

Veränderte Muster im Private Banking

ANLAGEVERHALTEN Die vergangenen drei Jahre waren für vermögende Anleger in Deutschland ein Wechselbad der Gefühle. Dies blieb nicht ohne Auswirkungen auf deren Anlageverhalten. Eine aktuelle Studie der LGT Bank in Zusammenarbeit mit dem Lehrstuhl für Asset Management an der Johannes Kepler Universität in Linz ermittelt Handlungsbedarf in wichtigen Feldern. *Teodoro Cocca | Roland Schubert*

Keywords: Asset Allocation, Vermögende Privatkunden, Anlegertypologie

Im Frühjahr wurden 332 vermögende Privatkunden mit einem frei verfügbaren Anlagevermögen von über 500.000 € in Deutschland, Österreich und der Schweiz zu ihrem Anlageverhalten sowie zu ihren Erwartungen an die Banken befragt. Im Lichte der Finanzmarktkrise war ein Befund besonders beachtlich: Die Beobachtung, dass die Anzahl der Selbstentscheider tendenziell zunimmt. Besonders ausgeprägt ist dieser Trend in Deutschland. 63 % der Befragten gaben hier an, ihre Vermögensplanung selbst aktiv gestalten zu wollen. Als Reaktion auf die Finanzkrise denken vermögende Privatkunden offenbar weniger an einen Wechsel der Bank als vielmehr daran, ihr Vermögensmanagement künftig stärker selbst in die Hand zu nehmen. Freilich zeigt die Studie, dass dem großen Selbstbewusstsein der Anleger in manchen Feldern noch Defizite gegenüber stehen.

Achillesferse strategische Asset Allocation

Ein Beispiel hierfür ist die Aufteilung des Vermögens auf unterschiedliche Anlageklassen. ► 1 zeigt das durchschnittliche Vermögensportfolio, das sich aus der Aggregation der Einzelportfolios der Befragten ergibt.

Berücksichtigt man die tatsächlich investierten Vermögenswerte ohne Cash-Anteile, so fällt auf, dass die Aktienquote mit 45 % die bedeutendste Anlageklasse ist, gefolgt von Rohstoffen oder Edelmetallen wie insbesondere Gold (23 %) und Anleihen (17 %). Gemessen am Volumenanteil im Portfolio spielen Derivate und Alternative Anlagen eine untergeordnete

Sicherheit überwiegen weiterhin offensiv und stärker risikobehaftet ausgerichtete Anlageklassen das durchschnittliche Portfolio. Aktien und Rohstoffinvestments machen fast 50 % des Vermögensbestandes aus.

Bei der Aufschlüsselung des Vermögensportfolios nach geografischen Gesichtspunkten ist zudem die aus der wissen-

Komplexe Anlageprodukte zählen zu den Verlierern der Finanzkrise. Entsprechende Investments wurden abgestoßen. Über die Hälfte der Anleger will diese auch künftig meiden.

Rolle. Allerdings ist deren Nutzung weit aus häufiger als in anderen Kundensegmenten. Betrachtet man die Vermögensaufteilung unter Einbeziehung des Cash-Anteils so wird deutlich, dass sehr viel Geld in liquider Form auf Bankkonten geparkt wurde. Hierbei kommt die grundsätzliche Risikoaversion der Anleger zum Ausdruck, die sich als Folge der Finanzkrise ausgebreitet hat.

Wie die Studienresultate ebenfalls zeigen, lässt sich bei der klassischen Private-Banking-Klientel eine deutlich breitere Diversifikation feststellen als etwa bei Erhebungen, welche das Retail-Banking-Segment untersuchen. Allerdings sind systematische Unstimmigkeiten erkennbar: Trotz der in einem hohen Cash-Anteil zum Ausdruck kommenden Flucht in die

schaftlichen Forschung bekannte Neigung sichtbar geworden, den Heimatmarkt zu favorisieren. Ungefähr zwei Drittel der Anlagevermögen werden im Heimatmarkt investiert, was einem erheblichen Klumpenrisiko gleichkommt. Überraschenderweise ist die Heimatmarkt-Orientierung im Private-Banking-Kundensegment praktisch gleich ausgeprägt wie im Retail Banking.

