

# Zum Rätsel der Aktienmarktteilnahme in Deutschland

Eine Studie von ForscherInnen der Frankfurt School of Finance & Management und der Goethe-Universität Frankfurt am Main im Auftrag der Deutschen Börse AG

2. Dezember 2019



# INHALTSVERZEICHNIS

Vorworte	5
Einleitung	6
Studienaufbau und Zusammenfassung	7
Methodik und Teilnehmende der Studie	8
<b>1. Mögliche Gründe für die Nichtteilnahme im Überblick</b>	<b>11</b>
1.1 Warum 37 Aussagen zur Aktienmarktteilnahme?	12
1.2 Die Zustimmung zu 37 Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme	14
1.3 Unterschiede in der Zustimmung zu Aussagen bei Frauen und Männern	16
1.4 Unterschiede in der Zustimmung zu Aussagen nach Einkommen	17
1.5 Fazit	18
Appendix zu Kapitel 1	19
<b>2. Welche Rolle spielen Emotionen und Erfahrungen bei der Aktienmarktteilnahme?</b>	<b>21</b>
2.1 Warum Emotionen und Erfahrungen?	22
2.2 Das Gefühl, Aktien zu besitzen	23
2.3 Wie Erfahrungen die Entscheidung beeinflussen, am Aktienmarkt teilzunehmen	24
2.4 Fazit	25
<b>3. Wissen, was man (nicht) über Aktien wissen muss</b>	<b>26</b>
3.1 Warum Finanzwissen?	28
3.2 Tatsächliches und gefühltes Finanzwissen	29
3.3 Was Nicht-Aktienbesitzende glauben, was man wissen muss	30
3.4 Fazit	31
<b>4. Beschränkt rationale Risikopräferenzen und Fehleinschätzungen zum Aktienrisiko</b>	<b>32</b>
4.1 Warum Risikopräferenzen und -einschätzungen?	33
4.2 Bedeutung von Risikopräferenzfehlern für die Aktienanlage	34
4.2.1 Verlustaversion	34
4.2.2 Asymmetrie in antizipierter Reue: Der Gedanke, Gewinne zu verpassen, ist weniger schlimm als der, Verluste hinnehmen zu müssen.	35
4.2.3 Verzerrung von kleinen Wahrscheinlichkeiten	35
4.3 Einschätzungsfehler bezüglich Aktienrisiken	36
4.3.1 (Un)verständnis von Titeldiversifikation	36
4.3.2 (Un)verständnis von Verlustwahrscheinlichkeiten („Intertemporale Diversifikation“)	36
4.4 Fazit	39
<b>5. Schlusswort</b>	<b>40</b>
Literaturverzeichnis	41

## Machen Sie doch mit

Vergleichen Sie Ihre Einschätzungen und Wahrnehmungen zum Aktienmarkt mit denen von Teilnehmenden einer deutschlandweiten Umfrage. Hierzu finden Sie vorab Auszüge aus dem Fragebogen, der die Basis für die Erkenntnisse dieser Studie bildet. Wir möchten Sie herzlich einladen, diese Fragen vorab einmal für sich selbst zu beantworten und etwas darüber nachzudenken.

**Frage 1:** Nennen Sie bitte spontan drei Gefühle, die Sie mit dem Begriff „Aktie“ verbinden.

**Frage 2:** Inwieweit treffen die folgenden Aussagen rund um das Thema „Aktienmarktteilnahme“ auf einer Skala von 1 bis 5 auf Sie zu? 1 entspricht dabei „trifft gar nicht zu“, 5 „trifft voll zu“.

1. Ich habe Angst, dass ich bei einer ökonomischen Katastrophe (z. B. einer Finanzkrise) einen Großteil meines eingesetzten Vermögens verliere.
2. Ich hatte immer vor, in Aktien zu investieren, habe es aber bisher nicht geschafft.
3. Es ist mir unangenehm, die Fragen, die ich zum Thema „Investieren in Aktien“ hätte, zu stellen.
4. Mir fehlt das Wissen, wie man am Aktienmarkt investiert.

