
Juni 2010

Die Rolle der Beratung und Beratungsintensität in der privaten Vermögensverwaltung

WWZ Forschungsbericht 06/10
(D-124)

Heinz Zimmermann, Philippe Mangold

Die Autoren:

Prof. Dr. Heinz Zimmermann

WWZ, Universität Basel

Finanzmarkttheorie

Peter Merian-Weg 6

CH - 4002 Basel

heinz.zimmermann@unibas.ch

Philippe Mangold, M.Sc. LSE

WWZ, Universität Basel

Finanzmarkttheorie

Peter Merian-Weg 6

CH - 4002 Basel

philippe.mangold@unibas.ch

Eine Publikation des Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrums (WWZ) der Universität Basel.

Diese Publikation und das in ihr dargestellte Forschungsprojekt wurden durch den Förderverein des WWZ finanziell unterstützt.

© WWZ Forum 2010 und des Autors / der Autoren. Eine Reproduktion über die persönliche Nutzung des Papiers in Forschung und Lehre hinaus bedarf der Zustimmung des Autors / der Autoren.

Kontakt:

WWZ Forum | Peter Merian-Weg 6 | CH-4002 Basel | forum-wwz@unibas.ch | www.wwz.unibas.ch

Die Rolle der Beratung und Beratungsintensität in der privaten Vermögensverwaltung

Prof. Dr. Heinz Zimmermann und Philippe Mangold, M.Sc. LSE

1. Einleitung

Ziel des Projekts und der damit verbundenen Forschungsaktivität war es, das in akademischer Hinsicht kaum erforschte Gebiet der Relevanz und Auswirkungen der Finanzberatung im Privatkundengeschäft zu untersuchen. Mit einer zu diesem Zweck aufgebauten Datenbank, die Kunden- und Beratungsdaten von Privatkunden einer Schweizer Bank enthält, sollten damit verbundene Fragestellungen empirisch erforscht werden.

Nicht-professionelle Anleger sehen sich hinsichtlich ihrer Anlageentscheidungen mit speziellen Herausforderungen konfrontiert: Campbell (2006) analysiert die komplexen Entscheidungen von Haushalten, die nicht handelbare Anlagen (Humankapital), illiquide Anlagen (Immobilien), Besteuerung und „borrowing constraints“ beinhalten. In deskriptiver Hinsicht ist daher die Frage relevant, wie Haushalte ihre Portfolio- und Investitionsentscheidungen treffen. Fischer und Gerhardt (2007) argumentieren, dass Finanzberatung ein bedeutsamer Faktor in Portfolioentscheidungen von Haushalten ist. Empirische Studien zeigen dann auch, dass viele Haushalte tatsächlich Finanzberatung in Anspruch nehmen, weshalb dies ein wesentlicher Faktor bei der Analyse des Anlageverhaltens nicht-professioneller Investoren zu sein scheint. Allerdings ist diese Variable kaum beobachtbar und, falls doch mess- oder quantifizierbar, nicht leicht zu interpretieren. Insbesondere ist es a priori unklar, wodurch sich gute Finanzberatung auszeichnet. Auch die Literatur bietet kaum Hinweise auf objektiv nachvollziehbare Kriterien.

In Rahmen des vorliegenden Projekts wurde versucht, die Häufigkeit und „Stärke“ der Beratung eines Kunden über die Zeit, die *Beratungsintensität*, messbar zu machen und diese

Variable in empirischen Untersuchungen zu verwenden. So wären Erkenntnisse bezüglich Fragestellungen wie zum Beispiel Zusammenhänge zu risikoadjustierten Renditen, ob es eine Sättigung an Beratung gibt, inwiefern Unterschiede zwischen Geschlechtern relevant sind oder wie sich die grundsätzlichen Portfoliostrukturen gegeben den Beratungscharakteristika verändern, interessant. Die dafür verwendete Datenbank enthält die Portfoliopositionen von 41'713 Privatkunden einer Schweizerischen Bank, aufgezeichnet während 275 Wochen. Die Einzigartigkeit der Datenbank ergibt sich aus der Verfügbarkeit der vollständigen Portfoliopositionen der entsprechenden Bankkunden zu jedem Zeitpunkt sowie demographischer Daten und Angaben zu Deckungsbeiträgen, die einzelne Kunden generieren. Aufzeichnungen der Portfoliopositionen beschränken sich allerdings auf an Finanzmärkten gehandelte Wertpapiere. Nicht vorhanden sind Daten der Kunden hinsichtlich anderer Anlagen (z.B. Immobilien) oder zukünftig erwarteter Finanzierungsbedürfnisse.