Im Ergebnis scheint die Vermögensaufteilung vieler vermögender Privatkunden eher zufällig, intuitiv und teilweise angstgetrieben. Dies kann zwei Gründe haben. Entweder ist ein vernünftiger strategischer Rahmen für die Geldanlage, also eine strategische Asset Allocation, nicht wirklich vorhanden. Oder aber: Sie existiert und der Kunde tut sich schwer da-

mit, auch in turbulenten Zeiten diszipliniert daran festzuhalten. In beiden Fällen scheint der Anleger jedoch überfordert und bedarf der professionellen Beratung durch eine Bank. Mit Blick auf die strategische Asset Allocation ist das Zusammenspiel zwischen Bank und Kunde besonders wichtig. Denn sie stellt gewissermaßen das Fundament einer effizienten Geldanlage dar und ist für mehr als 80 % des Anlageerfolgs verantwortlich.

Defizite im taktischen Bereich

Die Finanzkrise hat die privaten Anleger erheblich beeinflusst. Die starken Kurschwankungen haben zu erkennbaren Anpassungen und Veränderungen im Portfolio der befragten Anleger geführt. ► 2 verdeutlicht, dass in Summe die größten Umschichtungen weg von Derivaten, Aktien, Alternativen Anlagen und Anlagefonds hin zu Rohstoffen oder Edelmetallen, Cash und weiteren Vermögenswerten (Lebensversicherungen, Immobilien, Unternehmensbeteiligungen und Sachanlagen) erfolgten. Beispielsweise erhöhten 48 % der Befragten ihre Anlagen in Rohstoffe, während 31 % ihre Anlagen in Aktien reduzierten. Hinzugefügt werden muss, dass zwar ein großer Teil der Befragten den Aktienanteil reduzierte, aber auch ein beachtlicher Teil der Anleger den Aktienanteil im Zuge der Krise erhöht hat (23 %). 21 % der Befragten haben hingegen überhaupt keine Umschichtungen vorgenommen.

Eine Krise sollte der Grund sein, taktische Veränderungen in der Asset Allocation vorzunehmen. Das Verhalten der Anleger während der Finanzmarktkrise offenbart allerdings ein eher unsystematisches Reagieren auf die Entwicklung an den Märkten. Viele Anleger verfielen in Attentismus, also in eine lähmende Haltung des Abwartens angesichts unsicherer Rahmenbedingungen. In Deutschland war der Anteil dieser Gruppe mit 29 % besonders hoch. Wiederum andere – immerhin 38 % – erhöhten den Cash-Anteil in

ihren Portfolios und vergaben die Chance, von der anschließenden kräftigen Erholung an den Aktienmärkten zu profitieren. Vermehrt aufgestockt wurden darüber hinaus scheinbar sichere Anlagen wie zum Beispiel Gold, Schmuck oder Kunst. Komplexe Anlageprodukte hingegen zählen zu den Verlierern der Finanzkrise. Entsprechende Investments wurden abgestoßen. Über die Hälfte der Anleger will diese auch künftig meiden.

Natürlich können all diese Umschichtungen im Einzelfall mitunter sinnvoll erscheinen und anzuraten sein. Dennoch lassen die Studienergebnisse die Vermutung zu, dass die Reaktionen der Anleger nicht einem taktischen Kalkül, sondern überwiegend dem Gefühl von Unsicherheit, gar Panik geschuldet sind. Für diese Annahme spricht auch die Tatsache, dass ein Drittel aller Befragten angab, in der Krise Angst um das Vermögen gehabt zu haben.

