

## **Wir verstehen uns doch – nicht wahr!**

Psychologische Aspekte der Altersvorsorge und Anlageberatung

### *1. Vorbemerkung*

Wenn heute von Altersvorsorge geredet wird, denkt man weniger an Kinder und Kindeskinder als an das Kapital, das man während seiner Erwerbstätigkeit nicht für den unmittelbaren Lebensunterhalt benötigt, sondern für ´die Zeit danach`, also das Alter, anlegen muss. Bis vor wenigen Jahren war der Lebensunterhalt für die meisten Menschen durch Rente oder Pension mehr oder weniger gut gesichert und das gesparte Kapital stellte lediglich eine zusätzliche Rendite dar. Für die jetzt am Anfang oder in der Mitte des Erwerbslebens stehende Bevölkerung sieht die Zukunft aber fundamental anders aus: Rente und Pension werden den Lebensunterhalt nicht allein mehr abdecken, sie müssen vielmehr durch die Erträge einer möglichst früh begonnenen und möglichst optimal ausgelegten Kapitalanlage ergänzt werden. Damit wird die Anlageberatung bei Banken und Sparkassen für praktisch alle Erwerbstätigen, d.h. jeden Alters, zu einer absoluten Notwendigkeit. Aber auch in den Jahren des Ruhestandes werden die meisten nicht ohne Anlageberatung auskommen können. Dann geht es beispielsweise darum, wie das Kapital so angelegt werden kann, dass es den neuen und oft sich durch gesundheitliche Probleme verändernden Ansprüchen und Bedürfnissen entsprechend zur Verfügung steht. In diesem Beitrag wollen wir aus psychologischer Perspektive zeigen, vor welchen Problemen und Herausforderungen eine anleger- und anlagegerechte Beratung steht oder jedenfalls sehr oft stehen kann. Wir beschränken uns dabei auf die Beratung bei einer Kapitalanlage in Wertpapiere, aber die Situation dürfte kaum anders sein, wenn es um Leibrenten oder Lebensversicherungen geht.

### *2. Der Beginn einer wundersamen Freundschaft*

Ein 40 Jahre alter Lehrer, verheiratet und Vater von zwei Kindern, macht sich Gedanken über seine Altersversorgung. Er hat eine kleine Erbschaft gemacht und überlegt, wie seine Frau und er diese Erbschaft anlegen könnten. Kürzlich hatte er gehört, dass bestimmte Anlageformen durch neue Bestimmungen zur Einkommenssteuer begünstigt werden. Er vereinbart einen Termin mit einem Anlageberater seiner Bank. Der Berater stellt ihm eine Reihe von Fragen über seine Ziele und Wünsche, über seine finanzielle Lage und Sparmöglichkeiten sowie über seine Risikobereitschaft. Dann schlägt er ihm mehrere Alternativen vor, u.a. die Anlage in einem Immobilienfonds, in einem internationalen Aktienfonds, oder in Aktien der Flugzeug- und Schiffsbauindustrie. Er spricht über die Möglichkeiten, rückwirkend Steuern zu sparen sowie Verluste über mehrere Jahre zu verteilen und dadurch künftig Steuern zu sparen, über Markt- und Kursrisiken, über Ausgabeaufschläge und Gebühren und über viele wei-

tere Aspekte von Geldanlagen. Am Ende empfiehlt er den Aktienfonds. Der Lehrer ist verwirrt – allerdings auf hohem Niveau.

Solche Situationen gibt es mit zunehmender Häufigkeit. Kunden wollen geerbtes oder verdientes Geld anlegen, Berater reden von Spar- und Altersvorsorgemodellen, Renten- und Aktienfonds, von einzelnen Typen von Investmentfonds, von der Zusammensetzung von Fondsvermögen, womöglich sogar von Optionsscheinen und Futures, von steuerlichen Vor- und Nachteilen und manchem anderen. Der Kunde soll informiert werden und dann entscheiden.

Die Entdeckung von Aktien als Kapitalanlage durch das sogenannte Massenpublikum war gleichzeitig der Beginn einer wundersamen Freundschaft, der Freundschaft zwischen dem privaten Kleinanleger und seinem Anlageberater. Wie viele Freundschaften, so ist auch diese natürlich nicht immer ungetrübt, sie hat ihre Höhen und Tiefen. Wenn der Aktienkurs steigt und Gewinne gemacht werden, ist alles in Ordnung und der Anleger ist mit seiner Entscheidung zufrieden. Wenn jedoch der Kurs fällt und Verluste realisiert werden müssen, gerät die Beziehung in eine Krise, für die der Kunde gerne schlechte Beratung verantwortlich macht. Zwar haben nach dem Crash an der Börse viele Anleger aufgegeben – sei es, weil sie kein Geld mehr hatten, sei es, weil sie der Börse nicht mehr trauten –, aber noch mehr sind dabei geblieben, gehen nach wie vor zu ihrem Berater und investieren nach dem Gespräch und auf Grund des Gespräches in Wertpapiere. Viele Berater-Kunde-Beziehungen waren offenbar nicht ernsthaft gefährdet. Dies gilt sowohl für die individuelle Person des persönlichen Beraters als auch für den Berater als Institution, als Ratgeber bei der persönlichen Finanzplanung. Bis auf wenige und sehr spezifische Ausnahmen hat es keine Klagewelle von Kunden gegen die Beratung bei ihrer Bank oder Sparkasse gegeben. Dies hat zum Teil sicher seinen Grund darin, dass die Geldinstitute Beschwerden über schlechte Beratung durch Kompensationen für erlittene Verluste möglichst diskret begegnen, um Aufsehen in der Presse oder gar gerichtliche Auseinandersetzungen zu vermeiden. Doch damit allein lässt sich nicht erklären, wieso man von Beschwerden über die Beratung wenig hört. Umfragen zeigen kein tiefes Misstrauen gegenüber den Beratern. Und dies ist ein kleines Wunder. Nicht dass die Leute ein erstes Mal zur Beratung gehen, ist das Wunder, sondern dass sie ein zweites und ein drittes Mal hingehen. Um die Frage, warum das so ist, beantworten zu können, muss man sich genauer anschauen, was in der Anlageberatung passieren könnte oder sollte, und was tatsächlich passiert. Wir schauen uns im Folgenden zunächst die gesetzlichen Rahmenbedingungen an, ihre formale Umsetzung durch Banken und Sparkassen und die Erkenntnisse aus einigen Untersuchungen. Dabei werden erhebliche Diskrepanzen zwischen Soll und Ist deutlich. Wir zeigen anschließend, dass die Ansprüche und Vorgaben des Gesetzgebers tatsächlich selbst bei besten Absichten kaum erfüllbar sind, weil sie auf unrealistischen Annahmen über Kunde und Berater beruhen. Dass Beratung aber dennoch stattfindet, und dass beide Seiten – Kunde und Berater – damit mehr oder weniger zufrieden sind, dieses Wunder versuchen wir aus der spezifischen Art der Beziehung zwischen Kunde und Berater zu erklären: Es ist eine *als ob* Beziehung, in der beide so reden und handeln, *als ob* sie sich in ihrem Gespräch verstanden hätten. *Als ob* der Berater den Kunden tatsächlich aufgeklärt und der Kunde den Bera-

ter tatsächlich verstanden hätte. Im letzten Teil fragen wir, ob vielleicht alles gut so ist, wie es ist, oder ob es gute Gründe (und auch Ansatzpunkte) für Veränderungen gibt.

### 3. Der gesetzliche Rahmen

Durch das Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG)<sup>1</sup>, § 31 Absatz 1, wird das Wertpapierdienstleistungsunternehmen verpflichtet, »1. Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebendienstleistungen mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit im Interesse seiner Kunden zu erbringen, 2. sich um die Vermeidung von Interessenkonflikten zu bemühen und dafür zu sorgen, daß bei unvermeidbaren Interessenkonflikten der Kundenauftrag unter der gebotenen Wahrung des Kundeninteresses ausgeführt wird.« Nach Absatz 2 ist es ferner verpflichtet, »1. von seinen Kunden Angaben über ihre Erfahrungen oder Kenntnisse in Geschäften, die Gegenstand von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebendienstleistungen sein sollen, über ihre mit den Geschäften verfolgten Ziele und über ihre finanziellen Verhältnisse zu verlangen, 2. seinen Kunden alle zweckdienlichen Informationen mitzuteilen, soweit dies zur Wahrung der Interessen der Kunden und im Hinblick auf Art und Umfang der beabsichtigten Geschäfte erforderlich ist.«

In der Richtlinie des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG<sup>2</sup> finden sich u.a. folgende spezifische Anforderungen: »Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat den Kunden zu seinen Anlagezielen zu befragen. Der Kunde ist insbesondere über sein Interesse an lang- oder kurzfristigen Anlagen (z.B. für Zwecke der Altersvorsorgung, Ausbildung), einmaligen oder wiederkehrenden Ausschüttungen (Erträgen) und über den Umfang mit seiner Risikobereitschaft zu befragen« (Teil B, Abschnitt 2.1 a). Das Unternehmen hat »den Kunden darüber zu befragen, in welchen Anlageformen (z.B. Schuldverschreibungen, Aktien, Investmentanteilscheine, Derivate) er über Wissen verfügt oder welche Anlageformen er in der Vergangenheit bereits selbst genutzt hat (Umfang und Häufigkeit der Geschäfte, Zeitraum u.a.)« (Teil B, Abschnitt 2.1 b). Die Erfragung dieser Informationen vom Kunden dient einer *anlegergerechten* Beratung. Außerdem heißt es in der Richtlinie: »Das Wertpapierdienstleistungsunternehmen hat den Kunden insbesondere über die Eigenschaften und Risiken der einzelnen Anlageformen aufzuklären« (Teil B, Abschnitt 2) »...und auf andere erhebliche Umstände hinzuweisen, z.B. die Möglichkeit der Limitierung von Aufträgen, insbesondere bei Märkten mit geringer Liquidität, und Mindestordergrößen. Dies kann auch durch standardisierte Informationsbroschüren geschehen« (Teil B, Abschnitt 2.2). »Die Aufklärung muss zutreffend, vollständig, unmissverständlich sowie gedanklich geordnet und in geeigneter Weise

1 Gesetz über den Wertpapierhandel (WpHG) vom 26. Juli 1994, Neugefasst durch Bek. V. 9. 9. 1998 I 2708; zuletzt geändert durch Art. 9 G v. 15. 12. 2003 I 2676.

