichen, dass sein Kunde eine für ihn selbst bessere Entscheidung fällt. Im englischen Sprachgebrauch hat sich dafür der Begriff nudging, was in etwa gefühlvolles Hinschubsen bedeutet, eingebürgert. Natürlich kann der Verkäufer auch nur die für ihn profitabelste Variante im Blickfeld haben. Die Art der Frage bzw. die Darstellung des Problems haben großen Einfluss auf geäußerte Spar- und Konsumpläne sowie die Risikoeinstellung. Das macht den ungeschulten Anleger anfällig für Manipulationen durch den Verkäufer.<sup>6</sup>

Das Wissen über die psychologische Beeinflussbarkeit des Anlegers hat damit zwei Seiten. Der Berater kann seinen Klienten durch geschickte Beeinflussung helfen,

- die für ihn (Anleger) beste Entscheidung zu fällen oder

<sup>5</sup> Alternativ könnte der Berater auch fragen: Der durchschnittliche Anleger spart 200 € (oder 400 €), was möchten Sie sparen?

<sup>6</sup> Gestatten Sie mir die nochmalige Eigenwerbung. Unter anderem deshalb haben wir das Buch „Genial einfach investieren“ geschrieben. Dort wird erläutert, wie man optimal anlegt und insbesondere, wie Anleger mögliche Fallstricke erkennen und vermeiden können.

- die für sich selbst (Berater) beste Entscheidung zu fällen.

Letzteres, beschönigend als Verkaufspsychologie bezeichnet, wird in Schulungen der Finanzvertriebe gelehrt und widerspricht unserer Definition von Beratung.

## **7 Die Zweit- und Drittberatung soll Ergebnisse der Erstberatung berücksichtigen**

Mit der Anlageberatung ist es wie mit der Vorsorgeuntersuchung: Sie ist in regelmäßigen Abständen sinnvoll, insbesondere dann, wenn Ereignisse, wie Scheidung, Jobwechsel, Erbe oder Nachwuchs das Konsum- und Sparverhalten, das Einkommen oder die Risikoeinstellung beeinflussen.

Ein wichtiges Element der regelmäßigen Gespräche sollte immer ein Soll-Ist-Vergleich basierend auf der Dokumentation der vergangenen Gespräche sein. Nur so kann sicher gestellt werden, dass der Anleger lernt und sieht, inwieweit er seine zuvor geäußerten Spar- und Konsumvorstellungen realisiert hat. Gute Beratung definiert darüber hinaus Milestones, d.h. Eckwerte, die in der Zukunft erreicht werden sollen, zum Beispiel Spar-, Einkommens- und Vermögensziele. Diese gilt es beim nächsten Termin zu überprüfen. Ferner gehört die neuerliche Analyse der Risikoeinstellung auf die Agenda jeder Folge-

beratung. Es ist außerordentlich unwahrscheinlich, dass die Risikoeinstellung des Anlegers im Zeitablauf gleich bleibt. Auch hier ist die Entwicklung aufzuzeigen und zu besprechen.

Nicht zuletzt hängt der Erfolg einer Beratung davon ab, ob die gemeinsam entwickelten Pläne umgesetzt worden sind. Es sollte daher auch geprüft werden, wie der Anleger mit den bisherigen Ratschlägen umgegangen ist. Das wiederholte Feedback ist ein zentrales Element der Anlageentscheidung. Engagierte Berater geben ihren Kunden darüber hinaus wiederholt Feedback: Ist zum Beispiel die Entscheidung für eine Form der Altersvorsorge gefallen, informieren sie ihre Klienten in regelmäßigen Abständen über die erzielten Resultate – auch im Kontext zu den anderen Vermögensbausteinen.

## **8 Die Vergütungsstruktur und weitere Abhängigkeiten des Beraters müssen offengelegt werden**

„Seien Sie bereit, Ihren Berater zu entlohnen!“, denn gute Leistung soll und muss bezahlt werden. Wie der Berater entlohnt wird und in welchen faktischen und rechtlichen Abhängigkeiten er steht, muss jedoch offengelegt werden.

Es gibt mehrere Formen der Entlohnung. Wird der Berater nach Zeitaufwand oder

für eine fest vorgegebene Leistung wie die Erstellung eines Finanzplans bezahlt, liegt eine Form der Honorarberatung vor. Der Berater kann alternativ jährlich einen Prozentsatz des betreuten Vermögens erhalten (all-in-fee-Beratung), und zusätzlich am Ertrag des Portfolios beteiligt sein (gewinnabhängige Entlohnung). Eine dritte Variante ist die gemeinhin bekannte Provisionsberatung.

Jede Art der Bezahlung hat ihre Vor- und Nachteile. Gewinnabhängige Entlohnung kann unter Umständen nur ein anderes Wort für Übervorteilung des Kunden sein. Wer an Gewinnen beteiligt werden möchte, sollte auch Verluste mittragen. Außerdem sollte jeder, der Gewinne als Teil seiner Leistung reklamiert, immer nur von Gewinnen über einer korrekten Benchmark reden. Wer beispielsweise ein Portfolio verwaltet und 10% Rendite in einem Jahr erreicht, in dem der entsprechende Marktindex 13% Rendite erzielt hat, muss dafür nicht belohnt werden: Er hat Vermögen relativ zur Benchmark, dem Marktindex, vernichtet.

Die bei Banken und Finanzdienstleistern weit verbreitete Provisionsberatung ist wenig transparent und setzt in der Regel falsche Anreize. Wer weiß schon, dass ein Berater (bzw. die Institution, für die er arbeitet) beim Kauf eines Fonds nicht nur den Ausgabeaufschlag, sondern jährlich

noch ungefähr die Hälfte der Managementgebühr erhält. Die Gebühr wird auch fällig, wenn der Kunde die Papiere nur im Depot hält und noch nicht einmal mit einem Berater spricht. Selbst Discount Broker, die gar keine Berater beschäftigen, berappen das Geld. Bei einer Investition von 10.000 Euro erhält der Berater (bzw. seine Institution) in 10 (20) Jahren rund 1000 (3000) Euro Gebühren - die Beteiligung am Ausgabeaufschlag ist in dieser Summe noch nicht enthalten.<sup>7</sup>

Die Entlohnung auf Provisionsbasis macht es selbst für den Berater schwierig, die Geldanlagen seiner Kunden zu optimieren: wie selbstlos müsste er sein, wenn er nicht die Produkte verkaufen würde, bei denen er am meisten verdient. Bedenkt man noch, dass Mitarbeiter über Zielvorgaben - in der Regel das Provisionsergebnis - gesteuert werden, muss der Berater schon fast ein Heiliger sein, um ausschließlich die Ziele des Anlegers zu verfolgen. Seien Sie bei Provisionsberatung oder besser bei versuchtem Verkauf auf Provisionsbasis auf der Hut! Honorarberatung und der all-in-fee Ansatz sind transparent. Der Anreiz eine besondere Leistung zu erbringen, ergibt sich aber nur, wenn eine langfristige Zusammenarbeit geplant ist. Die Struktur

<sup>7</sup> Die Rechnung basiert auf der Annahme einer erwarteten Rendite von 8%, einer Managementgebühr von 1,5% und einer anteiligen Zahlung von 50% der Managementgebühr an den Berater oder dessen Institution.

der Entlohnung dürfte sich in diese Richtung entwickeln. Dafür spricht auch ein Blick ins Ausland.