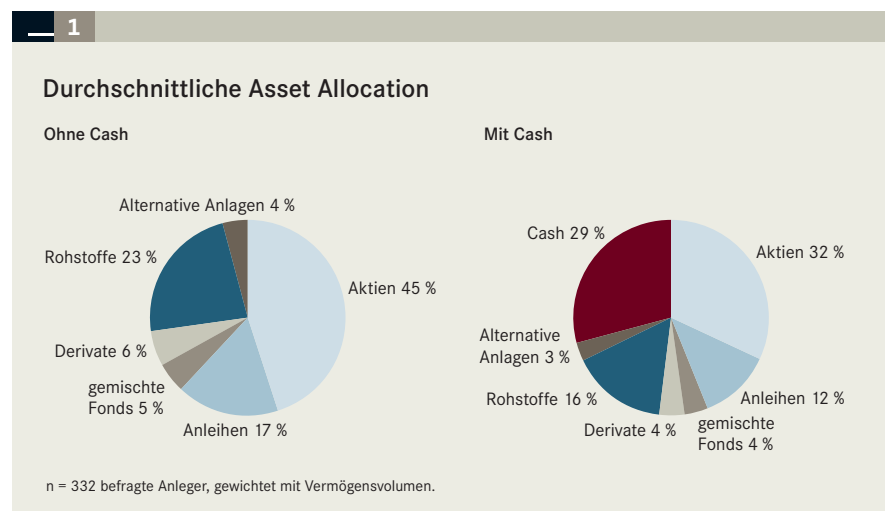
Hoher Aufklärungsbedarf bei Risikoverständnis

Der richtige Umgang mit dem Risiko zählt zu den entscheidenden Erfolgskriterien in der Kapitalanlage. Zentrale Voraussetzung für die Vermögensplanung ist die Klärung des eigenen Risikoverständnisses durch den Anleger und eine darauf abgestimmte, schlüssige Allokation. Ge-

rade hier offenbart die Studie jedoch Schwächen bei vermögenden Privatanlegern, die im Zusammenspiel zwischen Bank und Kunde nach Möglichkeit beseitigt werden sollten.

Wie die Studie zeigt, ist die Risikofreude von Private-Banking-Kunden nicht besonders stark ausgeprägt und liegt in etwa auf dem Niveau der Retail-Kunden. Lediglich 22 % der vermögenden Privatkunden in Deutschland schätzen sich selbst als risikofreudig ein. 78 % hingegen stuften sich als risikoneutral bis risikoabhängig ein. Dennoch dominieren risiko-behaftete Assets. Risikoneigung und tatsächliches Anlageverhalten fallen also ein gutes Stück weit auseinander. Dies bestätigt auch ein weiteres Ergebnis der Studie. Danach liegt die Verlusttoleranz deutscher Anleger, also die maximale Höhe eines Kursverlustes bei Aktienanlagen, die ein Anleger hinzunehmen bereit ist, bei durchschnittlich 20 %. Dieser Befund allerdings deckt sich nicht ganz mit der Einschätzung der eigenen Risikoneigung.

Diese Inkonsistenz ist besorgniserregend und zeigt großen Handlungsbedarf hinsichtlich einer sachgerechten Beratung. Konkret bedeutet dies, dass sich die Berater für Zeit nehmen müssen. Sie dürfen sich mit einfachen Antworten ihrer Kunden nicht zufrieden geben, sondern



müssen den Versuch unternehmen, die subjektive Sicht der Kunden durch objektive Kriterien zu plausibilisieren. Dabei ist es wichtig, das Risikoverständnis des Kunden in einen Zusammenhang mit dessen Verlusttoleranz, Verlusterfahrung und seinem Wissen zu bringen. Schließlich muss auch die Risikotragfähigkeit des Kunden in die Gesamt-Risikoanalyse einbezogen werden. Nur so lässt sich ein adäquater Umgang mit dem Risiko der Kapitalanlage sicherstellen.

Korrelation zwischen Risiko, Wissen und Rationalität

Verhaltensorientierte Analysen der Anlagemuster von Investoren werden in Wissenschaft und Praxis immer wichtiger und haben Eingang in das Forschungsfeld

der Behavioral Finance gefunden. Aus diesem Grund widmet sich die vorliegende Untersuchung der speziellen Erkennung solcher Verhaltensmerkmale. Auf Basis eines umfangreichen Sets an Fragen, das bereits in vielen wissenschaftlichen Arbeiten verwendet wurde, unter-

Einflüsse in seinen Einschätzungen eine Rolle spielen. Die Antworten auf diese Fragen wurden zu einem aggregierten Behavioral Finance Score addiert. Ein hoher Score-Wert zeigt ein typisches irrationales Verhalten an, ein tiefer Score-Wert ein untypisches rationales Verhalten.