2 Richtlinie des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel gemäß § 35 Abs. 6 des Gesetzes über den Wertpapierhandel (WpHG) zur Konkretisierung der §§ 31 und 32 WpHG für das Kommissionsgeschäft, den Eigenhandel für andere und das Vermittlungsgeschäft der Wertpapierdienstleistungsunternehmen vom 23. August 2001, Bundesanzeiger Nr. 165 vom 4. September 2001, S. 19 217.

gestaltet sein« (Teil B, Abschnitt 2.2). Weiter heißt es: »Risikohinweise zu Aktien sollen insbesondere Informationen über den Ertrag (Dividende), das Kursrisiko, das Bonitätsrisiko, das Liquiditätsrisiko, das Konjunkturrisiko und das Währungsrisiko enthalten« (Teil B, Abschnitt 2.2.2). »Risikohinweise zu Investmentanteilscheinen sollen Informationen über die Zusammensetzung des Fondsvermögens, die Anlagestrategie, die Verwendung der Erträge, Ausgabekosten (Ausgabezuschlag u.a.), das Kursrisiko und das Bewertungsverfahren enthalten« (Teil B, Abschnitt 2.2.3). Diese Aufklärung des Kunden dient einer *anlegergerechten* Beratung.

In verschiedenen Gerichtsurteilen sind die in der Richtlinie enthaltenen Anforderungen an das Wertpapierhandelsunternehmen ausgelegt worden (vgl. Kienle, 2001), aber eine umfassende Präzisierung der Forderungen an die Kapitalanlageberatung durch Banken und Sparkassen steht noch immer aus.

Dies alles klingt gut. Aber man sieht auch sofort: Die Ansprüche, die der Gesetzgeber stellt, sind hoch. Können Banken und Sparkassen ihnen gerecht werden?

#### 4. Die Umsetzung durch Banken und Sparkassen

Die Forderung nach einer *anlegergerechten* Beratung enthält zwei Komponenten: (1) Das *Wie* der Beratung: Die Art und Weise der Beratung muss zu dem Kunden »passen«, d.h. sie muss seinen Erfahrungen und Kenntnissen [und seinen kognitiven Fähigkeiten] entsprechen. (2) Das *Was* der Beratung: Die vom Berater empfohlenen Anlagen müssen zu dem Kunden »passen«, d.h. sie müssen seinen Zielen und Wünschen [und seinen wirtschaftlichen Möglichkeiten] entsprechen.

Um diese Passung erreichen zu können, sollen bei den meisten Banken und Sparkassen zu Beginn eines Beratungsgesprächs vom Kunden bestimmte Daten erfragt werden. Der dadurch definierte sog. *Kundenstatus* wird von den Instituten im Wertpapiergeschäft mit sehr ähnlichen Fragebögen erfasst. Erhoben werden sollen *personenbezogene Informationen* (u.a. Name, Familienstand, Alter, Beruf), *Vermögens- und Einkommensverhältnisse* (bspw. Nettovermögen und frei verfügbares Einkommen), *Anlageziele* (bspw. Vermögensanlage, Vermögensaufbau, Familienvorsorge, Altersvorsorge, Liquidität, Steuerersparnis), *Anlagehorizont* (bspw. < 1 Jahr, 1-5 Jahre, 5-10 Jahre, > 10 Jahre), *Risikobereitschaft* (bspw. niedrig, mittel, hoch, sehr hoch), *Kenntnisse und Wertpapiererfahrung* sowie *Vorstellungen über gewünschte Anlageformen*.

Als *anlegergerecht* gilt eine Beratung, wenn der Kunde über spezifische Eigenschaften und Risiken der Anlagemöglichkeiten bzw. des Anlageobjektes aufgeklärt worden ist. Einige Banken führen in ihrem Protokollformular die einzelnen Produktarten auf. Die *Dresdner Bank* nennt bspw. Renten Euro, Renten Fremdwährung, Aktien Euro-land, Aktien Fremdwährung, Strukturierte Produkte, Risikoanleihen/Junk Bonds, Alternative Investments, Optionsscheine, nicht marginpflichtiges Termingeschäft, marginpflichtiges Termingeschäft. Es wird festgehalten, über welche Produktart im Gespräch aufgeklärt wurde und welches Informationsmaterial ausgehändigt wurde.

Beim Thema *Risiko* fällt auf, dass der Begriff selbst in den Informationsbroschüren nicht explizit definiert wird (und er wird auch im Beratungsgespräch nicht definiert) – wenngleich der Kunde seine *Risikobereitschaft* erklären muss. In den Broschüren wer-

den nur *Basisrisiken* (Konjunktur-, Inflations-, Länder- und Liquiditätsrisiko) sowie *Spezielle Risiken* einer Anlageform (bspw. Zinsänderungs-, Kündigungs-, Kursänderungs- und Psychologisches Risiko) beschrieben. Diejenigen Parameter aber, die zur Kennzeichnung von Risiken für Kunden relevant und interessant sind, werden kaum erwähnt, also quantitative Parameter wie Volatilität, Wahrscheinlichkeit eines Verlustes und maximal möglicher Verlust und qualitative Parameter wie die Flexibilität der Kapitalanlage, die Handelbarkeit eines Wertpapiers oder die Transparenz der Anlage. Ein Anleger ist aber nur dann angemessen informiert, wenn er über *alle* Risiken eines Produktes aufgeklärt worden ist.

Aus den Angaben in den Protokollbögen geht nichts über Umfang und Differenziertheit der Erfassung des Kundenstatus und der Aufklärung über die Anlageformen bzw. einzelne Produkte hervor. Es lässt sich nicht beurteilen, ob die Aufklärung im Beratungsgespräch »zutreffend, vollständig, unmissverständlich sowie gedanklich geordnet und in geeigneter Weise gestaltet«<sup>3</sup> war. Und ob der Kunde die Informationsbroschüren, die vielleicht perfekt gestaltet sind, gelesen und verstanden hat, wird nicht geprüft. Es ist auch häufig gar nicht nötig, denn die Broschüre wird oft erst nach dem Beratungsgespräch und vor allem nach dem Abschluss eines Geschäfts ausgehändigt.

Banken und Sparkassen tragen also den Forderungen des WpHG formal mehr oder weniger Rechnung, substantiell aber wird die Erfüllung der Forderungen weder angestrebt noch geprüft. Vieles erinnert an die Aufklärung über Medikamente durch den Arzt bzw. durch Beipackzettel: Für die gründliche Aufklärung im Gespräch steht die Zeit nicht zur Verfügung und die Aufklärung im Beipackzettel dient mehr der rechtlichen Absicherung des Herstellers als einer effizienten Information des Patienten.

## 5. Untersuchungen zur Beratungspraxis

Systematische Untersuchungen der Praxis der Anlageberatung sind uns nicht bekannt. Möglicherweise gibt es solche Analysen innerhalb der Institute, die aber dort unter Verschluss bleiben. Vermutlich aber gibt es wirklich keine Untersuchungen, u.a. weil die Berater durch eine Bewertung ihrer Tätigkeit möglicherweise negative Konsequenzen fürchten und daher »Kontrollen« ablehnen, weil die Vertraulichkeit des Gesprächs durch die Teilnahme von Beobachtern als gefährdet gilt, und vor allem weil die Unternehmen offenbar keinen Anlass für eine Evaluation ihrer Beratungspraxis sehen.

Aber es gibt verdeckte Analysen der Qualität der Anlageberatung, und zwar zum einen durch Institutionen des Verbraucherschutzes, und hier vor allem durch die *Stiftung Warentest*, zum anderen durch wissenschaftliche Institutionen. In diesen Untersuchungen wird mit der Methode des »mystery shopping« gearbeitet: Als »under-cover agents« des Auftraggebers gehen Testkunden alle mit der gleichen »story« zu verschiedenen Banken und Sparkassen und lassen sich beraten. Anschließend füllen sie einen vorher entwickelten Protokollbogen aus, in dem sie Verlauf und Inhalt des Beratungsgesprächs festhalten. Was zeigen diese Untersuchungen?