Egal welche Entlohnungsform gewählt wird, es dürfte schwierig sein, einen komplett unabhängigen Berater zu finden, zu vielfältig und für den Kunden kaum durchschaubar sind die Abhängigkeiten in der Finanzbranche. Kein Berater wird Sie an seiner Freude teilhaben lassen, dass er zum Golfspielen nach Mallorca fliegen darf, wenn er ein Produkt mehr als x-mal verkauft hat. Er wird auch nicht offenlegen, dass er am liebsten die Fonds verkauft, die mit den lukrativsten Provisionen winken. In der deutschen Finanzbranche konnte beobachtet werden, dass von zwei identischen Produkten systematisch das verkauft wurde, das die höhere Provision für den Berater erzielte. Vielleicht ist es besser, um die Abhängigkeiten zu wissen, als an nicht zu verwirklichende Unabhängigkeit zu glauben.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Die Erfahrungen beim Vertrieb des von mir konzipierten, sehr preisgünstigen DWS-Fonds „ARERO-der Weltfonds“ sind erleuchtend. Hier ein paar Äußerungen:

- i) „Der Fonds ist zu billig, da verdiene ich nichts – kaufe ich vielleicht für mich selbst.“
- ii) „Der Fonds ist nicht in unserem System.“  
(Aber andere Anleger haben dort schon gekauft.)
- iii) „Wir haben Fonds, die für unsere Kunden einen höheren Mehrwert schaffen.“ (Ohne jeglichen Beweis und gegen jegliche empirische Evidenz)
- iv) „Kunden, die so was kaufen wollen, brauche ich nicht...“

## 4 Thesen: Produkte

Aus wissenschaftlicher Sicht zeichnen sich Anlageprodukte dadurch aus, dass der Kunde entweder zu Beginn einmalig oder über einen längeren Zeitraum hinweg mehrmals einen bestimmten Betrag zahlt und zu einem späteren Zeitpunkt eine Rückzahlung erhält. Die Rückzahlung kann in ihrer Höhe sicher (hoffentlich das Sparbuch), unsicher (z.B. Aktienfonds) oder von einem Ereignis abhängig sein (z.B. Berufunfähigkeitsversicherung). Es sind die Anlageprodukte zu wählen, die für den Anleger einen möglichst hohen Nutzen erwarten lassen. Auf der Suche nach dem individuell optimalen Anlageprodukt sind sechs objektive Kriterien entscheidungsrelevant, die Folgenden dargestellt werden.

### 9 **Der Berater muss klar machen, aus welchem Produktuniversum er Anlagemöglichkeiten empfiehlt**

Es wird immer unmöglich sein, dem Anleger die gesamte Palette von Anlageprodukten zur Auswahl vorzulegen – dazu gibt es einfach zu viele. Daher muss der Berater offen legen, wie er zu der von ihm getroffenen Auswahl gekommen ist und welche Implikationen das hat. Zudem wäre es sinnvoll und fair, Informationen über die Hersteller der Produkte, z.B. über die Fondsgesellschaft, bereitzustellen.

Die Hoffnung, dass der Berater die Anlageprodukte möglichst objektiv ausgewählt hat, sollte der Kunde kaum hegen. Nicht wenige Banken bieten nur Produkte der Kapitalanlagegesellschaft an, mit der die Bank verbunden ist. Das ist zwar nicht befriedigend, aber wenigstens transparent. Daneben gibt es durchaus dreiste Vertreter der Beratergilde, die sich schlichtweg weigern, einem expliziten Kundenwunsch nachzukommen: „Das Produkt kenne ich nicht“, oder „Das Produkt kann ich nicht kaufen“, lügt er seinem Mandanten nachweislich ins Gesicht, wohl weil ihm die Provision einfach zu gering ist – vgl. auch die Fußnote auf der vorangegangenen Seite. Oder, ich zitiere wörtlich aus der Email eines Verantwortlichen des Vertriebs an mich „Sie dürfen sicher sein, dass wir nur eines im Sinn haben – die besten Nettoergebnisse für unsere Kunden zu erreichen!“. Aber Exchange Traded Funds (ETF), die dem Kunden wissenschaftlichen Erkenntnissen zufolge bestmögliche Nettoergebnisse liefern, werden praktisch nicht angeboten - weil der Vertrieb daran nichts verdient?

## 10 Ertrag und Risiko müssen transparent sein

Der erwartete Ertrag und das Risiko einer Anlage hängen fundamental zusammen: man darf nur dann mehr Rendite erwarten, wenn man bereit ist, mehr Risiko einzugehen. Jegliche Angaben von erwarteten Renditen ohne die entsprechende Angabe des erwarteten Risikos sind somit inhaltsleer. Warum sollte eine Bank ausgerechnet Ihnen Geld in Form einer Überrendite schenken und es nicht selbst verdienen? Die Anleger der Göttinger Gruppe (rund 200.000 Geschädigte) und die Kunden des Herrn Madoff (rund 50 Milliarden Dollar Schaden) sind leider erst im Nachhinein schlauer.