Die Vermögensaufteilung vieler Privat-Banking-Kunden scheint eher zufällig, intuitiv und teilweise angstgetrieben.

suchte die Studie solche Verhaltensmerkmale erstmals bei Private-Banking-Kunden aus verschiedenen Ländern.

Anhand dieser Fragen kann gezeigt werden, wie rational sich der Befragte verhält oder wie stark psychologische

Dem Aspekt der Rationalität werden die Wissenseinstufung und die Risikobereitschaft gegenübergestellt. Dabei wird untersucht, welche Korrelationen bestehen. Die Studie kam hier zu folgenden Ergebnissen:

- Zwischen Risikobereitschaft und Wissensniveau resultiert ein positiver Zusammenhang. Das heißt, eine hohe Risikobereitschaft geht einher mit einem hohen Wissensniveau. Da es sich beim Wissensniveau um eine Selbsteinschätzung handelt, könnten diese Resultate ein weiterer Beleg für die These der Selbstüberschätzung vieler Anleger sein.
- Zwischen Wissensniveau und Rationalität konnte ein moderater negativer Zusammenhang festgestellt werden. Daraus folgt, dass ein hohes Wissensniveau oft mit einer geringen Rationalität einhergeht.
- Kein Zusammenhang erkennbar war zwischen Risikobereitschaft und Rationalität. Eine hohe oder geringe Risikobereitschaft ist also unabhängig vom Grad der Rationalität, die ein Anleger bei seinen Entscheidungen walten lässt.

2				
Aufstockung und Abbau von Positionen - in %				
	Abbau	Position unverändert	Aufstockung	n*
Rohstoffe	5	47	48	197
Cash	9	53	38	309
Weitere Vermögenswerte	6	64	30	254
Anleihen	20	55	25	233
Aktien	31	46	23	268
Anlagefonds	23	57	20	245
Alternative Anlagen	29	58	13	147
Derivate	32	59	9	176

* Befragte Anleger, die die jeweilige Anlage hielten.

3		
Verhaltenstypen nach Geschlecht - in %		
	Männer (n = 250)	Frauen (n = 82)
Realistische Skeptiker	41	48
Kompetent Abwägende	22	27
Sich überschätzende Risikofreudige	37	25

n = Befragte Anleger.

Was beeinflusst die Risikobereitschaft?

Mit welchen soziodemografischen Faktoren steht Risikobereitschaft in einem engen Zusammenhang? Zur Beantwortung dieser Frage wurde in einem Multifaktor-Modell untersucht, welche Beziehung zwischen der abhängigen Variable Risiko und den unabhängigen Variablen resul-

tiert. Risiko wird hierbei über die Risikoeinstufung der Befragten modelliert. Als Ergebnis lässt sich feststellen, dass eine höhere Risikobereitschaft bei Schweizern, Befragten mittleren Alters und mit mittlerem Vermögen sowie bei Männern und Unternehmern zu beobachten ist. Umgekehrt ist eine geringe Risikobereitschaft bei Deutschen, Österreichern, Frauen, Nicht-Unternehmern und Befragten mit sehr hohem Vermögen (über 4 Mio €) zu beobachten. Zudem hatten die im Rahmen der Finanzkrise erfahrene Verunsicherung und der Vertrauensverlust eine Senkung der Risikobereitschaft zur Folge. In gleicher Weise wirken auch das Misstrauen und die Kritik gegenüber Banken: Je ausgeprägter diese ist, desto geringer ist die Risikobereitschaft.

Wie in anderen Studien bestätigen sich auch hier Geschlechterunterschiede, also unterschiedlich starke Risikoneigungen bei Männern und Frauen. Dass unternehmerisch tätige Anleger eine höhere Risikoneigung aufweisen ist nicht verwunderlich. Erklären lässt sich dies mit der Bestätigung des eigenen Handelns und der Erfahrung, dass eingegangenes Risiko sich gelohnt hat. Das Ergebnis kann aber auch durch Selbstselektion erklärt werden: Je risikofreudiger jemand ist, desto eher wird er unternehmerisch aktiv.