---

3 Ebd. Teil B, Abschnitt 2.2.

Im Vergleich von 175 Geschäftsstellen von 25 Banken und Sparkassen gab es bei der *Stiftung Warentest* (Finanztest, 2000) nur zwei Mal die Note »gut«. Die meisten Häuser schnitten nur »ausreichend« oder »mangelhaft« ab. Beispielsweise wurde von 19% der Berater der Anlagehorizont nicht erfragt, 27% fragten nicht nach der Risikobereitschaft, 30% nicht nach der Verfügbarkeit und 95% der Berater fragten nicht nach bestehenden Schulden. Kriterien zur Beurteilung der Qualität der Beratung waren die Begleitumstände (Diskretheit, Ungestörtheit), die Ermittlung des Kundenstatus, die Information über Anlageformen und Anlagen und die Anlageempfehlung selbst. Die *Stiftung Warentest* hat allerdings nicht geprüft, in welcher Weise der Kundenstatus erfasst und über Anlagemöglichkeiten aufgeklärt wurde – ob die Aufklärung »zutreffend, vollständig, unmissverständlich sowie gedanklich geordnet und in geeigneter Weise gestaltet«<sup>4</sup> war, und ob der Berater »hinsichtlich des Inhalts und der Form der Aufklärung die Kenntnisse bzw. Erfahrungen sowie das jeweilige Aufklärungsbedürfnis des Kunden hinsichtlich der betreffenden Anlageform«<sup>5</sup> berücksichtigt hat. Beispielsweise wurde nicht festgehalten, in welcher Form oder mit welcher Methode die Risikobereitschaft erfragt wurde. Und es wurde auch nicht erfasst, wie die verschiedenen Informationen gegeben wurden, ob vom Berater nachgefragt und erklärt und ob das Verständnis des Kunden geprüft wurde.

Diesen und anderen Aspekten des Beratungsprozesses sind wir vor einigen Jahren in mehreren Untersuchungen in Berlin nachgegangen. Lieber hätten wir unsere Untersuchungen offen und in Kooperation mit einem Unternehmen durchgeführt, aber die angefragten Banken und Sparkassen lehnten – aus unterschiedlichen Gründen – die vorgeschlagenen Untersuchungen ab. Also wurde mit der Methode des »mystery shopping« gearbeitet. Studierende führten Beratungsgespräche bei verschiedenen Berliner Banken und Sparkassen mit der gleichen »cover story«. Der »Kunde« gab vor, kürzlich geerbte DM 70.000 anlegen zu wollen und sich explizit für eine Anlage in Aktien zu interessieren.

Der im Anschluss an das Gespräch von den Testkunden auszufüllende Protokollbogen war eng an den Forderungen des WpHG bzw. der Richtlinie zu seiner Konkretisierung orientiert. Protokolliert wurden Fragen nach den Vorstellungen und Zielen des Kunden (12 Items), seinen finanziellen Möglichkeiten und Restriktionen (13 Items) und seinen Einstellungen und Haltungen (10 Items). Ferner wurden die Empfehlungen der Berater zu Anlageform und spezieller Anlage sowie die jeweiligen Begründungen für die Empfehlung festgehalten. Der Fragebogen zielte in erster Linie darauf ab zu klären, wie differenziert bei den besuchten Banken und Sparkassen der Kundenstatus erfasst wird. Die wichtigsten Ergebnisse:

Die Berater begnügten sich meist mit der Erfassung der wichtigsten Aspekte der aktuellen Situation des Kunden, also der Höhe der Anlagesumme (85%), des Zeitraums für die Anlage (95%), manchmal noch des Anteils der später benötigten Summe und des Kundenwunsches bezüglich der Anlageform. Kaum eine Frage wurde von mehr als 50% der Berater gestellt. Es wurde nicht über mögliche Entwicklungen oder

4 Ebd.

5 Ebd.

Veränderungen der momentanen Situation gesprochen, der Planungshorizont der Kunden weder erfasst noch erweitert. Nach den Zielen (z.B. Verwendungszweck, Rendite), den Möglichkeiten (z.B. Vermögen, Sparpotential, Schulden) und den Rahmenbedingungen (z.B. Familienstand, Beruf) des Kunden wurde von maximal einem Viertel der Berater gefragt. Nach den beratungsrelevanten *Einstellungen und Haltungen* des Kunden wurde von etwa der Hälfte der Berater gefragt: Wie hoch seine Risikobereitschaft ist (40%), wie wichtig die Verfügbarkeit des Geldes ist (50%), wie wichtig die Höhe der Rendite ist (15%) und wie groß seine Bereitschaft zur Beschäftigung mit der Anlage ist (35%). Die Risikobereitschaft wurde also nicht einmal von der Hälfte der Berater direkt angesprochen. Von einigen Beratern wurde sie offenbar aus dem Interesse des Kunden an Aktien abgeleitet (»Wenn Sie an Aktien interessiert sind, dann müssen Sie ja spekulativ veranlagt sein«) oder auch aus seiner Präferenz für Fonds mit mehr oder weniger hohem Aktienanteil. Andere Berater erschlossen sie aus der geringen Erfahrung des Kunden (»Sie haben noch keine Erfahrung, na dann liegt Ihre Risikoneigung wohl im mittleren Bereich«). Wieder andere kamen zu ihrer Einschätzung der Risikoneigung des Kunden aus dessen Auftreten und Fragen (»Sie sind ein neugieriger Typ«) – eine Form der Erfassung, die sicher nicht mit dem WpHG vereinbar ist.

Über die bereits oben genannten Fragen hinaus wurde kaum differenziert. Dies gilt für die persönlichen *Ziele und Vorstellungen*: Nur 15% der Berater fragten beispielsweise, ob die Summe auf einmal oder schrittweise angelegt werden soll, ebenfalls nur 15% fragten, ob noch weitere Beträge zu erwarten seien und sogar nur 10% wollten wissen, wie flexibel der Anlagezeitraum sei. Fragen zu den finanziellen Möglichkeiten und Restriktionen wurden ebenfalls vernachlässigt. Von den wenigen Beratern, die sich beispielsweise nach bereits bestehendem Vermögen erkundigten, fragten noch weniger nach der jetzigen Kapitalanlage des Kunden oder der gewünschten Verfügbarkeit. Und dasselbe gilt schließlich für die *Einstellungen und Haltungen*, die auch weitestgehend ignoriert werden. So fragten nur 5% der Berater danach, ob der Kunde die verschiedenen Risikoarten kenne, und kein einziger Berater bemühte sich zu erfahren, was der Kunde über die Risiken der verschiedenen Anlageformen (beispielsweise Einzelaktien und Fonds) wusste.

Man kann also mit einiger Berechtigung sagen, dass die Anlageberatung häufig nicht *anlegergerecht* erfolgt: Kenntnisse und Erfahrungen der Kunden werden in der Beratung kaum berücksichtigt – wenn sie überhaupt erfragt werden; Ziele, Wünsche und Risikobereitschaft werden oft nur oberflächlich erfasst bzw. im Gespräch nicht reflektiert. Und die Anlageberatung erfolgt häufig nicht *anlagegerecht*: Über die Merkmale und Risikoaspekte der verschiedenen Anlageformen und auch der spezifisch vorge schlagenen Anlagemöglichkeiten wird fast nie verständlich und umfassend informiert.

## 6. Warum die Anlageberatung scheitern muss

Könnte es denn idealiter funktionieren? Wie man sich nach der Beschreibung der rechtlichen Vorgaben, der Umsetzung durch die Institute und der Beobachtungen der Praxis leicht vorstellen kann, gibt es zahlreiche Probleme, an denen eine Anlagebera-

tung, die den Zielen des WpHG gerecht werden will, scheitern muss. Einige dieser Probleme skizzieren wir im Folgenden.

### 6.1 Erhebung und Vermittlung von Information

Der Wissensstand des Kunden soll erfasst werden. Aber wie? Kann eine Art Test den Wissensstand abbilden oder sind Fragen im Verlaufe des Gesprächs besser? Welche Fragen sind für die Beratung relevant bzw. welches Wissen ist für den Kunden wichtig? Und sollen jedem Kunden die gleichen Fragen gestellt werden? Sollen überhaupt Fragen gestellt werden oder kann man beispielsweise aus seinem bisherigen Anlageverhalten hinreichende Schlüsse auf sein Wissen ziehen – wie die jetzige Praxis häufig unterstellt?

Die Wünsche und Ziele des Kunden sollen ebenfalls erfasst werden. Aber wie? Genügt es, eine Liste von möglicherweise relevanten Wünschen und Zielen abzufragen, wie es bei den meisten Instituten geschieht? Viele Kunden haben nie systematisch über ihre Wünsche und Ziele nachgedacht, und wenn sie das getan haben, dann nicht unbedingt in Begriffen wie beispielsweise »Vermögensaufbau«, »Substanzerhaltung«, »Altersvorsorge« oder »gesicherte Rendite«. Und die meisten Kunden haben auch nie explizit über die Wichtigkeit ihrer Wünsche und Ziele nachgedacht. Wenn sie dies nun in der Weise tun sollen, wie es beispielsweise bei der *Dresdner Bank* gefordert wird, hilft das der Sache nicht sehr. Es wird nämlich pro (vorgegebenem) Ziel gefragt, wie wichtig dem Kunden das jeweilige Ziel ist (weniger wichtig, mittel, sehr wichtig). Diese Befragung macht wenig Sinn, denn im Extremfall kann ein Kunde *alle* seine Wünsche und Ziele »sehr wichtig« finden. Was für einen Schluss soll ein Berater daraus ziehen? Für die Beratung bzw. für die Entscheidung über eine Anlage ist nicht die *absolute*, sondern allein die *relative* Wichtigkeit der Kriterien relevant. Ist dem Kunden beispielsweise die Verfügbarkeit über sein Geld wichtiger als eine hohe Rendite, und wenn ja, wie viel wichtiger? Ist ihm die Familienvorsorge wichtiger als die Sicherung des Lebensstandards im Alter, und wenn ja, wie viel wichtiger? Und wie viel wichtiger muss ihm die Sicherung des Lebensstandards im Alter sein, damit man von einem bedeutsamen Unterschied sprechen kann und – relativ gesehen – das wichtigere Ziel stärker berücksichtigen sollte?