**Frage 3:** Was glauben Sie: Was sind die drei wichtigsten Dinge, die man wissen sollte oder über die man sich informieren müsste, wenn man in Aktien investieren will?

**Frage 4:** Wenn Sie heute 100 Euro in den Deutschen Aktienmarkt anlegen würden, was glauben Sie in wie vielen von 100 Fällen hätte Ihr Portfolio in einem Jahr einen Wert von unter 100 Euro? Wie würde Ihre Antwort für fünf bzw. zehn Jahre lauten?

**Frage 5:** Haben Sie den Begriff „Exchange Traded Fund (ETF)“ im Kontext von Finanzen schon einmal gehört bzw. wissen Sie, was er bedeutet?

## VORWORTE

### Vorwort der AutorInnen

Obwohl Deutschland eine der reichsten Volkswirtschaften ist, sparen die Deutschen nur in sehr geringem Ausmaß in Aktien. Sie verschenken damit – zumindest mittel- und langfristig – Rendite. Die Gründe für die Zurückhaltung der Deutschen sind bislang nur wenig erforscht: Es staunt der Fachmann, und der Laie wundert sich. Diese Studie möchte dem ein wenig abhelfen. Wir versuchen, die Gründe für die geringe Teilhabe deutscher Bevölkerung am Aktienmarkt zu beleuchten. Dazu haben wir die wissenschaftliche, internationale Literatur zum Thema herangezogen und verschiedene Erklärungsansätze mithilfe einer deutschlandweit durchgeführten Umfrage untersucht. Eine einfache, allumfassende Antwort haben wir nicht gefunden – dafür aber einige wichtige Ansätze zum Verständnis der geringen Teilhabe am Aktienmarkt, darunter beispielsweise:

- Der häufigste Weg zur ersten Aktie führt über Familie und Freunde – somit bestimmt das soziale Milieu mit darüber, wer Aktien hält und wer nicht.
- Wir zeigen, dass in Deutschland viele Menschen der Ansicht sind, dass ihr Finanzwissen für die Teilnahme am Aktienmarkt nicht ausreicht – auch solche mit guten Finanzkenntnissen. Für eine kostengünstige, breitgestreute und langfristige Anlage über (börsengehandelte) Fonds, wie sie auch von zahlreichen Wissenschaftlern nahegelegt wird, sind solche Kenntnisse allerdings nur in geringem Umfang notwendig: Viele wissen nicht, dass man vieles nicht wissen muss.
- Frauen zeigen mehr Unsicherheiten in Bezug auf Aktien und nehmen – passend hierzu – in geringerem Maß am Aktienmarkt teil.
- Letztlich ist die Bevölkerung in Deutschland außerordentlich risikoscheu. Zudem scheinen insbesondere Risiken einer langfristigen Aktienanlage von einem Großteil der Teilnehmenden überschätzt zu werden.

Aufklärung tut also not. Mit einem Grundverständnis des Risiko-Rendite Zusammenhangs am Aktienmarkt lässt sich informierter entscheiden, ob eine Aktienanlage in Frage kommt – oder eben nicht. Wir hoffen, dass wir mit dieser Studie in Zusammenarbeit mit der Deutschen Börse AG dazu beitragen können.

Sebastian Ebert, Michael Grote, Christine Laudenschick



Sebastian Ebert



Michael Grote



Christine Laudenschick



Hauke Stars

### Vorwort von Hauke Stars

Sparsamkeit gilt in Deutschland als Tugend. So heißt es im Volksmund seit jeher: „Spare in der Zeit, dann hast du in der Not.“ Doch aufgrund der niedrigen Zinsen und der Inflation reicht es heute nicht mehr, klassisch mit Sparbuch und Tagesgeld zu sparen, um ein Vermögen aufzubauen oder die Versorgung im Alter zu gewährleisten. Die deutschen „Sparweltmeister“ legen allerdings nach wie vor gerne sicher an – nur leider nicht immer gewinnbringend. Ihr durchschnittliches Geldvermögen liegt daher im internationalen Vergleich nur im Mittelfeld.