2. Literatur zur Finanzberatung

Unter Finanzberatung verstehen wir in dieser Studie den Prozess der Beratung, der zur Empfehlung konkreter Anlagestrategien und deren Implementierung unter Berücksichtigung der individuellen Kundenbedürfnisse führt. Finanzberater sind Individuen oder Firmen, die derartige Dienstleistungen anbieten.

Bisherige Forschungen haben gezeigt, dass die Existenz einer grossen Investorengruppe hinsichtlich Finanzanlagen eher unsophistiziert ist: Pelizzon und Weber (2008) finden, dass sich 76 Prozent der Investoren in ihrem Datenset einer Italienischen Bank höchstens eine Stunde pro Woche mit Finanzmärkten, bzw. ihren Anlagen, auseinandersetzen. Capon, Fitzsimons und Prince (1996) zeigen, dass eine Mehrheit von Anlegern in Fonds nicht wusste, ob eine inländische oder ausländische Bank den Fonds verwaltet oder in welchen Anlageklassen der Fonds investiert ist. Goetzmann und Kumar (2008) zeigen auf, dass eine deutliche Mehrheit von Privatinvestoren ihre Renditen aufgrund mangelnder Diversifikation signifikant mindern.

Beratung scheint allerdings populär zu sein: Eine Umfrage des Investment Company Institute (ICI, 2007) findet, dass 82 Prozent von Fondsinvestoren zumindest teilweise professionelle Beratung in Anspruch nehmen. Wie Allen (2001) vermutet, scheint die Beratung ein zentrales Element bei Anlageentscheidungen von Privatinvestoren zu sein.

Als mögliche Gründe für die Inanspruchnahme von Finanzberatung werden Evaluation der eigenen Risikotoleranz und Motive sozialer Interaktion genannt (Fischer und Gerhardt, 2007). Guiso und Jappelli (2006) untersuchen empirisch die Wahrscheinlichkeit, Finanzberatung in Anspruch zu nehmen. Mittels eines Probit-Modell finden sie, dass die Wahrscheinlichkeit positiv mit Risikoaversion und Ausbildungsdauer zusammen hängt.

Ein wichtiger Aspekt ist, inwiefern für Finanzberatung Gebühren verlangt werden kann. Fischer und Gerhardt (2007) erklären am Beispiel von Deutschland, dass – ganz im Gegensatz zu den USA – die Beratungsgebühren in den Transaktionskosten enthalten sind und nicht explizit entrichtet werden müssen. Dies schafft das Problem, dass es für Privatinvestoren möglich ist, kostenlose Beratung bei einer Bank zu erhalten und die entsprechenden Transaktionen bei einer anderen Bank zu vollziehen.

3. Quantifizierung der Finanzberatung

In der Datenbank enthalten sind die Zeitpunkte, an denen Beratungskontakte statt gefunden haben, wie beispielsweise die Zeitpunkte von Telefongesprächen von Beratern mit Kunden. Allerdings wurden diese völlig unzuverlässig erhoben und sind daher gemäss Auskunft der betreffenden Bank nicht sinnvoll verwendbar. In der Literatur sind auch keine Vorschläge zur Verwendung von indirekten Massen zu finden.

Daher wurden im Rahmen dieser Studie mehrere alternative Masse zur Quantifizierung der Beratungsintensität untersucht.

- **Deckungsbeiträge:** Das Datenset enthält die mit einzelnen Beratungsmandaten erzielten Deckungsbeiträge. Diese können unter der Annahme, dass höhere Deckungsbeiträge mit einer höheren Beratungsintensität einhergehen, als Mass für letzteres verwendet werden. Ein Nachteil dieses Masses ist, dass Deckungsbeiträge mit dem Portfoliowert positiv korreliert sind.
- **Anzahl Mandate pro Kundenberater:** Wir betrachten, wie viele Investoren von einem Kundenberater betreut werden. Unter der Annahme, dass der Berater seine Zeit gleichmässig auf alle Kunden aufteilt, können wir die Anzahl Mandate pro Kundenberater als inverses Mass für die Beratungsintensität verwenden. Ein Nachteil

bei dessen Verwendung in empirischen Studien ist, dass ein grosser Teil der Investoren jeweils die gleiche Beratungsintensität aufweisen.