Die Risikobereitschaft des Kunden soll erfasst werden. Aber wie? Hier stellen sich besonders kritische Fragen. Erstens, was ist das Risiko, was sind die Risiken, über die es zu informieren gilt, bevor die Bereitschaft erfragt werden kann, sie einzugehen? Schon oben wurde ersichtlich, dass es *das Risiko* der Wertpaperanlage nicht gibt. Es gibt in der Statistik eine ganze Reihe von Risiko-Definitionen (Brachinger & Weber, 1997) und auch bei der Kapitalanlage in Wertpapieren sind mehrere Risikoparameter zu unterscheiden, insbesondere die Volatilität (bei Aktien relevant) und die Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes (bei Optionsscheinen relevant). Dann gibt es die Risikofaktoren, die die Kursentwicklung beeinflussen: Die bereits genannten Basisrisiken einer Kapitalanlage in Wertpapieren (z.B. Konjunkturrisiko, Inflationsrisiko, Länderrisiko) und die speziellen Risiken einzelner Anlageformen und -objekte (z.B. Kurs- / Zinsänderungsrisiko).



Zweitens, wie kann über Risiken aufgeklärt werden? Der Anlageberater muss den Kunden über die Risiken aufklären. Leicht gesagt. Wer weiß, was mit den einzelnen Begriffen gemeint ist, wird die Information über die jeweiligen Risiken verstehen können, aber wer die Begriffe nicht kennt, dem kann ein Berater sie kaum in der knappen Zeit erklären. *Finanztest* 1995 schreibt, dass sich Berater schwer damit tun, das Risiko einer Geldanlage fundiert zu erklären. Kursrisiken würden beispielsweise entweder vernachlässigt oder als eine negative Anlagekomponente angesehen, die unbedingt zu vermeiden ist. Ein großes Problem besteht auch darin, dass Risiken nur selten numerisch ausgedrückt werden können. Die Volatilität kann präzise quantifiziert werden, für die Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes dagegen kann allenfalls ein Intervall angegeben werden. Für Einzelaktien oder Aktienfonds wird zur Illustration des Kursrisikos oft eine grafische Darstellung der Entwicklung des Wertes in der Vergangenheit herangezogen (in der durchaus nicht unproblematischen Annahme, daraus etwas über die wahrscheinliche Kursentwicklung in der Zukunft lernen zu können), doch bei anderen Anlagen gibt es diesen Weg nicht. Hier muss der Berater auf verbale Beschreibungen zurückgreifen. Er verwendet Begriffe wie »wahrscheinlich«, »gelegentlich«, »es könnte sein, dass ...«, und ähnliche Ausdrücke. Viele Untersuchungen haben aber gezeigt, dass Menschen die gleichen Ausdrücke ganz unterschiedlich interpretieren; während der eine z.B. unter »wahrscheinlich« einen Bereich von 75%-95% versteht, meint der andere einfach eine Wahrscheinlichkeit von über 50% (Fischer & Jungermann, 1996). Da Berater die verbalen Ausdrücke als Folge des Sprachgebrauchs ihrer Profession oft anders interpretieren als ihre Kunden, sind Missverständnisse vorprogrammiert. Hinzu kommt, dass Berater »natürlicherweise« oft nicht die präziseste Ausdrucksweise wählen: Erstens sind viele Risiken nur vage beschreibbar, zweitens hat der Berater ein Interesse am Verkauf und möchte den Kunden daher nicht abschrecken, und drittens schützt er sich so um so eher vor einer Klage wegen falscher Beratung. Und schließlich, wann ist ein Kunde »aufgeklärt«? Wenn er gut zugehört / gelesen hat? Wenn er einzelne Risiken nennen / definieren kann? Wenn er konsistent mit Risiken argumentieren kann?

Drittens, was ist Risiko-Bereitschaft, und wie kann man sie erfassen? Mit Recht heißt es in *Finanztest* 1995: »Beim kniffligsten Punkt der Beratung – der Erforschung der Risikoneigung und -fähigkeit des Anlegers – lassen die Banken ihre Kunden nach wie vor meist allein. ... wobei die ohnehin interpretationsbedürftigen Begriffe bisweilen gar nicht oder nur schwer verständlich erklärt werden« (S. 24). Zur Entschuldigung der Anlageberater muss man allerdings sagen: Bislang gibt es keine allgemein akzeptierte Methode der Bestimmung der Risikobereitschaft. Ja es gibt bislang sogar keine wissenschaftliche Evidenz dafür, dass es überhaupt eine individuelle Risikobereitschaft als Persönlichkeitsmerkmal gibt. Die Risikobereitschaft variiert je nach Situation und Problem. Sie kann im gesundheitlichen Bereich anders sein als im finanziellen Bereich, und sie kann bei der Anlage von Geld für die Altersvorsorge anders sein als bei der Ausgabe von Geld für Konsumgüter.

In *Finanztest* 1995 (S. 24) wird Risikobereitschaft interpretiert als die »persönliche Bereitschaft, auch einmal Kursverluste – im Extremfall sogar einen Totalverlust – hinzunehmen«. Und weiter heißt es: »Das Eingehen eines kalkulierten Risikos bei der

Geldanlage geschieht in der Erwartung, dafür mit einem höheren Wertzuwachs belohnt zu werden. Zwischen risikoreichen Anlagen mit hohen Ertragserwartungen (etwa Aktien) und sicheren Anlagen mit nur mäßiger Verzinsung (zum Beispiel Termingeld) lässt sich entsprechend der individuellen Risikoeinstellung eine beliebige »Mischung« herstellen« (S. 24). Die Risikoeinstellung wird also durch die Präferenz des Kunden gegenüber alternativen Anlageoptionen mit unterschiedlichen Risiken und Renditen definiert. Wer niedrige, aber eher wahrscheinliche Gewinne gegenüber hohen, aber weniger wahrscheinlichen Gewinnen vorzieht, kann als risiko-aversiv bezeichnet werden, und wer die umgekehrte Präferenz zeigt, kann als risiko-geneigt bezeichnet werden.

Man kann dem Kunden auch mehrere Anlagemöglichkeiten vorlegen, die nur durch unterschiedliche Risiken charakterisiert sind. So macht es beispielsweise die *Dresdner Bank*, die die Anlagementalität ihrer Kunden als »konservativ« bezeichnet, wenn sie ein Depot mit maximal 30% Aktien bevorzugen, als »risikobewusst«, wenn sie ein strukturiertes Depot vorziehen und als »spekulativ«, wenn die Kunden ein Depot mit Risiken präferieren, die von vornherein nicht kalkulierbar sind. Fragwürdig ist in dem Beispiel natürlich auch die Verwendung von Begriffen wie *konservativ* und *spekulativ*, die durch Bedeutungen und Bewertungen belegt sind, die mit dem Konzept der Risikoeinstellungen keineswegs etwas zu tun haben müssen.

Eine andere Möglichkeit besteht darin, die Risikoeinstellung aus der Erfahrung des Kunden oder aus seinen bisherigen finanziellen Anlageentscheidungen abzuleiten. Wer keinerlei Erfahrungen hat oder wer sein Geld bisher auf ein Sparkonto gelegt hat, wird beispielsweise als risiko-aversiv eingestuft. Dieses Vorgehen verlangt allerdings eine genaue Abklärung der Gründe für die bisherigen Anlageentscheidungen, die nicht oder nicht nur in der Risikoeinstellung des Kunden begründet liegen müssen. Eine Einschätzung der aktuellen Risikobereitschaft auf Basis der Erfahrung macht nur dann Sinn, wenn die Risikoeinstellung an der vergangenen Produktwahl maßgeblich beteiligt war. Aber selbst dann kann sich die Situation des Anlegers so verändert haben, dass die Risikoeinstellung aktuell nicht mehr repräsentativ wäre – man denke an einen risikofreudigen Studenten, der sich auf Grund seiner Familiengründung seine bisherige Risikofreude nicht mehr erlauben darf oder an den 60-jährigen, der nach dem ersten Herzinfarkt zum ersten Mal an die Übersiedlung in ein Seniorenheim denkt.