Die in Deutschland weit verbreitete Zurückhaltung, Erspartes am Kapitalmarkt in Aktien, Anleihen oder Fonds zu investieren, wird immer mehr zu einer Herausforderung bei der Vermögensbildung – insbesondere für den Ruhestand. Aufgrund der demografischen Entwicklung in Deutschland gerät die gesetzliche Rentenversicherung zunehmend unter Druck: Die Zuschüsse aus dem Bundeshaushalt zur gesetzlichen Rentenversicherung steigen immer weiter an. Eines scheint klar: Künftig werden die Deutschen länger arbeiten und mehr in die Rentenversicherung einzahlen müssen. Ob dadurch das aktuelle Rentenniveau gehalten werden kann, ist allerdings fraglich. Anlageformen wie Aktien könnten aufgrund ihrer auf lange Sicht guten Renditen ein zusätzliches Einkommen im Ruhestand ermöglichen.

Bei der Deutschen Börse sehen wir es vor diesem Hintergrund als unsere gesellschaftliche Verpflichtung an, die Aktienkultur in Deutschland zu fördern. Die entscheidende Frage lautet: Weshalb nutzen die Deutschen für ihre Vermögensbildung und Altersvorsorge nicht häufiger die Möglichkeiten, die der Kapitalmarkt bietet? Wir haben die Frankfurt School of Finance and Management mit einer Studie beauftragt, um Antworten auf diese Frage zu finden. Nun liegt das Ergebnis dieser Studie vor. Sie gibt wichtige Denkansätze zur Entwicklung einer lebendigeren Aktienkultur in Deutschland.

Ich wünsche Ihnen viel Spaß bei der Lektüre und hoffe, dass die Erkenntnisse der Studie eine Orientierung geben, wie mehr Menschen langfristig vom Sparen mittels Aktien profitieren können.

Hauke Stars  
Mitglied des Vorstands der Deutsche Börse AG



## EINLEITUNG

---

Eine Aktie ist ein Wertpapier, das einen Anteil am Wert eines Unternehmens zusichert. Unternehmen können durch die Ausgabe von Aktien große Projekte finanzieren. Privatpersonen können Teile ihres Ersparnis in Aktien anlegen und so an der Wirtschaftskraft einzelner oder vieler Unternehmen weltweit teilhaben. In Deutschland machen dies jedoch nur wenige Personen. Laut dem Deutschen Aktieninstitut (2019a) lag die Aktienmarktteilnahmequote im Jahr 2018 in Deutschland bei 16 Prozent und ist damit auch im Vergleich zu anderen Ländern wie den USA mit 54 Prozent (Gallup Fragebogen in 2018; siehe Saad 2019) gering. Wer einen ersten Eindruck von möglichen Gründen für diese vergleichsweise gering ausfallende Teilnahme am Aktienmarkt bekommen möchte, kann sich auf dem Titelblatt dieser Studie ein paar der Antworten ansehen, die Personen auf die Frage gegeben haben, warum sie derzeit nicht am Aktienmarkt teilnehmen. Es fallen Begriffe wie Risiko, Angst, kein Geld, Unwissen oder auch Desinteresse. In dieser Studie untersuchen wir genauer, welche Gründe es für die geringe Aktienmarktteilnahme in Deutschland geben könnte.