- **Transaktionsclustering:** Durch Beobachtung der Transaktionen über die Zeit für jeden einzelnen Kunden können wir möglicherweise annehmen, dass je höher die Clusterbildung der Transaktionen (also die Konzentration von Transaktionen an gewissen Zeitpunkten), desto höher die effektive Finanzberatung ist. Weiter können wir annehmen, dass die Beratungsintensität höher ist, wenn mehr Cluster über die Zeit beobachtet werden. Bei der Messung der Beratungsintensität via Transaktionsclustering fliesst sowohl die Stärke der Clusterbildung sowie die Anzahl der Cluster ein. Die Stärke der Clusterbildung wurde mittels statistischer Entropie quantifiziert (Theil, 1972; Horowitz und Horowitz, 1968), wobei eine tiefe Entropie eine starke Clusterbildung und damit eine hohe Beratungsintensität bedeutet.

Bei einigen Massen, die wahrscheinlich gut geeignet wären, besteht das Problem, dass sich nur kleine Differenzen zwischen einzelnen Bankkunden ergeben und sich daher auch die Ergebnisse nicht genügend voneinander unterscheiden. Beispielsweise wäre es hilfreich, klar zwischen hoher und tiefer Beratungsintensität diskriminieren zu können.

Hinsichtlich der oben beschriebenen Masse ist es allerdings so, dass wir nach entsprechenden statistischen Tests davon ausgehen müssen, die beiden ersten Masse nicht sinnvoll zur Quantifizierung der Beratungsintensität verwenden zu können. Daher wird für die nachfolgenden Untersuchungen das Transaktionsclustering verwendet. Ein zentrales Problem bei diesem Mass ist die Abgrenzung von Effekten, die durch Freude am Handeln von Finanzaktiva verursacht werden. Um diese Effekte zu mindern, wurden nur Transaktionen in die Berechnung miteinbezogen, die nicht via Internet in Auftrag gegeben wurden. Als Transaktionen gelten Käufe oder Verkäufe von Aktien, Obligationen oder Fonds, hingegen haben wir derivative Instrumente ignoriert. Der Grund dafür ist, dass wir glauben, dass Finanzberater eher weniger Derivate empfehlen, sondern sich auf Aktien, Obligationen und Fonds beschränken. Ein Nachteil der Verwendung dieses Entropiemasses ist eine gewisse Inflexibilität: Es ist beispielsweise nicht möglich, die Transaktionen wertgewichtet einfließen zu lassen.

Die Datenbank umfasst den Zeitraum von März 2000 bis Juni 2005. Die in der Datenbank vorhandenen Aufzeichnungen beziehen sich auf Personen, deren Vermögen bei der Bank bis

zum 31. Dezember 2002 mindestens einmal CHF 75'000 überschritten hat. Dies zeigt, dass die Stichprobe in Richtung vermögender Anleger verzerrt ist. Bei diesem Vermögen können wir davon ausgehen, dass die Bankkunden durchaus in der Lage wären, ihr Portfolio sinnvoll zu diversifizieren. Dies ist ein fundamentaler Unterschied zur bisherigen empirischen Forschung. Dort wurden Datensets von Internethandelsplattformen verwendet, wobei dort handelnde Investoren durchschnittlich weniger wohlhabend sind und eher zu häufigem Handeln neigen. Zudem wurden aus der Datenbank Konten eliminiert, welche die Bank diskretionär verwaltet. Die Datenbank ist relativ stabil, da durchschnittlich nur 0.21 Prozent der Investoren pro Monat die Bank verlassen haben. Der durchschnittliche Kunde hält 4.0 (Median: 2.6) Aktien zu einem Portfoliowert von CHF 36'200 (Median: 48'120). Weiter zeigen die Daten, dass Männer deutlich häufiger als Frauen ihr Portfolio umschichten, während der durchschnittliche Portfoliowert von Männern etwa gleich wie derjenige von Frauen ist.