Und schließlich kann man es dem Kunden selbst überlassen, seine Risikobereitschaft einzustufen. Er soll sich beispielsweise als »chancenorientiert« oder als »wachstumsorientiert« definieren. Was der einzelne Kunde allerdings unter diesen Begriffen versteht und welche emotionalen Konnotationen sie für ihn haben, wird nicht geprüft (und wäre zugegebenermaßen auch nicht leicht zu prüfen). Geprüft wird auch nicht, wie stabil die Selbsteinschätzung von Anlegern ist. Empirische Befunde sprechen dafür, dass beispielsweise die Erfahrung von Erfolgen und Misserfolgen bei der Anlage die Selbsteinschätzung beeinflussen kann. Wer mehrfach hintereinander mit seinen Anlagen Erfolg gehabt hat, hält sich für risikofreudiger als derjenige, der immer wieder Misserfolge gehabt hat.

Es ist im Grunde ungeklärt, wie man mit dem Konzept der Risikoeinstellung umgehen soll. Da unklar ist, ob es eine allgemeine Persönlichkeitseigenschaft dieser Art

gibt, bestehen bislang keine klaren Vorstellungen darüber, was bei der Anlageberatung eigentlich erfasst werden soll. Aber was auch immer erfasst wird: Da die (wie auch immer gemessene) Risikobereitschaft offenbar in Abhängigkeit vom Produkt, vom Lebenskontext und von den jeweiligen Anlagezielen schwankt, ist durch den Berater im Falle einer wiederholten Beratung immer wieder zu überprüfen, ob sich die relevanten Parameter seit der letzten Anlageberatung wesentlich geändert haben, und gegebenenfalls die Risikoeinstellung erneut zu erheben wäre.

## 6.2 Aufnahme und Nutzung von Informationen

Warum ist die Beratung so schwierig? Nicht nur wegen der mangelnden Kenntnis der Fachbegriffe und der Sache selbst, sondern auch wegen der »kognitiven Grundausstattung«, also der Strukturen und Prozesse menschlicher Informationsverarbeitung. Die Situation, in der die Anlageberatung stattfindet, ist für den Kunden eine Situation, in der eine Entscheidung unter Unsicherheit getroffen werden muss: Die Zukunft der wirtschaftlichen Entwicklung und damit auch der Folgen von Anlageentscheidungen ist unsicher und die Information über die relevanten Entscheidungsfaktoren ist unvollständig. Es gibt aber zahlreiche Denk-, Entscheidungs-, Verhaltenstendenzen, die jeder Kunde in die Beratung mitbringt und die seine Aufnahme und Verarbeitung der angebotenen Informationen beeinflussen. Häufig wird Information selektiv und verzerrt aufgenommen, interpretiert, gespeichert und erinnert.

Bei der Bewertung der möglichen Entscheidungsfolgen sowie der Gewichtung der Unsicherheiten, die mit Entscheidungen immer verbunden sind, findet man bei (privaten wie professionellen) Anlegern eine Reihe von Merkmalen und Tendenzen, die bei der Beratung berücksichtigt werden müssen. Dies ist das Thema der verhaltenswissenschaftlichen Finanzmarktforschung (*Behavioral Finance*), in der Methoden und Erkenntnisse der Entscheidungsforschung zur Erklärung des Verhaltens von Anlegern herangezogen werden. An dieser Stelle können nur exemplarisch einige Befunde der psychologischen Entscheidungsforschung genannt werden; ausführlichere Darstellungen findet man u.a. bei Bazerman (1998), Hammond, Keeney & Raiffa (1999), Jungermann, Pfister & Fischer (1998), Kahneman & Riepe (1998) und Oehler (1992). Als gegenwärtig zentrale Theorie, die zur Erklärung vieler Phänomene herangezogen wird, kann die Prospect-Theorie von Kahneman & Tversky (1979) genannt werden.

*Kodierung der Konsequenzen (»framing«):* Die Haltung gegenüber Entscheidungsalternativen wird in erheblichem Maße davon beeinflusst, ob die möglichen Konsequenzen der einen oder anderen Wahl als Gewinne oder Verluste beschrieben und intern auch so kodiert werden. Je nach Art der Beschreibung kehren sich die Präferenzen sogar um. Man versteht unmittelbar, worum es geht, wenn man daran denkt, dass man ein zur Hälfte mit Wasser gefülltes Glas als »halb voll« oder als »halb leer« beschreiben kann. Anlageberater oder Informationsbroschüren sprechen beispielsweise nicht ohne Grund lieber davon, dass etwa 90% ihrer Kunden mit dem Fonds X in den letzten Jahren gut verdient haben, als davon, dass 10% der Kunden an dem Fonds erheblich verloren haben.

*Mentale Buchführung* (*»mental accounting«*): Gerade monetäre Beträge werden unter bestimmten Bedingungen mental in unterschiedlichen »Konten« verbucht. Wenn das monatliche mentale Konto »Ausgaben für Restaurantbesuche« leer ist, geht mancher nicht mehr zum Essen aus, obgleich vielleicht das mentale Konto »Ausgaben für Theater und Konzerte« noch gut gefüllt ist; dagegen würde man durchaus im Restaurant essen, wenn man das Geld mental in einem einzigen »Ausgehen«-Konto gebucht hätte. Von Anlegern scheinen Dividenden oft mental anders verbucht zu werden als Kurssteigerungen eines Papiers: Dividenden sind ein für alle möglichen Ausgaben verfügbarer Betrag, während die Kurssteigerung eines Papiers einen Vermögenszuwachs darstellt, der nicht ohne weiteres für konsumtive Ausgaben zur Verfügung steht.

*Verfügbarkeit von Informationen* (*»availability«*): Ereignisse werden für umso wahrscheinlicher gehalten, je häufiger und auffälliger über sie berichtet wird, unabhängig von ihrer statistischen Wahrscheinlichkeit. In einer Studie meinten die meisten Befragten, dass mehr Menschen durch Autounfälle sterben als durch Magenkrebs. Tatsächlich sterben aber mehr als doppelt so viele Menschen durch Magenkrebs als durch Autounfälle. Die Fehleinschätzung wird darauf zurückgeführt, dass die Medien weit aus häufiger über Unfälle berichten als über Fälle von Magenkrebs, über die allenfalls ab und zu eine Gesamtstatistik veröffentlicht wird. Meldungen in den Medien über Firmenzusammenschlüsse, über Arbeitslosenzahlen und über die Absenkung des Rentenniveaus oder der Pensionszahlungen beeinflussen Anleger oft stärker als das eigene Wissen und die Information durch den Berater über stabile langfristige Trends. Überreaktionen von Anlegern auf neue Informationen in den Medien sind von Schachter, Hood, Andreassen & Gerin (1986) ausführlich beschrieben worden.

*Ambiguitäts-Aversion*: *Ambiguität* bezeichnet *Unsicherheit über Unsicherheit*, meint das *kognitive Gefühl*: »Ich weiß, dass ich über diesen Sachverhalt nichts weiß«. Dieses Gefühl ist umso stärker, je weniger man zu wissen glaubt, je undeutlicher oder mehrdeutiger die vorliegende Information ist. Im Allgemeinen scheuen Menschen *ambiguitätsbehaftete* Situationen. Nun sind Kapitalanlagen an der Börse praktisch immer ambiguitätsbehaftet, denn Wertpapiere und ihre Kursentwicklung können nie mit präzisen Wahrscheinlichkeitsangaben beschrieben werden. Die Ambiguitäts-Aversion zeigt sich darin, dass Anleger solche Engagements vorziehen, bei denen sie meinen, dass sie die Risiken und Chancen besser einschätzen können, auch wenn das Risiko bei diesen Engagements tatsächlich nicht kleiner oder vielleicht sogar größer ist als bei alternativen Engagements.

*Tendenz zur Bewahrung des status quo* (*»status quo bias«*): Menschen tendieren – insbesondere mit dem Alter werden – dazu, die Bewahrung des status quo einer Veränderung vorzuziehen, auch wenn die Konsequenzen der Aufrechterhaltung des status quo und einer Veränderung gleich sind oder wenn der status quo sogar schlechtere Konsequenzen impliziert als die Veränderung. Diese Tendenz kann natürlich auch die Einstellung gegenüber dem Kauf bzw. Verkauf von Aktien beeinflussen (vgl. die Studie von Samuelson & Zeckhausen, 1988).

Die beschriebenen Phänomene der kognitiven Informationsverarbeitung wurden hier vor allem auf den Kunden bezogen. Das mentale System der Berater funktioniert aber nach den gleichen Regeln. Experten zeigen die gleichen Denk-, Entscheidungs-

und Verhaltenstendenzen wie Laien. Allerdings besteht hier immerhin die Möglichkeit, durch gezieltes Training und kontinuierliche Supervision diesen Effekten entgegenzuwirken oder zumindest die Wahrnehmung für ihr Auftreten zu sensibilisieren.

### *6.3 Ausbildung und Ausrichtung der Berater*

Das Ziel einer Anlageberatung im Sinne des WpHG wird auch deswegen nicht erfüllt, weil die Ausbildung der Berater primär andere Ziele verfolgt und weil Arbeitssituation und Leistungsanforderung eine gute Anlageberatung kaum erlauben.