Die Rendite einer Anlage transparent darzustellen ist relativ einfach: Sie wird am besten durch einen Prozentsatz ausgedrückt: „5% erwartete Rendite pro Jahr“. Alternativ kann auch direkt ein fester Betrag angegeben werden: „Bei 1.000 € Investition können Sie in fünf Jahren eine Rückzahlung von 1.300 € erwarten.“ Bei längerfristigen Investitionen ist die Angabe der Wertentwicklung unter Berücksichtigung der erwarteten Inflation von zentraler Bedeutung. „Eine Rente von 5.000 € in 30 Jahren hört sich ganz gut an“, besagt jedoch wenig. Es muss immer ausgewiesen werden, welchem Wert die Rente in heutiger Kaufkraft entspricht: „Sie können in 30

Jahren eine Rente von monatlich 5.000 € erwarten, in heutiger Kaufkraft sind das 2.060 € (bei 3% Inflation)“. Ohne Berücksichtigung der Inflationsentwicklung sind langfristige Vermögensangaben Schall und Rauch. Die Kapitalgarantie eines Fonds oder einer Riesterrente ist keine wirkliche Kapitalgarantie – zumindest keine, welche die Entwicklung der Kaufkraft berücksichtigt.

Risiken sind viel schwieriger transparent darzustellen. Sie einfach nur aufzuzählen, genügt auf keinen Fall. Aufgrund von Informationen wie „Die Renditeentwicklung kann von den folgenden Risiken beeinflusst werden: politischer Umsturz, starke Wechselkursschwankung, Tod des Inhabers, Inflation“, können Anleger die Konsequenzen ihrer Entscheidungen kaum ermessen.

Im Rahmen der Beratung sollte vielmehr eine Vorstellung von der Quantität, d.h. der Höhe der Risiken vermittelt werden. Basierend auf möglichst weit zurückreichenden Vergangenheitsdaten, gibt es sehr viele Möglichkeiten, das Risiko zu veranschaulichen, wobei die Darstellung die Risikowahrnehmung des Anlegers beeinflussen kann. Einige Beispiele:

- i) Schwankungsintervalle darstellen (der DAX liegt mit einer Wahrscheinlichkeit von 90% innerhalb eines Jahres zwischen den Werten x und y),

- ii) relative Häufigkeiten präsentieren, mit denen bestimmte Ergebniswerte unter- oder überschritten werden können (der DAX kann in einem von zehn Fällen mehr als x pro Jahr verlieren und mehr als y pro Jahr gewinnen),
- iii) die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Ergebnisvariable darstellen (Kurs oder Renditeentwicklung des DAX),
- iv) erzielte Renditen der vergangenen Jahre zeigen, um so ein Gefühl für die Variabilität der Ergebnisentwicklung zu erhalten (DAX-Rendite für jedes der zurückliegenden 10 bis 20 Jahre in einem Balkendiagramm abbilden).

Sind Rendite und Risiko im Gespräch geklärt, gilt es den Risiko-Rendite Trade-off zu erfassen. Selbst wenn man akzeptiert, dass mehr Rendite nur mit einem höheren Risiko erzielt werden kann, bleibt die Frage nach der genauen Abwägung. Die Standardvorgehensweise muss hier sein, dass der Anleger eine Benchmark vorgelegt bekommt, also eine ihm (oder der Allgemeinheit) wohlbekannte Anlagealternative, die einen Risiko-Rendite Trade-off vorgibt. Typisches Beispiel dafür sind Aktien- oder Rentenindizes. Der Aktienindex DAX zeigt, welche erwartete Rendite man mit einem bestimmten Risiko erzielen kann und bietet

damit die Messlatte für andere Anlagemöglichkeiten.

Die Angabe einer Benchmark ist so wichtig und aussagekräftig, dass dabei beliebig viele, mitunter wohl auch bewusst gemachte, Fehler begangen werden. Ein sehr bekannter deutscher Fondsmanager hat mir stolz berichtet, dass er den Markt schlagen, also mit demselben Risiko einen höheren Ertrag erzielen, könnte. Nur hat er die falsche Benchmark gewählt, im Beispiel den DAX. Bei der Wahl der korrekten Benchmark, d.h. dem Index, der den Markt abbildet, der seinem Anlageuniversum bestmöglich entspricht, im Beispiel der MDAX, hätte er nicht besser als der Markt abgeschnitten. Diese kreative Wahl der falschen Benchmark ist weit verbreitet.

Schließlich sei an dieser Stelle noch vor zwei Dingen gewarnt. Zum einen werden Namen von Anlageprodukten kreiert, die schön klingen, jedoch falsche Rendite- oder Risikoerwartungen suggerieren. Das beste Beispiel dafür sind „Garantiezertifikate“: das hört sich nach Sicherheit an, verschweigt aber, dass im Extremfall große Verluste möglich sind. Zudem ist die avisierte Garantie nur auf den Nominalwert bezogen, Inflationsrisiken bleiben außer acht. Zum anderen werden bei neuen Produkten oft hypothetische Kursentwicklungen zurückgerechnet, die phantastische Wertentwicklungen abbilden. Das muss aber in aller Regel so sein: die Produkte wurden ja

gerade so konstruiert, dass die Wertentwicklung besonders gut war (das wird „in sample Optimierung“ genannt) – für die Zukunft hat das keinerlei (d.h. null) Aussagekraft.

## **11 Die Gebühren der Produkte müssen verständlich offen gelegt werden**

Managementgebühr, Verwaltungsgebühr, Beurkundungsgebühr, Rücknahmegebühr - es ist unglaublich, wie viele Gebührenarten Banken kreiert haben, und wie intransparent der Gebührendschungel ist.

Für den Anlageerfolg gehört die Höhe der Gebühren zu den entscheidenden Kriterien. Auch ein sehr guter Anlageberater kann in aller Regel den Markt nicht schlagen. Ein überdurchschnittlicher Anlageerfolg in effizienten Märkten ist in aller Regel Zufall – das einzige was sicher ist, sind die Gebühren. Selbst ein viel beworbenes und in den Medien beschriebenes Zertifikat kann keine bessere Risiko-Rendite-Kombination aufweisen als ein einfaches Produkt. Durchaus aber kann das Hochglanz-Zertifikat via Gebühren teurer sein als die Konkurrenz und damit Ihren Anlageerfolg schmälern. Finanzmarktprodukte mit höheren Gebühren sind oft nicht besser als ihre preiswerte Konkurrenz, sie garantieren nur, dass der Anleger mit ihnen weniger verdient.

Es ist wichtig, die Gebühren in ihrer vollen Höhe zu kennen, um zu beurteilen welcher Teil ihres zufälligen Gewinns sicher abfließt. Die Gebühren sollten nicht nur als Prozentsatz, sondern explizit in Euro ausgewiesen werden. Solide Beratung informiert nicht nur darüber, welcher Euro-Betrag für Gebühren im ersten Jahr fällig wird, sie zeigt auch, wie teuer das Produkt bspw. über 30 Jahre kumuliert ist (siehe Abbildung 2).