Warum lohnt es sich, mögliche Gründe für die Entscheidung gegen Investitionen am Aktienmarkt genauer zu betrachten? Eine Aktienanlage ist vor allem dann interessant, wenn man langfristige Sparziele wie die Altersvorsorge verfolgt. Rein rational betrachtet – so argumentieren viele wissenschaftliche Studien – sollten die meisten Sparer(innen) zumindest einen (wenn auch abhängig von der persönlichen Situation manchmal nur kleinen) Teil ihres investierbaren Vermögens in Aktien anlegen. Aus wissenschaftlicher Sicht wird die geringe Aktienmarktteilnahme daher als Rätsel bezeichnet – das sogenannte „(Aktienmarkt-)Teilnehmerätsel“, englisch: „(stock market) participation puzzle“ (nach Haliassos und Bertrout 1995).

Der vermutlich wichtigste Grund, der für eine Aktienanlage spricht, ist die sogenannte Risikoprämie auf Aktien – also das „Mehr“ an Rendite, das man bei Aktien im Vergleich zu etwa einem Sparbuch erwarten kann. Was bedeutet das konkret? Allen Krisen zum Trotz war beispielsweise die durchschnittliche jährliche Wertsteigerung des Leitindex für Aktien in Deutschland, DAX®, in der Vergangenheit beträchtlich: Laut dem DAX-Renditedreieck des Deutschen Aktieninstituts (2019b) waren es seit 1969 bis zum Jahresende 2018 durchschnittlich 7 Prozent pro Jahr.

Über einen längeren Zeitraum hinweg kommt die Risikoprämie auf Aktien noch stärker zum Tragen, wie folgende Beispielrechnung zeigt: Spart man monatlich 10 Euro in ein Sparschwein, so hat man nach 30 Jahren 3.600 Euro angesammelt. Spart man die 10 Euro auf einem Sparbuch mit 2 Prozent

Zinsen, wären es im selben Zeitraum 4.913 Euro. Bei einer unterstellten Rendite von 7 Prozent, also der oben genannten historischen durchschnittlichen Aktienmarktrendite, hätte man nach 30 Jahren 11.697 Euro gespart. Der große Unterschied bei den Erträgen ist die Folge des Zinseszins-effekts (der gleichermaßen für Aktienmarktrenditen gilt): Im zweiten Jahr einer Anlage erhält man nicht nur eine Rendite auf den Anfangsbetrag, sondern auch auf das im ersten Jahr hinzugewonnene Geld. Das Rechenbeispiel zeigt: Bei der Entscheidung darüber, wie sich langfristige Sparziele erreichen lassen (insbesondere die Sicherstellung des Lebensstandards im Alter), kann die Aktienrendite eine entscheidende Rolle spielen.

Doch was ist mit dem Risiko bei einer Aktienanlage? Nicht umsonst wird die höhere Rendite von Aktien als „Risikoprämie“ bezeichnet. In der Tat sind Risiko und Rendite untrennbar miteinander verknüpft, und wer in Aktien investiert, muss bereit sein, Schwankungen im Vermögensaufbau auszuhalten. Berechnet man das Risiko einer Aktienanlage basierend auf historischen Daten, ist es allerdings schwer erklärbar, warum viele Menschen in Deutschland dieses Risiko komplett scheuen. Folgt man den Daten des Deutschen Aktieninstituts (2019b), so ist es seit 1969 kein einziges Mal vorgekommen, dass eine Anlage in den DAX® mit einem Anlagehorizont von mindestens 13 Jahren vor Kosten einen Verlust erzielt hat. Natürlich können sich Aktienkurse in der Zukunft anders entwickeln, als sie dies in den vergangenen Jahrzehnten taten. Allein mit genereller Risikoscheu lässt sich jedoch schwer erklären, warum in Deutschland so viele Menschen überhaupt nicht am Aktienmarkt teilnehmen. Und auch wenn es in vielen Fällen gute Gründe dafür gibt, so bleibt die geringe Teilnahme in der Breite dennoch rätselhaft.