Berater werden zunächst einmal nicht ausgebildet, um im Sinne des WpHG aufklären zu können, sondern um zu verkaufen. Sie lernen in ihren Vertriebsstrainings zwar das richtige Sozialverhalten, um dem Kunden das Gefühl einer Beratung zu geben, die sich ganz auf ihn persönlich einstellt, die für ihn nur das Beste will und der er ganz vertrauen kann. Sie lernen im Übrigen auch, wie sie Kunden zu einem Abschluss bewegen und wie sie ihm die Flucht aus der Beratung erschweren können. In den Seminaren einer deutschen Großbank erfahren sie sogar, dass sie sich vor »Einstellungs-Ninjas« hüten sollen, Kunden, die sich »über alles« beklagen (vgl. Süddeutsche Zeitung, 18. 3. 2004). Die Berater lernen jedoch nicht, sich im Gespräch wirklich auf den individuellen Kunden einzustellen – seine finanziellen Ziele, sein Wissen über Finanzangelegenheiten, seine Erfahrung mit Kapitalanlagen und seine jetzige und absehbare Lebenssituation. Und sie lernen vor allem nicht, den Kunden »zutreffend, vollständig, unmissverständlich sowie gedanklich geordnet« über die Chancen und Risiken der Kapitalanlage aufzuklären. Im Kundengespräch werden die Berater alleine gelassen (vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 8. 4. 2004).

Die Arbeitsbedingungen der Anlageberater lassen Aufklärung im Sinne des Gesetzgebers auch gar nicht zu. Für eine ausführliche Beratung fehlt die Zeit, selbst die doppelte oder dreifache Zeit würde die Informationsasymmetrie zwischen dem Berater und dem Großteil seiner Kunden nicht überbrücken können, weil die Materie außerordentlich kompliziert ist oder weil die motivationalen und intellektuellen Voraussetzungen beim Kunden fehlen. Mehr Zeit für das Gespräch würde sicher die Beratungsqualität verbessern, aber es entstehen schon mit der momentanen Beratungspraxis erhebliche Kosten für die Kreditinstitute, die – so heißt es jedenfalls – nur bei höheren Anlagesummen des Kunden gedeckt sind.

Wenn den Kosten der Beratung, die durch Ausbildungs- und Beratungsaufwand entstehen – aus Sicht der Geldinstitute aber kein erkennbarer und quantifizierbarer Nutzen gegenüber steht, liegt es nahe, dass sie nicht mehr in die Verbesserung der Qualität der Beratung investieren (sondern allenfalls in ihrer Werbung eine hohe Qualität behaupten). Da sich zudem die Mehrheit der Kunden so verhält, als seien sie mit den angebotenen und erfahrenen Beratungsleistungen zufrieden, sehen Banken und Sparkassen keinen Handlungsbedarf. Ihr Interesse liegt eindeutig eher in der Verkaufsquantität als in der Beratungsqualität.

Das (legitime) Interesse der Institute am Verkauf und die Probleme einer wirklich anlegergerechten Aufklärung führen in ihrer Kombination dazu, dass der Höhe- und Schlusspunkt der Anlageberatung besondere Bedeutung bekommt – die Empfehlung

einer Anlageoption. Der Berater möchte natürlich eine Empfehlung geben, um den Kunden entweder im Rahmen der verfügbaren Zeit überhaupt zu einem Abschluss oder aber zur Wahl einer ganz bestimmten Kapitalanlage zu bewegen. Eine explizite Empfehlung kann aber für den Berater problematisch werden, weil der Kunde sich unter Druck gesetzt fühlt oder weil er ihn im Falle eines Misserfolges verantwortlich machen kann. Andererseits will der Kunde meist durchaus eine Empfehlung hören, da er gerade deswegen gekommen ist: Der Berater soll auf Basis seiner Wünsche, Ziele, Risikobereitschaft und -tragfähigkeit die richtige oder sogar beste Anlageoption finden und empfehlen. Angesichts der Unsicherheit am Markt gibt es allerdings nicht das *eine* beste Anlageprodukt: Vielmehr gibt es viele gleichwertige – weil gleich unsichere Optionen – aus denen dann nur beliebig bzw. entsprechend den Vorgaben des Hauses die eine oder andere ausgewählt werden kann. Dies sagt der Berater dem Kunden eher nicht oder jedenfalls nicht gerne.

### 7. Warum die Anlageberatung dennoch nicht scheitert

Das Gesetz fordert es und die Institute behaupten, die Forderung zu erfüllen: Der Berater soll den Kunden aufklären sowie anleger- und anlagegerecht beraten, der Kunde soll aufgeklärt werden und nach der Beratung seine Entscheidung treffen. Es wurde aber gezeigt, dass die Forderungen des WpHG – wenn man sie ernst nimmt – nicht erfüllt werden (s. Abschnitt 4) und dass sie auch gar nicht leicht, wenn überhaupt, erfüllt werden können (s. Abschnitt 5).

Der Berater kann gar nicht i.S. des WpHG aufklären, und er will und soll es vermutlich auch nicht wirklich. Formal kann der Berater nichts entscheiden, aber er darf eine Empfehlung geben. Die Empfehlung aber kommt einer Entscheidung in der Sache meist sehr nahe. Aber das wird natürlich nicht ausgesprochen. Wenn der Berater nach einem ausführlichen Beratungsgespräch den Investmentfonds X empfiehlt – welcher Kunde entscheidet sich dann für den Fonds Y (wenn er überhaupt eine Alternative zum Fonds X kennt)? Leider gibt es keine empirischen Untersuchungen zu Häufigkeit und Art der Empfehlungen und der Häufigkeit (bzw. Seltenheit), mit der Kunden sich gegen die Empfehlung entscheiden. Es dürfte eine hohe Korrelation zwischen der Anlageempfehlung der Berater und der Anlageentscheidung der Klienten geben.

Und der Kunde kann auch gar nicht im vollen Sinne des WpHG aufgeklärt werden. Er will es wohl oft auch nicht ernsthaft. Formal muss er entscheiden, in der Sache kann er es nicht wirklich. Er erwartet daher nach einem Gespräch, dem er mühsam gefolgt ist oder das er über sich hat ergehen lassen, eine Empfehlung. Wenn er dieser Empfehlung folgt, tut er so, als entscheide er persönlich in der Sache selbst, er unterschreibt ja eine solche Entscheidung. Die Empfehlung des Beraters ist sozusagen der Kristallisationspunkt der *als ob* Interaktion zwischen Berater und Kunde: Auf dem Hintergrund einer unüberbrückten und wohl auch kaum überbrückbaren Wissens- und Informationskluft empfiehlt der Berater dem Kunden eine Kapitalanlage und der Kunde muss sich entscheiden, ob er dieser Empfehlung folgt oder nicht (Jungermann, 1999; Jungermann & Fischer, in press).

Beide, Kunde und Berater, tun so *als ob* die Beratung so laufe wie sie laufen soll – und beide machen so einander und oft auch sich selbst etwas vor (vgl. Goffman, 1969). Der Kunde tut so, *als ob* er die Erklärungen und die Empfehlung des Beraters verstehe. Zum einen wahrt er dadurch seine Selbstachtung und sein Gesicht vor anderen, beispielsweise seinem Ehepartner. Zum andern muss er so tun *als ob*, weil er nur dann sein Geld investieren darf; erst sein offen bekundetes Verständnis liefert dem Berater die Rechtfertigung, das Gespräch weiterzuführen und am Ende eine Empfehlung zu geben. Und der Berater tut so, *als ob* er alles umfassend erklärt habe und *als ob* er glaube, der Kunde habe verstanden, denn sonst dürfte er nicht empfehlen und verkaufen. Beide Seiten, Kunde und Berater tun so, *als ob* sie nicht wüssten, dass der Partner nur so tut *als ob*. Und sie wissen, dass sie die Form wahren müssen. Sonst käme das Geschäft nicht zustande. Beide Seiten sind oder scheinen zufrieden.

Wir haben bereits in Abschnitt 4 auf Ähnlichkeiten zwischen der Anlageberater-Kunde-Beziehung und der Arzt-Patient-Beziehung hingewiesen. Auch in dieser tun beide Seiten oft so, *als ob* ... Es ist daher kein Zufall, dass die *Dresdner Bank* in ihrem Schulungsmaterial mit einem so genannten »Finanz-Doktor-Modell« arbeitet (vgl. Süddeutsche Zeitung, 18. 3. 2004). Der Berater soll an Hand eines Fragenkataloges ein Profil der Bedürfnisse des Kunden erstellen (Symptome), dann analysieren, was der Kunde tatsächlich braucht (Diagnose), und zuletzt »erreichen, dass der Kunde entsprechend handelt« (Behandlung).

Die Interaktion im Berater-Kunde-System funktioniert allerdings nur, wenn das *als ob* nicht offen gelegt wird, wenn es nicht thematisiert und reflektiert wird. Der Berater darf es nicht thematisieren, weil es kaum gesetzeskonform wäre und weil es zum andern den Kunden beleidigen würde (»Sie wissen in Wirklichkeit ja gar nicht, wovon ich rede, und Sie wissen auch nicht, was Sie gleich tun werden ...«). Und mancher Berater wird auch nicht zuviel darüber nachdenken wollen, um seine Rolle einigermaßen überzeugend spielen zu können und kein allzu schlechtes Gewissen zu bekommen. Der Kunde darf das *als ob* nicht thematisieren, weil er zum einen sein Gesicht wahren möchte (»Ich bin ja nicht blöd ...«) und weil er zum andern sonst ja nicht zu einem Abschluss, einer Anlage seines Geldes käme. Berater und Kunde spielen ihre Rollen. Sie *müssen* so tun *als ob* – und dürfen nicht darüber sprechen.