Diese Transparenz ist wichtig, weil kaum ein Anleger die möglichen Gebührenfallen kennt. Wussten Sie, dass

- die Total Expense Ratio bei Fonds gar nicht alle Kosten enthält (es fehlen die gesamten Handelskosten des Fonds),
- bei Rückrechnungen von Renditen in der Regel keine Ausgabeaufschläge berücksichtigt werden,
- bei Dachfonds die Management-Gebühren der Fonds, in die investiert wird, in der Regel gar nicht ausgewiesen werden und damit natürlich auch nicht in der Total Expense Ratio enthalten sind,
- bei fondsgebunden Lebensversicherungen mit Vorliebe Fonds mit hohen Management-Gebühren gekauft werden, damit man sich an diesen - nicht ausgewiesenen - Management-Gebühren bereichern kann,
- bei Zertifikaten oft eine völlige Intransparenz bezüglich der Gebühren besteht,

- bei Aktien-Zertifikaten oft Kursindizes zugrunde gelegt werden (d.h. die Dividendenzahlungen gehen nicht an den Anleger, sondern an den Emittenten der Zertifikate),
- der Unterschied zwischen Kauf- und Verkaufskurs eines Papiers zum Teil größer ist als die Rendite eines Jahres!?

Die folgenden beiden Abbildungen verdeutlichen den Effekt der Gebühren auch quantitativ. Abbildung 2 zeigt die Entwicklung des Vermögens bei unterschiedlicher Gebührenbelastung, wenn ein Anleger 100.000 € für 30 Jahre bei einer Bruttorendite von 8% p.a. anlegt. Bei geringen jährlichen Gesamtkosten in Höhe von 0,45% p.a., welche in der Praxis über günstige Indexprodukte realisierbar sind, erzielt der Anleger ein Endvermögen von rund 887.000 €. Bei 5% Ausgabeaufschlag und jährlichen Gesamtkosten von 1,5% verbleiben ihm hingegen lediglich rund 630.000 €.

In Großbritannien ist eine ähnliche Darstellung unter dem Namen „reduction in yield curve“ für Lebensversicherungen Pflicht. Die britische Assekuranz muss darstellen, welchen Ertrag der Anleger ohne Gebühren erhielte, und wieviel er nach Abzug der tatsächlich gezahlten Gebühren erhält.

Abbildung 2: Auswirkungen von Gebühren auf das Endvermögen

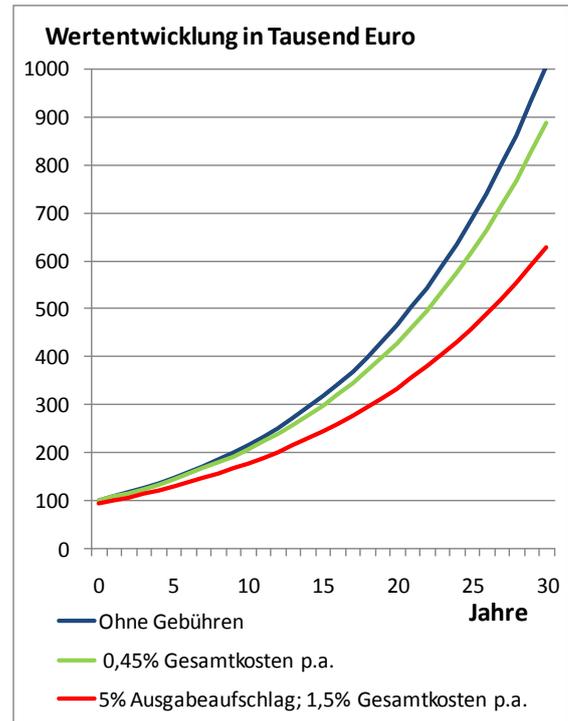
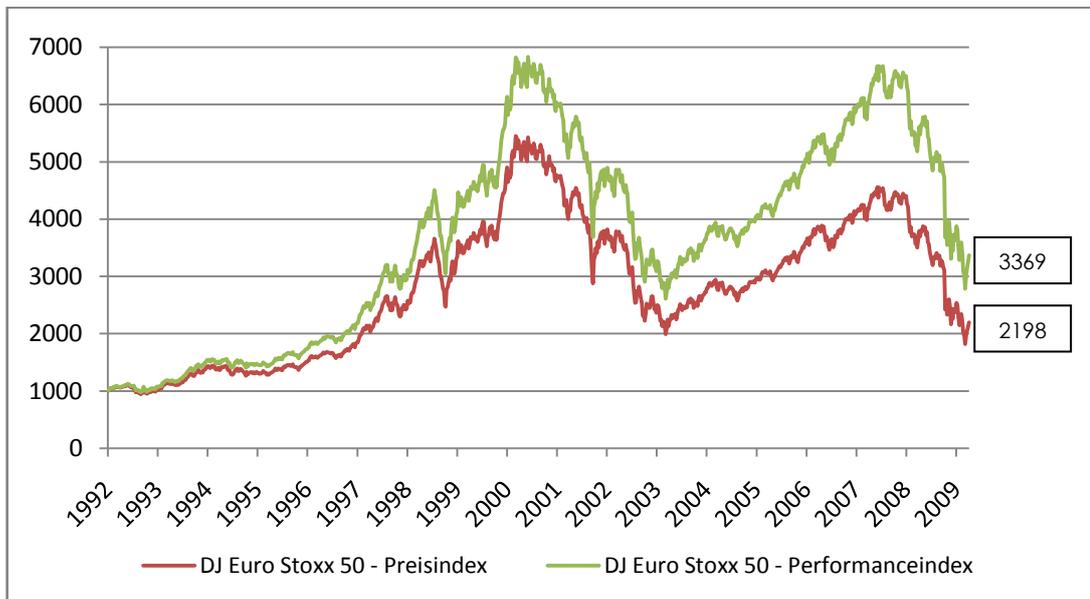


Abbildung 3 zeigt die Entwicklung des Euro Stoxx 50 im Zeitraum von Januar 1992, dem Basisdatum dieses Index, bis April 2009. Dargestellt ist er einerseits als reiner Preisindex, andererseits aber auch als Performanceindex, in dessen Berechnung im Gegensatz zum Preisindex auch ausgeschüttete Dividenden der enthaltenen Unternehmen mit einfließen. Die Grafik vermittelt einen Eindruck von dem langfristigen Vermögensverlust, den ein Investor erleidet, wenn er – anstelle eines Produktes auf den Performanceindex – eines der zahlreichen Zertifikate auf den Kursindex erwirbt.