In der internationalen Forschung finden sich viele Erklärungsversuche für die bisweilen gering ausfallende Teilnahme am Aktienmarkt. Die vorliegende Studie geht ebenfalls diesem Rätsel nach – basierend auf einer im Mai 2019 in Deutschland durchgeführten Umfrage. Bei der Entwicklung des Fragebogens für diese Umfrage wurden wissenschaftliche Artikel zum Thema sowie vorhandene Umfragen von Unternehmen oder Organisationen berücksichtigt und weiterentwickelt.

## STUDIENAUFBAU UND ZUSAMMENFASSUNG

In dieser Studie diskutieren wir einige Forschungserkenntnisse zum Thema Aktienmarktteilnahme und werten Ergebnisse einer in Deutschland durchgeführten Umfrage zum Thema aus. Aus dieser Umfrage geht deutlich hervor, dass es nicht eine einzige Erklärung, sondern eine Vielzahl verschiedener und individueller Gründe dafür gibt, warum viele Personen in Deutschland nicht am Aktienmarkt teilnehmen.

In Kapitel 1 diskutieren wir die Zustimmung unserer Studienteilnehmenden zu 37 vorgegebenen Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme (z. B. „Mir fehlt das Wissen, wie man am Aktienmarkt investiert.“). 14 dieser Aussagen, die jeweils verschiedene Bedenken gegen eine Aktienanlage ausdrücken, finden unter mindestens 50 Prozent der Nicht-Aktienbesitzenden Zustimmung (d. h. sie bewerten die Aussage für sich persönlich als „eher zutreffend“ oder „voll zutreffend“). Angst vor einer ökonomischen Katastrophe und generelle Verlustangst, ein zu kleines Vermögen, ein zu geringes Finanzwissen sowie fehlendes Vertrauen in den Aktienmarkt und Angst vor Betrug stellen demnach unter Nicht-Aktienbesitzenden die meistverbreiteten Bedenken dar. Frauen äußern generell häufiger Bedenken gegenüber einer Aktienmarktteilnahme. Ein zu geringes Finanzwissen geben Frauen deutlich häufiger als Hindernis für die Aktienmarktteilnahme an als Männer. Ansonsten erhalten die eben aufgeführten Bedenken sowohl bei Frauen als auch bei Männern und auch über verschiedene Einkommensschichten hinweg breite Zustimmung. Insgesamt schwankt der Anteil der Nicht-Aktienbesitzenden, der die vorgelegten 37 Aussagen als zutreffend bewertet, zwischen 12 und 67 Prozent. Viele Aussagen finden mindestens 35 Prozent Zustimmung – beispielsweise zu nicht vorhandenem Interesse an Aktien, zu einer komplexen Produktauswahl, zu den hohen Gebühren einer Aktienanlage, zu dem mit dieser einhergehenden hohen Zeitaufwand, zur Ungeduld im Umgang mit Aktien oder zu einem unsicheren Arbeitseinkommen. So kommen – aus Sicht der Nicht-Aktienbesitzenden – eine Vielzahl möglicher Gründe für die Nichtteilnahme am Aktienmarkt zusammen, was das Teilnehmerrätsel in Deutschland zumindest weniger rätselhaft erscheinen lässt.

In Kapitel 2 der Studie betrachten wir die Erfahrungen und Emotionen der Befragten hinsichtlich einer Aktienanlage. Nur 23 Prozent der Nicht-Aktienbesitzenden verbinden ein gutes Gefühl mit der Vorstellung, selbst Aktionär zu sein – bei den Aktienbesitzenden sind dies dagegen 61 Prozent. Letztere verbinden mit einem Aktienbesitz auch vermehrt positive Begriffe wie Gewinn und Chance, Stolz oder Freude, während die Gedanken von Nicht-Aktienbesitzenden sich eher um Verluste und Risiken drehen. Risiko und Verlustangst spielen bei den Aktienbesitzenden auch eine Rolle, allerdings eine weniger dominante. Im Hinblick auf Erfahrungen blicken wir in unserer Stichprobe verstärkt auf die Aktienbesitzenden, da die meisten Nicht-Aktienbesitzenden auch in der Vergangenheit schlichtweg keine Erfahrungen mit Aktien gemacht haben. Hier zeigt sich, dass – zumindest in den Anfängen des Aktionärsdaseins – das persönliche Umfeld einen starken Einfluss auf die Aktienbesitzenden hatte: 28 Prozent der Aktienbesitzenden sind direkt über Familie, Freunde, Erbschaften oder Schenkungen zu ihrer ersten Aktie