Dies stillschweigende, wenngleich manchmal augenzwinkernde Einverständnis ist eine notwendige, aber keine hinreichende Voraussetzung für die wundersame Freundschaft. Das System *Anlageberatung* funktioniert nur, wenn in der Interaktion Vertrauen entsteht und erhalten bleibt. Zum einen müssen sich beide, Kunde und Berater, darauf verlassen, dass der andere sich entsprechend seiner Rolle verhält und im »*als ob*« handelt. Und für den Kunden ist das Vertrauen essentiell, weil die Empfehlung und die darauf bauende Entscheidung reale Konsequenzen für ihn haben. Während zu Beginn die »Interaktion des *als ob*« funktional notwendig ist, um überhaupt einen Beratungsprozess beginnen zu können, wird sie in dem Moment kritisch, in dem eine konkrete Entscheidung für oder gegen die Empfehlung getroffen werden muss.

Das Vertrauen bei der persönlichen Kapitalanlageberatung ist durch viele Faktoren bestimmt. Zunächst einmal gibt es das Gesetz, insbesondere hier das WpHG, und die

Rechtsprechung, die sozusagen ein Grundvertrauen rechtfertigen, wenngleich wir gezeigt haben, dass die Vorgaben des WpHG in der Praxis nicht erfüllt werden.

Dann gibt es die Institution der Bank oder Sparkasse, an die sich der Kunde wendet und der er offenbar ein hinreichendes Vertrauen entgegenbringt. Die Banken sind sich der Wichtigkeit dieses Faktors durchaus bewusst. Sie wissen, dass etablierte und bekannte Banken und Sparkassen einen höheren Vertrauensbonus genießen als beispielsweise selbständige Anlageberater oder Finanzdienstleister. Mit langer Tradition und großer Erfahrung kann gut um Vertrauen geworben werden. Und nicht ohne Grund heißt es bei der *Deutschen Bank*: »(Der Berater) setzt sich für Ihr Geld so ein, als wäre es sein eigenes«. Dies sind zweifellos geschickte Versuche, das latente Misstrauen jedes Kunden gegenüber jedem Verkäufer auszuhebeln. Da der Berater in erster Linie an den Kunden denkt, so die Botschaft, gibt es keinen Grund für den Kunden, der Bank nicht zu vertrauen.

Aber selbstverständlich sind sich wohl die meisten Kunden darüber im Klaren, dass der Berater als Verkäufer auch persönliche und institutionelle Interessen verfolgt. Denn in Deutschland dürfen Banken und Sparkassen an bestimmten Verkäufen verdienen (während beispielsweise in Israel der möglichen Interessenkonflikte wegen Banken keine Anlageberatung durchführen dürfen). So gibt es bei Banken und Sparkassen oft »Hausvorgaben«, also Vorgaben an die Berater, bestimmte Anlageoptionen vorrangig zu empfehlen. Und die Berater raten gerne (d.h. unnötig häufig) zu Umschichtungen, weil sie mit jeder Transaktion eine Provision verdienen. Im Übrigen sind auch unabhängige Finanzdienstleister wegen der erfolgsabhängigen Vergütung ihrer Außendienstmitarbeiter eher verkaufs- als beratungsorientiert. Ganz falsch sind die zitierten Werbe-Aussagen aber auch nicht, denn der Berater und seine Institution sind nicht (nur) an kurzfristigen Verkaufserfolgen interessiert, sondern (auch) an langfristiger Kundenbindung. Diese wird vor allem dann erreicht, wenn der Kunde seine Interessen durch die Institution gut vertreten sieht.

Das Vertrauen in den Berater ist einerseits durch kontextuelle Faktoren (Gesetz und Institut), andererseits aber auch durch spezifische individuelle Faktoren bestimmt. Zum ersten ist es die vom Kunden vermutete Ehrlichkeit des Beraters, also die Hoffnung und Erwartung, dass ihm keine Kapitalanlage empfohlen wird, die seinen Interessen zuwider läuft. Diese Hoffnung kann durch suggestives und drängendes Verhalten des Beraters leicht irreversibel enttäuscht werden und Misstrauen wecken. Sie kann durch offenes und abwägendes Verhalten, das dem Kunden Rückzugsmöglichkeiten und Entscheidungsspielräume bietet, gestützt werden.

Zum zweiten ist es die vom Kunden erwartete fachliche Kompetenz, die der Berater allerdings sofort durch die Art und Weise seiner Beratung bestätigen muss. Ein Berater, der eine individualisierte Beratung anbietet, d.h. der alle Fragen beantworten und alle Aspekte von Kapitalanlagen erklären kann, wird eher als kompetent wahrgenommen als ein Berater, der allzu offensichtlich das »Standardprogramm« abspult. Und es ist klar, dass ein Berater vor allem dann als kompetent wahrgenommen wird, wenn er erfolgreich ist, d.h. wenn seine Empfehlungen Gewinne bringen bzw. Verluste vermeiden. Zwar weiß der Berater ebenso wenig wie der Kunde, was in Zukunft sein wird, aber ein Kunde, der seinem Berater vertraut, tut so, als wüsste der Berater es. »Wer



Vertrauen erweist, nimmt die Zukunft vorweg« heißt es bei Luhmann (1973, S. 8), d.h. aus den möglichen (zukünftigen) Ausgängen einer Anlageentscheidung hält der Kunde diejenige für sicher, auf die der Berater seine Empfehlung aufbaut. Der Berater ist deshalb einer ständigen Bewährung ausgesetzt: Alle Verluste als Folge empfohlener Anlagen können als Zeichen mangelnder fachlicher Kompetenz gedeutet werden.

#### 8. *Ist alles gut so? Sollte »man« etwas tun?*

Es stellt sich die Frage, warum überhaupt etwas verändert werden soll, wenn offenbar alles zu funktionieren scheint? Warum sollte man also überhaupt ein Bewusstsein für eine Verbesserung der Beratungsqualität schaffen und damit vermutlich zunächst Unruhe und Unzufriedenheit stiften? Woran kann man überhaupt festmachen, dass eine bessere Beratung besser wäre, d.h. für wen? Es gibt durchaus Gründe für Veränderungen:

Zunächst mit Blick auf den Kunden: Es gibt viele Untersuchungen zum Zusammenhang zwischen der Kompetenz, dem Wissen, der Haltung gegenüber Ambiguität und der Risikobereitschaft von Privatanlegern (z.B. Schubert, Gysler & Brachinger, 2002). Die Risikobereitschaft ist um so größer, je kompetenter ein Anleger ist oder sich fühlt und je weniger Ambiguität er gegenüber Anlagealternativen empfindet. Durch eine qualitativ bessere Beratung lassen sich auf Unkenntnis und Unwissen basierte Ambiguität und Hilflosigkeit reduzieren. Damit wird die Basis für die Bereitschaft zu größeren Anlagesummen und häufigeren und/oder riskanteren Transaktionen geschaffen, die aber auch eine höhere Rendite versprechen. Da auf Grund der demographischen Entwicklung der Gesellschaft die Versorgung im Alter durch soziale Renten- und Alterssicherungssysteme nicht mehr garantiert sein wird, wird eine private Altersvorsorge wichtiger. Eine renditesichere Geldanlage wird somit zukünftig zu einer wesentlichen Komponente einer effektiven Altersvorsorge werden.

Dann mit Blick auf den Berater: Eine Verlagerung des Schwerpunktes von einem Verkäufer zu einem Berater wird dem Selbst- und Fremdbild eines Anlageberaters eher gerecht. Auch wäre der Anlageberater in seiner fachlichen Kompetenz stärker gefordert, und eine Erweiterung und Bereicherung der Arbeit hat positive Wirkung auf Engagement und Identifikation des Beraters mit seiner Arbeit.

Und schließlich mit Blick auf das Finanzinstitut: Der stärkste Einwand, der von Banken und Sparkassen gegen eine Verbesserung der Beratung im Sinne einer besseren Kundenorientierung und, wie wir gezeigt haben, auch im Sinne des WpHG, vorgebracht wird, lautet ganz simpel: Eine kompetente, also ausführliche und sorgfältige persönliche auf die besonderen Bedürfnisse und Lebensumstände des einzelnen Kunden zugeschnittene Beratung, ist für das breite Massengeschäft zu teuer. Eine solche Beratung ist eine zeitaufwendige Dienstleistung, deren Kosten durch die kassierten Umsatzprovisionen nicht gedeckt werden (vgl. Kaas, Schneider & Zuber, 2002), bzw. sich erst bei relativ großen Depots lohnt (vgl. Sternberger-Frey, 1996). Das ist in der Tat ein Dilemma, vor dem auch ein qualitätsbewusstes Unternehmen steht. Aber stimmt das Argument? Wir geben zu bedenken: (1) Es gibt eine hohe Fluktuation der Depots, mit einiger Wahrscheinlichkeit oft als Folge schlechter oder jedenfalls als