Abbildung 3: DJ Euro Stoxx 50: Preis- vs. Performanceindex



Fragen Sie ihren Berater nach den Gebühren, und zwar nach den Gesamtgebühren, und fragen Sie auch, welchen Anteil Ihr Berater beziehungsweise sein Arbeitgeber davon erhält (das sind die sogenannten Kick-backs)! Hier muss er Ihnen ehrlich antworten. Das verdanken wir der MiFID und der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs.

### **Zu guter Letzt: schlechte Produkte sollten vom Markt verschwinden**

Unzählige Finanzprodukte bieten dem Anleger keinen Mehrwert, vernichten via Gebühren sogar Ersparnis. Sie dienen einzig und alleine dazu, der Finanzdienstleistungsbranche die Taschen zu füllen. Wenn

man ein Produkt nicht verstehen kann, wenn es nur bei unrealistischen Markterwartungen Ertrag bringt, und wenn es für keine normale Risikoeinstellung optimal ist, sollte es als gefährlich klassifiziert werden und vom Markt verschwinden, oder – besser noch – erst gar nicht zugelassen werden, damit es keinen Schaden anrichtet.

### **12 Der Berater darf nur Produkte empfehlen, die man verstehen kann**

Mir liegen Prospekte von Zertifikaten vor, die ich nicht verstehe. Und das sage ich nicht leichtfertig daher: ich habe den kompletten Verkaufsprospekt gelesen, einen Mitarbeiter gefragt, die Werbematerialien angeschaut – das Papier ist einfach nicht zu verstehen. Was ist mit einem Zertifikat anzufangen, dessen Wertentwicklung

sich an „einen“ europäischen Aktienindex anlehnt – ohne zu sagen, an welchen? Ein solcher Prospekt ist nicht akzeptabel, Verbraucherschützer müssten nach „Verboten“ rufen, kein Anleger sollte ein solches Produkt kaufen, jeder Berater vor ihm warnen.

Zur Beurteilung eines komplexen Produkts braucht der Anleger ein „Pay-off“-Diagramm. Das ist eine Grafik, die die Abhängigkeit der Wertentwicklung eines komplexen Produkts von der Größe, die die Wertentwicklung bestimmt, zumindest zu einem für den Anleger relevanten Zeitpunkt in der Zukunft darstellt. Die Größe, die die Wertentwicklung bestimmt, heißt „Underlying“. Darüber hinaus braucht der Anleger eine ungefähre Vorstellung der möglichen Kursentwicklung des Underlying – am besten dargestellt als dessen Wahrscheinlichkeitsverteilung. Nur in Kenntnis dieser Größen sollte man überhaupt darüber nachdenken, ein Zertifikat zu kaufen.<sup>9</sup> Jeder potenzielle Käufer sollte seinen Bankberater nach einem Pay-off-

---

<sup>9</sup> Das Pay-Off Diagramm kann nur ein erster Schritt zum Verständnis des Produkts sein, wie das Beispiel eines (scheinbar) simplen Call-Optionsschein auf den DAX mit einem (scheinbar) simplen Pay-Off Diagramm zeigt. In Internet-Foren sind manche Anleger völlig entsetzt, warum der Kurs ihres gerade erworbenen Optionsscheins fällt, obwohl der DAX steigt. Die implizite Volatilität war gesunken und hatte den Kurs des Optionsscheins nach unten getrieben – was jeder weiß, der die Black-Scholes Formel zum Bewerten von Optionen gut verstanden hat.

Diagramm fragen, sich aber nicht wundern, wenn es keines gibt.

Vor zwei Kandidaten, den Garantie- und den Bonuszertifikaten, sei an dieser Stelle ausdrücklich gewarnt. Erstere sind oft windige Konstrukte, deren Garantiebedingungen nicht immer transparent sind. Letztere gaukeln dem Anleger einen fast sicheren Bonus vor. Gewinner der Zockerpapiere sind die Banken, die an komplexen Produkten kräftig verdienen.

Grundsätzlich gilt, dass es sinnvoller ist, einfache Produkte, die man verstehen kann, zu kaufen, als komplexe, bei denen man hofft reich zu werden, ohne letztendlich zu wissen, wie das wahre Risiko-Chancen-Verhältnis aussieht.<sup>10</sup>

### **13 Es ist nicht solide, Kunden über Markterwartungen zu befragen**

„Wie entwickelt sich die Börse im nächsten Monat?“ Diese Frage des Bankers an seinen Kunden ist nicht solide, weil ja nur ein Hellseher die Zukunft vorhersagen könnte – nicht aber der Bankverkäufer oder gar der

---

<sup>10</sup> Man könnte z.B. fordern, dass eine Bank bzw. ein Finanzdienstleister nur solche komplexen Produkte verkaufen darf, die Personen mit guter finanzieller Bildung (z.B. Aufsichtsräte der Bank oder Mitarbeiter der Kreditabteilung der Bank) in kürzerer Zeit vernünftig erklären können: Sind sie in der Lage, das Pay-Off Diagramm zu zeichnen? Können sie vielleicht noch Aussagen zu Wahrscheinlichkeiten treffen?

Anleger.<sup>11</sup> Wie auch sollten Verkäufer oder Anleger mehr über die Zins- oder Wechselkursentwicklung wissen, als der Markt es mit seinen effizienten Preisen widerspiegelt? Prinzipiell sollte Beratung auf dem Konzept effizienter Märkte beruhen. Dem Anleger müsste verdeutlicht werden, dass der heutige Preis (Kurs) der beste Prädiktor für die zukünftige Entwicklung ist. Wenn ein Anleger sagt: „Ich glaube, dass der DAX in den nächsten 6 Monaten rund 20% verliert“, er also eine schwache Börse erwartet, wäre es richtig, ihm zu erläutern, dass der Markt keine negative Rendite erwarten kann.

An diesem Punkt stellt sich die Frage, ob Anlagegespräche ohne Erwartungen und Prognosen auskommen können. Alleine schon meine Erfahrung im Umgang mit Anlegern und Freunden zeigt, dass dies ein schwieriges Unterfangen ist. Nicht in Ordnung ist es jedoch, wenn fehlerhafte bzw. nicht rationale Erwartungen der Anleger ausgenutzt werden, um Produkte zu verkaufen. Ein Beispiel: „Daimler steht heute bei 29 Euro (Kurs am 30.3.2009), da kann es doch nur noch aufwärts gehen, gerade jetzt wo die neue E-Klasse rauskommt“, formuliert der Berater – solche Argumente sind Kaffeesatzleserei und keine seriöse Beratung.