gekommen, 10 Prozent über den Arbeitgeber. Abschließend gehen wir in diesem Kapitel noch auf den möglichen Einfluss des kulturellen Umfeldes, hier am Beispiel von Ost- und Westdeutschland, ein. Ehemalige Bürger der DDR haben häufiger ein geringes Vertrauen in den Aktienmarkt und empfinden eine Aktienanlage häufiger als unmoralisch.

In Kapitel 3 der Studie untersuchen wir die Bedeutung von Finanzwissen für die Aktienmarktteilnahme genauer. Dabei unterscheiden wir zwischen objektivem (Anzahl richtiger Antworten auf Testfragen) und subjektivem (selbst eingeschätzten) Finanzwissen. Selbst Nicht-Aktienbesitzende mit gutem objektivem Finanzwissen schätzen ihr Finanzwissen mehrheitlich als zu gering für ein Investment im Aktienbereich ein. Ein Grund hierfür scheint zu sein, dass die Mehrheit der Menschen in Deutschland eine falsche Vorstellung davon hat, welches Wissen für eine Teilnahme am Aktienmarkt zwingend erforderlich ist. Dieses notwendige Wissen scheint massiv überschätzt zu werden. Die Mehrheit der Nicht-Aktienbesitzenden glaubt, über einzelne Aktien und die ihnen zugrundeliegenden Unternehmen in Breite und Tiefe informiert sein zu müssen (inklusive der Unternehmensbilanzen). Für die meisten Sparer(innen) ist allerdings eine breit, über viele hunderte Aktien gestreute Anlage besser als eine Anlage in wenige Einzelaktien, da man mit einer breiten Streuung das Risiko deutlich reduzieren kann. Das elementare Wissen um Risikostreuung (und wie man sie sich zunutze machen kann) scheint vielen Nicht-Aktienbesitzenden jedoch zu fehlen. So ist der Begriff „Exchange Traded Fund“ (ETF), der eine Anlageproduktklasse für genau diese breit gestreuten Aktieninvestitionen bezeichnet und auch für kleine Anlagebeträge kostengünstig möglich macht, 72 Prozent der Nicht-Aktienbesitzenden unbekannt, und nur 8 Prozent wissen, was er bedeutet. Ein weltweit anlegender ETF investiert oft in mehr als 1.500 verschiedene Aktien – daran wird auch deutlich, dass man die Bilanz jedes einzelnen Unternehmens ohnehin schwer auswerten kann.

Kapitel 4 beschäftigt sich mit Risikopräferenzen und -einschätzungen, die im wissenschaftlichen Diskurs als „nicht vollständig rational“ oder als „beschränkt rational“ beschrieben werden. Die Verhaltensökonomie bezieht diese in ihre Analysen mit ein und geht so von einem realistischeren Menschenbild als dem des roboterartigen, vollständig rationalen „homo oeconomicus“ aus. Zum einen finden sich einige Hinweise darauf, dass verhaltensökonomische Konzepte wie Verlustaversion, die Übergewichtung von kleinen Wahrscheinlichkeiten und antizipierte Reue eine wichtige Rolle bei der Entscheidung darüber spielen, am Aktienmarkt teilzunehmen oder nicht. Zum anderen scheinen viele Nicht-Aktienbesitzende Schwierigkeiten damit zu haben, das Risiko einer Aktienanlage selbst korrekt einzuschätzen. Ihnen scheint beispielsweise nicht bewusst zu sein, dass sich die Verlustwahrscheinlichkeit einer Aktieninvestition durch einen sehr langen Anlagehorizont (zum Beispiel ein Jahr versus zehn Jahre) typischerweise deutlich verringert. Selbst ein Großteil der Aktienbesitzenden scheint diesen, für eine Aktienanlage sprechenden Aspekt nicht zu kennen oder zu unterschätzen.