schlecht erlebter Beratungsqualität. (2) Nur die ersten Beratungen eines sozusagen naiven Privatanlegers sind oder wären sehr zeitaufwendig, die folgenden nicht (wenn der Berater seine Kunden und ihre spezifischen Lebensumstände kennt und der Kunde besser Bescheid weiß). (3) Durch individualisierte Beratung können neue Kundensegmente identifiziert, gewonnen und gebunden werden – beispielsweise ältere Menschen, die bisher einer Kapitalanlage in Wertpapieren noch eher zögerlich gegenüberstehen, weil sie die Risiken einer solchen Anlage auf Grund ihres of geringeren Informationsstandes höher wahrnehmen (Blais & Weber, 2001; Lopes, 1987). Banken könnten neue Kunden gewinnen, wenn sie ältere Menschen gezielt ansprechen und auf die speziellen Bedürfnisse ältere Menschen eingehen würden bzw. das Alter des Anlegers und der damit einhergehenden Implikationen für eine Investition am Aktienmarkt stärker berücksichtigen. Bislang scheint dies noch nicht optimal zu laufen, wie der Banker Horst Kalz feststellt (Der Tagesspiegel, 26. Juni 2004): Das Alter wird bei der Beratung zu wenig berücksichtigt. So kann es sein, dass eine Geldanlage, die für einen 30-jährigen als Altersvorsorge gut geeignet ist, für einen 60-jährigen auf Grund der langen Laufzeit vollkommen unsinnig ist. Dass von Seiten dieser Kundengruppe Interesse und Bedarf an qualifizierter Beratung besteht, erkennt man daran, dass sich ein Netzwerk unabhängiger Bankkaufleute im Ruhestand mit dem Namen »Alte Hasen« trotz hoher Beratungskosten halten kann (Der Tagesspiegel, 26. Juni 2004).

### *8.1. Und was könnte man tun?*

Abgesehen von denkbarer Konkretisierung der gesetzlichen Bestimmungen, über die sich Juristen die Köpfe zerbrechen mögen, nennen wir beispielhaft einige Ansatzpunkte für Interventionen und in der Praxis realistische Veränderungen. Eine oft diskutierte Möglichkeit, die auch der mit der Verbesserung der Beratungsqualität assoziierten Kostensteigerung Rechnung tragen würde, ist der verstärkte Ausbau der Online-Beratung. Im Internet könnte die Bank viele der zu erhebenden Kundendaten per Online-Fragebogen erfassen und daraus eine Anlageempfehlung ableiten, so die Frankfurter Finanzwissenschaftler Klaus-Peter Kaas und Tobias Schneider (Frankfurter Allgemeine Zeitung, 3. 9. 2001) oder die Frankfurter Unternehmensberaterin Annette Kersch (Frankfurter Allgemeine Zeitung, 6. 4. 2004). Aber auch die beste Online-Beratung kann allenfalls typische Fehler in der persönlichen Beratung vermeiden und Schwankungen in der Tagesform der Berater entgehen. Den Berater ersetzen kann sie nicht. Für die große Mehrheit der Kleinanleger sowie bestimmte Zielgruppen wie ältere Menschen bietet sie keine wirkliche Alternative: Sie setzt bereits Wissen und eine gewisse Kompetenz voraus, weil sie spezifische individuelle Bedürfnisse, Ziele und Erfahrungen des Kunden nicht berücksichtigen kann und weil sie nur in einem sehr engen Optionsspektrum agieren kann (also beispielsweise nicht verschiedene Anlageoptionen prüfen und gegeneinander abwägen kann).

Bei der direkten persönlichen Beratung gibt es folgende Ansatzpunkte für Veränderungen: Zum ersten eine Ausbildung der Berater, die sich an den Zielen und Vorgaben des WpHG orientiert, also anlegergerechte Aufklärung und Beratung in den Mittel-

punkt rückt, sie trainiert und honoriert. Zum zweiten eine kontinuierliche Supervision der Berater, einzeln und im Team, denn ohne Rückmeldung geschulter Beobachter werden Fehler nicht erkannt und vermieden und Möglichkeiten zur Verbesserung nicht wahrgenommen. Zum dritten eine Befragung der Kunden in regelmäßigen Abständen, und zwar nicht auf dem üblichen allgemeinen Niveau der Frage nach der Zufriedenheit, sondern auf einem sehr konkreten Niveau der Frage nach einzelnen Aspekten der Beratungserfahrung. Zum vierten die Entwicklung und Verwendung wissenschaftlich fundierter Verfahren zur Erhebung der Bedürfnisse und Ziele der Kunden und insbesondere seiner Risikoeinstellung

Das *als ob* der Interaktion wird man auch dann nicht auflösen können. Aber es kann in einem gewissen Maße transparent gemacht werden. Wenn Kunde und Berater darüber sprechen können, dass die Aufklärung richtig und nötig ist, aber ihre Grenzen hat, dass eine Empfehlung gegeben, aber auch in Frage gestellt werden kann, dass der Berater nicht nur, aber auch an seine eigenen Interessen denken muss, dann dürfte dies die Haltung des Kunden gegenüber seinem Berater bzw. seiner Bank positiv beeinflussen – und könnte der Beginn einer wunderbaren Freundschaft sein. Dann verstehen sie sich vielleicht tatsächlich – ein wenig.

### Literatur

- Bazerman, M. (1998). *Judgment in managerial decision making* (4<sup>th</sup> ed.). New York: John Wiley & Sons.
- Blais, A.-R. & Weber, E. U. (2001). Domain-specificity and gender differences in decision making. *Risk, Decision and Policy*, 6, 47-69.
- Brachinger, H.W. & Weber, M. (1997). Risk as a primitive: A survey of measures of perceived risk. *Operations Research – Spektrum*, 19, 235-250.
- Der Tagesspiegel. 26. Juni 2004. S.16. »Alte Hasen« räumen das Depot auf.
- Finanztest, Nr. 5/1995. S. 24. Kunden im Verhör.
- Finanztest, Nr. 5/2000. S. 12 ff. Völlig verschnitten.
- Fischer, K. & Jungermann H. (1996). Rarely occurring headaches and rarely occurring blindness: Is rarely = rarely? The meaning of verbal frequentist labels in specific medical contexts. *Journal of Behavioral Decision Making*, 9, 153-172.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung. 8. April 2004. S. 23 f. Die Beratung kommt in Zukunft aus dem Computer.
- Goffman, E. (1969). *Wie alle spielen Theater*. München: Piper.
- Hammond, J. S., Keeney, R. L. & Raiffa, H. (1999). Entscheidungsfindung: Vorsicht vor den Psycho-Fallen. *Harvard Business Manager*, 2, 91-98.
- Jungermann, H. (1999). Advice Giving and Taking. *Proceedings of the 32nd Hawaii International Conference on System Sciences (HICSS-32)*. Maui, Hawaii: Institute of Electrical and Electronics Engineers, Inc. (IEEE).
- Jungermann, H. & Fischer, K. (in press). The role of expertise, experience, and trust in advice giving and taking. In T. Betsch & S. Haberstroh (eds.). *The routines of decision making*. Mahwah, N.J.: Lawrence Erlbaum Associates.

- Jungermann, H., Pfister, H.-R. & Fischer, K. (1998). *Die Psychologie der Entscheidung*. Berlin & Heidelberg: Spektrum Akademischer Verlag.
- Kaas, K.P. & Schneider, T. (2001). Kapitalanlage-Beratung per Mausklick kann eine Alternative zum persönlichen Berater werden. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, Nr. 204, 3. 9. 2001. S. 34.
- Kaas, K. P., Schneider, T. & Zuber M. (2002). Ansätze einer Online-Beratung für Kapitalanleger. In: M. Bruhn & B. Stauss (Hrsg.). *Jahrbuch Dienstleistungsmanagement 2002*. (S. 639-668). Wiesbaden: Gabler.
- Kahneman, D. & Riepe, M. W. (1998). Aspects of investor psychology. *Journal of Portfolio Management*, 24, 52-64.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47, 263-291.
- Kienle, C. J. (2001). § 110. Anlageberatung im Effektengeschäft. In: H. Schimansky, H.-J. Bunte & H.-J. Lwowski. (Hrsg.). *Bankrechts-Handbuch*, Bd. 3. (S. 3469-3484). Beck: München.
- Lopes, L. L. (1987). Between hope and fear: The psychology of risk. *Advances in Experimental Social Psychology*, 20, 255-295.
- Luhmann, N. (1973). *Vertrauen. Ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität*. (2. erw. Aufl.). Stuttgart: Ferdinand Enke.
- Oehler, A. (1992). »Anomalien«, »Irrationalitäten« oder »Biases« der Erwartungsnutzentheorie und ihre Relevanz für Finanzmärkte. *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft*, 4, 97-124.
- Schachter, S. W., Hood, D. C., Andreassen, P. B. & Gerin, W. (1986). Aggregate variables in psychology and economics: Dependence and the stock market. In: B. Gilad & S. Kaish (Eds.). *Handbook of Behavioral Economics*, Vol. B, JAI Press: Greenwich, CT, 237-79.
- Schubert, R., Brown, M., Gysler, M. & Brachinger, H. W. (2002). Gender specific attitudes towards risk and ambiguity: An experimental investigation. In: *Fairness and Cooperation IAREP/SABE Conference Proceedings*, S. 389-401.
- Sternberger-Frey, B. (1996). *Handbuch Rund ums Geld*. Berlin: Stiftung Warentest, 1996.
- Süddeutsche Zeitung. 10. März 2004. Dresdner Bank. »Seien Sie eine Nervensäge mit Stil!«