---

<sup>11</sup> Es sei daran erinnert, dass Banken zur Zeit ihre Eigenhandelsabteilungen verkleinern, weil diese zu wenig Geld verdienen...

#### **14 Der Berater darf nur Produkte empfehlen, die für den Anleger optimal sein können**

Die Forderung, dass ein Berater nur Produkte empfehlen darf, die für den Anleger optimal sein können, hört sich vernünftig und fast schon zu selbstverständlich an. Ein paar Beispiele zeigen jedoch, dass die Erfüllung dieses Kriteriums zwiespältig und einschränkend sein kann: Es gab ein objektiv gutes Produkt einer Fondsgesellschaft, das sich nicht verkaufte, weil die Provisionen für den Vertrieb zu gering waren. Erst als man dessen Vergütung deutlich erhöhte, und damit das Produkt für den Anleger deutlich unattraktiver wurde, verkaufte sich das Produkt hervorragend.

Oder: Einem normalen risikoscheuen Anleger wird ein komplexes Zertifikat zum Kauf angeboten. Das Zertifikat ist im Wesentlichen so konstruiert, dass es den Anleger an der Wertentwicklung der zugrundeliegenden Aktie beteiligt: entwickelt sich die Aktie mittelmäßig oder gut, erhält der Anleger einen konstanten, relativ hohen Zins, bei größeren Verlusten der Aktie wird die negative Wertentwicklung der Aktien abgebildet. Eine solche Anlage ist nur für Anleger mit ganz komischen Risikopräferenzen optimal: man darf das Risiko großer Verluste nicht scheuen und dafür im Gewinnbereich lieber mit dem Durchschnitt zufrieden sein. Anders gesagt: Auf die Pa-

ckung dieses Produkts gehört der Hinweis: „Optimal nur für Anleger mit komischen Präferenzen.“

Vor dem Hintergrund dieser Beispiele gilt: Es dürfen keine Produkte verkauft werden, die durch andere Produkte dominiert werden. Ein Produkt dominiert seinen Konkurrenten, wenn es dem Anleger für jede mögliche Entwicklung der Zukunft einen höheren Gewinn ermöglicht. Obiges Produkt der Fondgesellschaft, das ein oder andere Zertifikat oder der ein oder andere Indexfonds fallen in diese Kategorie.

Weiterhin muss bei undurchsichtigen Anlagealternativen offengelegt werden, für welche Risikopräferenzen die Alternative überhaupt optimal sein kann.<sup>12</sup>

Diese letzte Forderung lässt sich mit der Forderung der MiFID nach Erhebung der Risikoeinstellung des Anlegers verknüpfen. Die gemäß MiFID erhobene Risikoeinstellung des Anlegers muss direkt mit dem zu verkaufenden Produkt in Zusammenhang und Einklang gebracht werden. Heute dient die Messung der Risikoeinstellung im Wesentlichen dazu, die Produktklasse festzulegen, in die investiert werden soll. Das ist nicht ausreichend. Es muss vielmehr vorab sichergestellt werden, dass ein bestimmtes Produkt, wie ein komplexes Zertifikat, für die geäußerte Risikoeinstellung überhaupt optimal sein kann.

---

<sup>12</sup> Es ist mir bewusst, dass diese Forderung im Portfoliokontext differenzierter formuliert werden muss – hier soll die prinzipielle Idee zur Diskussion gestellt werden.

## 5 Fazit

Über jeder Anlageberatung schwebt der Anreizkonflikt: Das Geld, das der Verkäufer einnimmt, fehlt dem Anleger. Eine wenig transparente, provisionsbasierte Beratung bringt starke Anreizprobleme mit sich: Es ist schon überfraulich, wenn eine Beraterin ihrem Kunden genau das Produkt empfiehlt, bei dem sie wenig, und er viel verdient. Ein fixes Honorar oder eine vom Vermögen abhängige all-in-fee-Honorierung sind alternative Modelle, die zu empfehlen sind. Darüber hinaus werden neue Formen – die in anderen Dienstleistungsbranchen längst üblich sind – entstehen: Luxusberatung, Normalberatung versus Sparberatung, ...

Auch der Anleger selbst ist gefragt: Er darf keine unrealistischen Erwartungen an eine Beratung haben. Er sollte sich über seine Spar- und Konsumwünsche Gedanken machen und vor diesem Hintergrund *seine eigene* Entscheidung treffen. Die Altersvorsorge ist so wichtig, dass man sich selbst intensiv damit auseinandersetzen muss. Für Anleger ist es unabdingbar, die Grundwahrheiten des Marktes zu verstehen und zu akzeptieren. Wer jedoch immer noch meint, dass er die Zukunft voraussagen kann, dass das Geld auf der Straße liegt, dass er den Markt schlagen kann und dass die Finanzbranche gerade ihm ein Produkt verkauft, an dem er besonders viel

verdienen kann – ja, der sollte vielleicht doch besser seinen Partner, die Eltern oder die Kinder für sich entscheiden lassen.

An dieser Stelle stellt sich die Frage nach der Rolle des Staates. Zunächst muss er Sorge dafür tragen, dass das Finanzmarktwissen der Bevölkerung ausreichend ist. Das beginnt mit der Vermittlung von Grundwissen in der Schule bis zur Förderung der Weiterbildung für Erwachsene. Mehr Finanzmarktwissen der Anleger ist ein Schritt in die richtige Richtung.

Darüber hinaus aber müssen Anlageberatung und -produkte besser überwacht und gegebenenfalls zertifiziert werden. Es wäre zum Beispiel sinnvoll, Produkte anhand objektiver Kriterien – wie sie hier vorgestellt worden sind – zu analysieren. Intransparente Zertifikate oder überteuerte Lebensversicherungen könnten auf diesem Wege entlarvt und als „spekulativ“ oder „auf den Profit des Verkäufers ausgerichtet“ gekennzeichnet werden. Getreu dem Motto „Rauchen ist tödlich“ hieße es dann: „Dieses Produkt ist gefährlich für Ihr Vermögen!“ Diese Erkenntnis hat sich noch nicht durchgesetzt: Deutschland ist das Land der Zertifikate, während diese Papiere in den USA, dem Land der unbegrenzten Möglichkeiten, wegen gesetzlicher Regulierungen praktisch nicht verkauft werden.