4. Hypothesen und empirische Erkenntnisse

Hinsichtlich der Überprüfung der empirischen Validität des Transaktionsclusterings zur Quantifizierung der Beratungsintensität wurden einige deskriptive Statistiken betrachtet. Beispielsweise ist der Stichprobenkorrelationskoeffizient zwischen dem Intensitätsmass und dem durchschnittlichen Portfoliowert – entgegen Intuition, wonach wir einen positiven Zusammenhang erwarten würden – leicht negativ (-0.082), und auf dem 10%-Konfidenzniveau statistisch signifikant. Dies lässt zwei mögliche Schlüsse zu: Entweder das Mass kontrolliert implizit den Portfoliowert oder es ist nicht geeignet, um Beratungsintensität zu quantifizieren. Die Korrelationskoeffizienten zwischen dem Transaktionsclusteringsmass und den Deckungsbeiträgen sowie der Anzahl Mandate pro Kundenberater sind fast Null und statistisch insignifikant.

Obwohl die Validität des Transaktionsclusterings fraglich ist, haben wir nachfolgende Hypothesen zu Finanzberatung formuliert und durch entsprechende Regressionen getestet.

- **H1:** Kunden mit höherem Portfoliowert konsumieren mehr Finanzberatung als Kunden mit tieferem Portfoliowert.

Wir würden erwarten, dass Kunden mit einem höheren Portfoliowert mehr Finanzberatung erhalten als Kunden mit einem tiefen. Da der entsprechende Koeffizient statistisch insignifikant ist ($p\text{-value}=0.268$), müssen wir allerdings davon ausgehen, dass Kunden mit höherem Portfoliowert nicht mehr Finanzberatung konsumieren mehr als Kunden mit tieferem Portfoliowert.

- **H2:** Frauen konsumieren stärker Beratung als Männer.

Die Hypothese, dass Frauen stärker Finanzberatung konsumieren als Männer ist an Barber und Odean (2000) und an Barber und Odean (2001) angelehnt, die übermässiges Selbstvertrauen von Männern relativ zu Frauen finden. Die entsprechende Nullhypothese wird auf dem 10%-Signifikanzniveau verworfen ($p\text{-value}=0.085$), was andeutet, dass Frauen mehr Finanzberatung konsumieren als Männer.

- **H3:** Höhere Beratungsintensität ist mit höheren Portfolioumschichtungsraten assoziiert.

Diese Hypothese bezieht sich auf die Idee, dass Berater Anreize haben, ihren Kunden mehr Portfolioumschichtungen zu empfehlen, da sie direkt oder indirekt von hohen Portfolioumschichtungsraten profitieren. So weist Allen (2001) auf die Wichtigkeit von Agency-Problemen bei der Finanzberatung hin. Er schreibt von einer deutlichen Abnahme von direkten im Vergleich zu indirekten Investitionen über die letzten 50 Jahre. Die durchgeführte Regression schätzt den Einfluss der Beratungsintensität auf monatliche Portfolioumschichtungsraten, einmal auf Basis von Aktien als Subportfolio und einmal auf Basis des gesamten Portfolios. Allerdings sind beide Einflüsse nicht signifikant ($p\text{-value}=0.371$ und ($p\text{-value}=0.264$), weshalb die entsprechenden Nullhypothesen nicht verworfen werden können.

- **H4:** Beratungsintensität beeinflusst die Anzahl verschiedener Anlagen im Portfolio.

Diese Hypothese wurde ungerichtet formuliert, da nicht a priori klar ist, in welcher Richtung ein Effekt zu erwarten ist. So ist es durchaus möglich, dass ein Kunde mit hoher Beratungsintensität wenige Anlagen im Portfolio hat (und damit eher schlecht diversifiziert ist), da der Berater hinsichtlich der Auswahl der Einzelanlagen eher konfident ist. Andererseits ist es vorstellbar, dass Berater zu einer höheren Anzahl Anlagen raten, da eine höhere Anzahl mehr Gebühren generiert.