Die Risikofreudigkeit hängt offenbar auch mit der Höhe des Vermögens zusammen. Während sehr wohlhabende Anleger primär auf Werterhalt setzen, sind Private-Banking-Kunden mit mittlerem Vermögen (1 Mio bis 4 Mio €) risikofreudiger. Sie streben offensichtlich nach mehr Ertrag und gewichten das Verlustrisiko weniger stark. Deutlich wurde zudem, dass die Finanzkrise unmissverständlich ihre Spuren in der Risikobereitschaft der Private-Banking-Kunden hinterlassen hat. Eine tiefe Verunsicherung und ein Vertrauensverlust sind die klaren Resultate dieser Krise. Die Sicherheit der Anlage stand daher für viele Anleger im Vordergrund ihrer Überlegungen.

Hoher Anteil sich überschätzender risikofreudiger Anleger

Der Behavioral-Finance-Score zusammen mit den Scores für Risikoneigung und Wissenseinstufung wurden in einem weiteren Schritt für eine Cluster-Analyse verwendet. Daraus aufbauend konnten folgende Verhaltenstypen ermittelt werden:

- Der realistische Skeptiker (42 % der Befragten) weist eine durchschnittliche Selbsteinschätzung bezüglich seines Wissens auf. Er zeigt keine überdurch-

Dem Bedürfnis der Anleger nach einer Vermögensanlage in Eigenregie steht die Gefahr einer Selbstüberschätzung gegenüber. Deren Folgen lassen sich vor allem in der strategischen Asset Allocation sowie im Umgang mit dem Risiko beobachten.

schnittliche Tendenz zu irrationalem Verhalten und eine unterdurchschnittliche Risikoneigung: Seine Verlusttoleranz liegt bei ca. 5 %.

- Der kompetent Abwägende (23 % der Befragten) zeigt eine durchschnittliche Selbsteinschätzung bezüglich seines Wissens, aber ein überdurchschnittlich gutes Abschneiden bei den Behavioral-Finance-Fragen; durchschnittliche Risikoneigung: Seine Verlusttoleranz liegt bei rund 15 %.

- Der sich selbst überschätzende Risikofreudige (35 % der Befragten) weist eine überdurchschnittliche Selbsteinschätzung bezüglich seines Wissens auf. Er zeigt Tendenzen zu irrationalem Verhalten, wie das unterdurchschnittliche Behavioral-Finance-Testergebnis belegt. Seine Risikoneigung ist überdurchschnittlich ausgeprägt und resultiert in einer Verlusttoleranz von über 25 %.

Bei Frauen überwiegt eindeutig der Verhaltenstyp des realistischen Skeptikers ► 3. Bei Männern hingegen ist der sich überschätzende Risikofreudige deutlich übervertreten. Unterscheidet man die

drei Verhaltenstypen nach Hauptbankbeziehung für die Vermögensverwaltung, dann fällt auf, dass realistische Skeptiker bei den Privatbankhäusern die absolut dominante Kundengruppe darstellen. Im Gegensatz dazu machen die sich überschätzenden Risikofreudigen bei den anderen Bankengruppen einen relativ hohen Anteil aus. Betrachtet man die Länderunterschied, so ergibt sich folgendes Bild: Der realistische Skeptiker kommt vor allem in Deutschland und Österreich vor, während in der Schweiz der sich

überschätzende Risikofreudige überdurchschnittlich oft zu finden ist.

Insgesamt zeigt die Studie, dass dem Bedürfnis der Anleger nach Gestaltung der Vermögensanlage in Eigenregie die nicht unerhebliche Gefahr einer Selbstüberschätzung gegenübersteht. Deren Folgen lassen sich vor allem in der strategischen Asset Allocation, der taktischen Steuerung sowie im Umgang mit dem Risiko beobachten. Banken müssen diese Defizite im Beratungsgespräch offen ansprechen, wenn sie den Anlageerfolg ihrer Kunden optimieren und das Vertrauensverhältnis zwischen Bank und Kunde verbessern wollen. ■

Autoren: Professor Dr. Teodoro Cocca ist ordentlicher Professor für Asset Management an der Johannes Kepler Universität in Linz und außerordentlicher Professor am Swiss Finance Institute in Zürich. Roland Schubert ist Vorsitzender der Geschäftsführung der LGT Bank Deutschland.