Ein freier Bürger soll eine freie Anlageentscheidung treffen können, aber nicht auf Kosten der Allgemeinheit. Daraus folgt unmittelbar, dass Produkte nicht staatlich gefördert werden sollten (z.B. im Rahmen einer Riester-Förderung), wenn sie zu teuer oder zu intransparent sind. Die Finanzaufsicht und insbesondere die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) könnten aufgewertet und auch inhaltlich in die Prüfung der Anlageprodukte einbezogen werden. Es wird notwendig sein, dass Anlagealternativen zur Grundversorgung der Bevölkerung als geeignet gekennzeichnet, d.h. zertifiziert, werden. Wenn die Finanzdienstleistungsbranche zu wenige optimale Anlageprodukte für die Bürger anbieten kann oder will, falls der

Markt also versagt, muss der Staat eingreifen und selbst entsprechende Produkte kreieren.

Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Weber entwickelte den vorliegenden Anlage-Kodex vor dem Hintergrund seiner Forschungs- und Lehrtätigkeit im Bereich der Finanzwirtschaft sowie seiner zahlreichen Vortrags- und Lehrveranstaltungen für Praktiker. Er ist Mitautor des Anlageratgebers „Genial einfach investieren“ (Campus-Verlag 2007) und Initiator des DWS-Fonds „ARERO - der Weltfonds“, der sich zum Ziel gesetzt hat, eine breitdiversifizierte, faire und kostengünstige Anlagealternative zu bieten.

## 6 Checkliste für Anleger

### **These 1: Beratung hat anhand eines wohldefinierten Konzepts zu erfolgen.**

- Ist Ihnen klar, bei welchem Teil des gesamten Anlageproblems Ihr Berater Sie unterstützen möchte und bei welchem nicht?
- Wird die Erhebung der benötigten Daten so vorgenommen, dass Sie nicht überfordert sind?
- Wird eine Risikoanalyse bezüglich Ihres Vermögens durchgeführt? Wird untersucht, welche kritischen Ereignisse in der Zukunft Ihr Vermögen bzw. Ihre Altersvorsorge beeinflussen können?

### **These 2: Das Beratungskonzept soll wissenschaftliche Erkenntnisse aufgreifen.**

- Äußert Ihr Berater eine eigene Meinung über die Entwicklung der Märkte? - schlecht
- Rät Ihr Berater Ihnen vom Kauf einzelner Aktien ab? - gut
- Macht Ihr Berater Ihnen klar, dass Sie den Markt nicht schlagen können, und dass vernünftige Diversifikation einer der wichtigsten Aspekte des Anlageerfolgs ist? - gut
- Die ökonomische Theorie kennt nur sehr wenige Anlässe, eine Anlage zu verkaufen (z.B. wenn man Geld braucht). Rät Ihnen der Berater von Zeit zu Zeit zum Handeln, d.h. Umschichten des Portfolios? - schlecht

### **These 3: Der Berater sollte Theorie und Empirie der Finanzmärkte kennen und das Beratungskonzept verstehen und erklären können.**

- Nimmt Ihr Berater an systematischen Schulungsprogrammen teil? Wie ist er ausgebildet?
- Wann hat Ihr Berater zuletzt eine Fortbildungsveranstaltung besucht? Von wem wurde diese durchgeführt? Hat es eine Abschlussprüfung gegeben?

**These 4: Spar-, Konsum- und Risikoeinstellung des Anlegers müssen valide und passend zum Beratungskonzept erhoben werden.**

- Sind Sie überzeugt, dass die vom Berater erhobenen Spar- und Ausgabenpläne Ihre wirklichen Ziele und Wünsche widerspiegeln?
- Wurden Ihnen bei der Messung Ihrer Risikoeinstellung nur Fragen aus dem finanzwirtschaftlichen Bereich gestellt? Oder fragte man Sie auch nach Ihren Vorlieben im Sport?
- Wurden die Auswirkungen Ihrer Risikoeinstellung auf Ihre Anlageentscheidungen mit Hilfe von Simulationen verdeutlicht?

**These 5: Die Financial Literacy des Anlegers sollte zum Beratungskonzept passen und umgekehrt.**

- Haben Sie (oder Ihr Berater) einmal Ihre Financial Literacy erhoben?
- Ist Ihr Beratungskonzept an Ihr finanzwirtschaftliches Wissen angepasst?

**These 6: Erkenntnisse der Behavioral Finance Forschung müssen in die Beratung einfließen.**

- Macht Sie Ihr Berater auf psychologische Fallen, zum Beispiel im Rahmen von Fragetechniken, aufmerksam? Oder nutzt er sie gar aus, um mehr zu verkaufen?

**These 7: Die Zweit- und Drittberatung sollen Ergebnisse der Erstberatung berücksichtigen.**

- Werden die Beratungen regelmäßig wiederholt? Wird dabei ein Soll-Ist-Vergleich mit den zuvor definierten Eckpunkten vorgenommen?
- Wird Ihre Risikoeinstellung wiederholt erhoben?
- Kennen Sie die Meilensteine der Entwicklung Ihres Vermögens und besprechen Sie diese regelmäßig mit dem Berater?

**These 8: Die Vergütungsstruktur und weitere Abhängigkeiten des Beraters müssen offengelegt werden.**

- Kennen Sie die Anreizstruktur Ihres Beraters (Vergütung, Beförderung, Vorgaben aus der Zentrale)?
- Wissen Sie welche Produkte Ihnen warum angeboten werden? Ist diese Auswahl stimmig begründet?
- Wie reagiert Ihr Berater, wenn Sie ihm vorschlagen, einen Exchange Traded Fund zu kaufen?<sup>13</sup>

**These 9: Der Berater muss klar machen, aus welchem Produktuniversum er Anlagemöglichkeiten empfiehlt.**

- Wissen Sie, warum Ihnen welche Produkte empfohlen werden?

**These 10: Ertrag und Risiko müssen transparent sein.**

- Wird Ihnen das Risiko der empfohlenen Anlage in einer der vorgeschlagenen Formen transparent gemacht?
- Wird Ihnen verdeutlicht, warum Sie für die erwartete Rendite gerade dieses Risiko tragen müssen?
- Wird Ihnen eine Benchmark (ein bekanntes Produkt mit ähnlichem Risiko) genannt?
- Haben Sie bei längerfristigen Anlagen über den Effekt der erwarteten Inflation gesprochen?
- Besitzen Sie ein Garantie- (Bonus-, usw.) Zertifikat? Können Sie genau sagen, wann die Garantie (bzw. der Bonus) nicht gezahlt wird? Wie wahrscheinlich ist das?