Der Koeffizient ist negativ und auf dem 10%-Niveau signifikant ($p\text{-value}=0.092$), was darauf hin deutet, dass Kunden mit höherer Beratungsintensität eine tiefere Anzahl Anlagen im Portfolio halten. Dies wäre ein interessantes Ergebnis vor dem Hintergrund der Studien von Goetzmann und Kumar (2008) und Ivkovic, Sialm und Weisbenner (2006), welche die zu tiefe Diversifikation analysieren. Delegation von Investitionsentscheidungen könnten diese Effekte teilweise begründen.

- **H5:** Beratungsintensität beeinflusst die risikoadjustierte Rendite des Portfolios.

Da es sowohl denkbar ist, dass Berater tatsächlich Überrenditen erwirtschaften können oder höhere Beratungsintensität mit tieferen Renditen assoziiert ist, macht es Sinn, diese Hypothese ebenfalls ungerichtet zu formulieren. Die Risikoadjustierung erzielter Renditen wurde mit dem Carhart (1997) Modell vorgenommen. Risikoadjustierung ist im auch vorliegenden Kontext wichtig, da beispielsweise Joerg und Loderer (2006) aus Daten einer Umfrage aufzeigen, dass bei delegierten Investitionsentscheidungen eher Anlagen mit höherem Risiko gewählt werden, und zwar unabhängig von der Risikoaversion der beratenen Person. Die Daten zeigen keinen signifikanten Einfluss der Beratungsintensität auf die Portfoliorenditen, weder in positiver noch negativer Hinsicht.

Wichtig scheint die Anmerkung, dass eine hohe risikoadjustierte Performance zu erzielen bei Weitem nicht der einzige Massstab für eine sinnvolle und gute Finanzberatung ist. Ohne nähere Informationen zu den Bedürfnissen einzelner Kunden und ohne Kenntnisse ihrer sonstigen Anlagen (beispielsweise Immobilien oder Konti bei anderen Banken) lässt sich darüber nicht mehr aussagen.

Die Resultate sind teils leider kontraintuitiv und es scheinen begründete Zweifel angebracht, ob die verwendeten Masse tatsächlich geeignet sind, um Beratungsintensität hinreichend gut quantifizieren zu können. Leider ist es nicht gelungen, sinnvolle Alternativen zu finden, die klarere Schlüsse hinsichtlich der Hypothesentests zulassen.

5. Referenzen

- Allen, Franklin, 2001, Do Financial Institutions Matter?, *Journal of Finance* 56, 1165-1175.
- Barber, Brad M., and Terrance Odean, 2000, Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors, *Journal of Finance* 55, 773-806.
- Barber, Brad M., and Terrance Odean, 2001, Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment, *Quarterly Journal of Economics* 116,261-292.
- Campbell, John Y., 2006, Household Finance, *Journal of Finance* 61, 1553-1604.
- Capon, Noel, Gavan J. Fitzsimons, and Russ Alan Prince, 1996, An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decisions, *Journal of Financial Services Research*, 10(1), 59-82.
- Carhart, Mark M., 1997, On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, 57-82.
- Fischer, Rene, and Ralf Gerhardt, 2007, The Missing Link between Investors and Portfolios: Introducing Financial Advice, *Working Paper*.
- Goetzmann, William N., and Alok Kumar, 2008, Equity Portfolio Diversification, *Review of Finance* 12, 433-463.
- Guiso, Luigi, and Tullio Japelli, 2006, Information Acquisition and Portfolio Performance, *Working Paper*, Center for Research on Pensions and Welfare Policies, No. 52/06.
- Horowitz, Ira, and Ann R. Horowitz, 1968, Entropy, Markov processes and competition in the brewing industry, *Journal of Industrial Economics*, 16, 196-211.
- ICI, 2007, URL: <http://www.ici.org/pdf/fm-v16n1.pdf>, retrieved on April 25, 2008.
- Ivkovic, Zoran, Clemens Sialm, and Scott Weisbenner, 2006, Portfolio concentration and the performance of individual investors, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, forthcoming.
- Joerg, Petra, and Claudio F. Loderer, 2006, Dentists and Managers: Private Investor Profiles, *Working Paper*, University of Berne.
- Pelizzon, Lorian, and Guglielmo Weber, 2008, Are Household Portfolios Efficient? An Analysis Conditional on Housing, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43, 401-431.
- Theil, Henri, 1972, *Statistical Decomposition Analysis*, Elsevier Science & Technology Books, Amsterdam, Holland.