## METHODIK UND TEILNEHMENDE DER STUDIE

Die Ergebnisse der Studie beruhen auf einer für Deutschland nach Alter, Geschlecht und Bundesland repräsentativen<sup>1</sup> Online-Umfrage der YouGov Deutschland GmbH<sup>2</sup>, die zwischen dem 02.05. und 10.05.2019 durchgeführt wurde. Die Auswertung der Umfrage basiert auf 2.761 Studienteilnehmenden.<sup>3</sup> Davon sind 667 Personen (24 Prozent) Aktienbesitzende und 2.094 (76 Prozent) Nicht-Aktienbesitzende. Aktienbesitz umfasst dabei sowohl die Direktanlage in Aktien als auch die Investition in Aktienfonds.<sup>4</sup> Die Tabelle A.1 enthält demographische Informationen zu den Studienteilnehmenden.

Unter den Teilnehmenden der Studie sind 52 Prozent weiblich und das Durchschnittsalter beträgt 49 Jahre, 59 Prozent der Teilnehmenden haben ein Nettohaushaltseinkommen zwischen 1.000 und 4.000 Euro, 48 Prozent besitzen eine Immobilie und 15 Prozent haben einen Migrationshintergrund.<sup>5</sup> Diese Daten entsprechen in etwa dem bundesdeutschen Durchschnitt. Der Aktionärsanteil ist in der vorliegenden Studie relativ hoch (siehe Fußnote 4). Im Hinblick auf den Bildungsstand liegen die Teilnehmenden über den deutschlandweiten Vergleichswerten – 45 Prozent haben Abitur, 29 Prozent einen Hochschulabschluss; der bundesdeutsche Durchschnitt liegt hier bei 32 Prozent bzw. 18 Prozent. Die Aktienmarktteilnahme kann durch die Hausbank geprägt sein – die Tabelle zeigt allerdings, dass es zu keiner ‚Verklumpung‘ im Rahmen der Befragung gekommen ist. Es wurden Personen befragt, die Kunde bei unterschiedlichen Formen / Typen von Banken sind. Tabelle A.1 zeigt weiter, dass Aktienbesitzende im Durchschnitt eher männlich, gebildet und wohlhabend sind.

Im Fokus der Studie stehen mögliche Gründe für die geringe Aktienmarktteilnahme in Deutschland. Was Aktienbesitzende dazu bewegen könnte, mehr oder weniger Aktien zu halten, untersuchen wir in dieser Studie nicht im Detail. Beispielsweise wurde der Anteil des Vermögens, den Aktienbesitzende am Markt investiert haben, an keiner Stelle abgefragt. Allerdings

lässt die Zustimmung der Aktienbesitzenden zu verschiedenen Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme einige Rückschlüsse auf deren Wahrnehmung des Aktienmarkts und insbesondere auf Unterschiede zu den Nicht-Aktienbesitzenden zu.