---

<sup>13</sup> ETFs werden heute als sinnvolle Basisanlage angesehen. Sehr viele Leute, die sich wirklich auskennen, investieren darin. ETFs sind kostengünstig und zahlen in aller Regel keine Provision an den Berater oder seinen Arbeitgeber. Analoges gilt auch für ARERO - Der Weltfonds.

**These 11: Die Gebühren der Produkte müssen verständlich offen gelegt werden.**

- Kennen Sie die offenen und versteckten Gebühren Ihrer Anlage?
- Wenn Sie € 10.000 investieren – wie viel zahlen Sie in 5 Jahren an Gebühren? Wie viel davon erhält Ihr Berater?

**These 12: Der Berater darf nur Produkte empfehlen, die man verstehen kann.**

- Können Sie einem Freund die Produkte erläutern, die Sie in Ihrem Portfolio haben?
- Wovon hängt die Wertentwicklung dieser Produkte ab?
- Falls Sie komplexe Produkte besitzen, haben Sie deren Pay-Off Diagramm gesehen und verstanden?

**These 13: Es ist nicht solide, Kunden über Markterwartungen zu befragen.**

- Haben Sie sich in letzter Zeit mit Ihrem Berater über zukünftige Zins-, Wechselkurs- oder Aktienkursentwicklungen unterhalten? Falls ja, wie gehen diese Erwartungen in den Kauf- bzw. Verkauf von Produkten ein?
- Glauben Sie eine Vorstellung zu haben, wie sich Märkte entwickeln?

**These 14: Der Berater darf nur Produkte empfehlen, die für den Anleger optimal sein können.**

- Haben Sie Zertifikate und verstehen genau, wann diese welche Erträge abwerfen?
- Verstehen Sie, wie der Preis des Zertifikats bestimmt wird?
- Ist Ihnen der Zusammenhang zwischen Ihrer Risikoeinstellung und den Anlageprodukten transparent gemacht worden?

## Wir über uns

Die neue Forschungsrichtung des Behavioral Finance greift Erkenntnisse aus der Psychologie auf, um das Anlegerverhalten und andere Phänomene in den Kapitalmärkten zu erklären. Die Behavioral Finance Group hat es sich neben ihrer Forschung zur Aufgabe gemacht, diese neu-

en Ergebnisse in die Praxis zu tragen und dadurch eine für beide Seiten fruchtbare Zusammenarbeit anzustoßen. Dabei sollen insbesondere die Implikationen und Chancen für die Praxis, die sich aus diesen Forschungsergebnissen ergeben, herausgearbeitet und betont werden.



Prof. Dr. Dr. h.c. Martin Weber



Unser Team besteht aus Mitarbeitern des Lehrstuhls für ABWL, Finanzwirtschaft insbesondere Bankbetriebslehre sowie des Institute of Banking and Finance an der Universität Mannheim, und freut sich auf eine Zusammenarbeit.

Bei Fragen wenden Sie sich bitte an das Sekretariat unter der Rufnummer 0621/181-1532. Außerdem finden Sie uns im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.behavioral-finance.de>

Unsere Postanschrift:  
Behavioral Finance Group  
Mannheim  
Universität Mannheim  
Lehrstuhl für Bankbetriebslehre  
L 5,2  
68131 Mannheim

## Veröffentlichungen

Bisher sind in der Reihe „**Forschung für die Praxis**“ folgende Bände erschienen:

- Band 0: Behavioral Finance  
Idee und Überblick  
M. Weber & Behavioral Finance Group
- Band 1: Aktienhandel und Behavioral Finance  
Reichtum durch Momentum und Zyklen!  
D. Schiereck, M. Weber
- Band 2: Overconfidence  
Schätzen Anleger ihre Kenntnisse falsch ein?  
A. Laschke, M. Weber
- Band 3: Der Dispositionseffekt  
Vom merkwürdigen Charme der Verlierer  
F. Vossmann, M. Weber
- Band 4: Risikowahrnehmung  
Wie Anleger unsichere Renditen einschätzen  
N. Siebenmorgen, M. Weber
- Band 5: Eins plus eins ist mehr als zwei  
Die Bedeutung von Splitting-Effekten für die Finanzmärkte  
T. Langer, M. Weber
- Band 6: Der Winner's Curse  
Gewonnen und doch verloren!  
E. B. Kramer, M. Weber
- Band 7: Über- und Unterreaktion von Finanzanalysten  
G. Löffler, M. Weber
- Band 8: Momentum-Investment  
Erträge aus dem Kauf von Gewinnern und dem Verkauf von Verlierern  
H. Zuchel, M. Weber
- Band 9: Bleibe im Lande und rentiere dich kläglich:  
Der Home Bias  
D. Schiereck, M. Weber

- Band 10: Das Equity Premium Puzzle  
Lässt sich mit Aktien in Zukunft „zu viel“ Geld verdienen?  
A. Klos, M. Weber
- Band 11: Reich mit Value-Strategien?  
Überblick über empirische Ergebnisse und die Erklärung des Anlageerfolgs  
M. Glaser, M. Weber
- Band 12: Rationales und irrationales Herdenverhalten  
Sind Schafe klüger?  
M. Nöth, M. Weber
- Band 13: Der Cost-Average-Effekt  
Mehr Rendite mit System?  
T. Langer, M. Weber
- Band 14: Auktionen  
Zu viel oder zu wenig geboten?  
V. Grimm, U. Schmidt, M. Weber
- Band 15: Das Anlageverhalten von Discount-Broker-Kunden  
M. Glaser, M. Weber
- Band 16: Investition in Small und Mid Caps: Size- oder Diversifikationseffekt?  
S. Borgsen, M. Glaser, M. Weber
- Band 17: Anlegen mit fundierter Diversifikation  
Auf der Suche nach dem bestmöglichen „Weltportfolio“  
H. Jacobs, S. Müller, M. Weber
- Band 18: Einmal Lotteriespieler – Immer Aktienzocker?  
Einflussfaktoren auf das Risikoverhalten von Privatanlegern  
C. Kaufmann, A. Nasic, M. Weber
- Band 19: Kodex zur Anlageberatung  
Gute Sitten und optimale Entscheidungen  
M. Weber

Weitere Bände sind in Vorbereitung. Ein Band kostet 15 Euro. Bestellungen sind möglich im Internet (<http://www.behavioral-finance.de>) oder unter unten stehender Adresse. Auf Wunsch schicken wir Ihnen regelmäßig die neu erscheinenden Bände zu.