Der dieser Studie zu Grunde liegende Fragebogen wurde auf Basis einer Analyse der wissenschaftlichen Literatur und verschiedener Umfragen von Meinungsforschungsinstituten entwickelt. Zu Beginn der Umfrage wurden offene Fragen zur Wahrnehmung des Aktienmarkts gestellt, um einen ungefilterten Eindruck der ersten Assoziationen der Teilnehmenden zu diesem Thema zu bekommen. Danach wurde die Zustimmung zu 37 vorgegebenen Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme erfragt.<sup>6</sup> Die Auswahl der 37 Aussagen wird in Kapitel 1.1 genauer beschrieben. Zusätzlich wurden weitere offene und feststehende Fragen, unter anderem zu Finanzentscheidungen und zum persönlichen Hintergrund, gestellt. Bei der Darstellung der Ergebnisse in den einzelnen Kapiteln werden die entsprechenden Fragen jeweils aufgeführt.

Gemäß der Natur einer qualitativen empirischen Studie handelt es sich bei den Ergebnissen um subjektive Einschätzungen der Teilnehmenden. Antwortoptionen waren, bis auf die erwähnten Assoziationsfragen zu Beginn der Studie, in den meisten Fällen vorgegeben (z. B. ja / nein, Grad der Zustimmung oder auch Multiple Choice). Die Teilnehmenden hatten bei den meisten Fragen die Möglichkeit, keine Angabe zu machen. Bei der Angabe von Prozentzahlen wurde die Antwortoption „keine Angabe“ in der Regel nicht herausgerechnet. Prozentzahlen sind auf ganze Zahlen gerundet, wodurch es in der Gesamtsumme zu Abweichungen von 100 Prozent führen kann. Alle im Folgenden angegebenen Durchschnittswerte (inklusive der Prozentzahlen) berücksichtigen die vom Umfrageinstitut erstellten Inklusionswahrscheinlichkeiten („Gewichte“), sofern es nicht explizit anders angegeben ist.

<sup>1</sup> Die Zielwerte für diese Merkmale orientieren sich an den Ergebnissen des Zensus 2014. Alle Studienteilnehmenden waren mindestens 18 Jahre alt.

<sup>2</sup> Im Jahr 2000 in London gegründet, ist YouGov mittlerweile mit 35 Standorten in Europa, den USA, im Nahen Osten, Afrika und Asien vertreten. YouGov gehört nach Angaben der American Marketing Association zu den Top 20 Marktforschungsunternehmen der Welt.

<sup>3</sup> Insgesamt haben 3.015 Personen an der Studie teilgenommen. Davon ließen 118 Personen (4 Prozent) die für diese Studie essentielle Frage nach ihrem Aktienbesitz unbeantwortet. Weitere 96 Teilnehmende (3 Prozent) machten zu keiner der Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme eine Angabe und weitere 40 Teilnehmende (1 Prozent) gaben immer dieselbe Antwort (z. B. „trifft eher nicht zu“). Diese Teilnehmenden sind in den folgenden Auswertungen nicht berücksichtigt. Zur Vereinfachung bezeichnen wir die 2.761 verbleibenden Personen im Folgenden als „die“ Studienteilnehmenden.

<sup>4</sup> Laut dem Deutschen Aktieninstitut (2019a) besaßen 2018 in Deutschland 16 Prozent der Bürger(innen) Aktien oder Aktienfonds. Die ausgewiesenen Aktionärsanteile einzelner Studien sind häufig nicht direkt vergleichbar, da sie Aktienmarktteilnahme unterschiedlich definieren und abfragen. Das Deutsche Aktieninstitut (2019a) fragte, so wie in unserer Studie, ob die Teilnehmenden Aktien oder Aktienfonds halten.

In der Haushaltsumfrage der Deutschen Bundesbank (2019) werden Aktien und Aktienfonds separat abgefragt – die Anteile kann man zum Vergleich aber nicht einfach addieren, da Haushalte auch beides halten könnten. Bei den Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts (2019a) lag die Aktionärsquote im Jahr 2018 mit 16 Prozent unter unseren 24 Prozent. Allerdings wurden dort Personen ab 14 Jahren befragt, während in unserer Studie das Mindestalter 18 Jahre betrug. In der Studie „Aktienkultur in Deutschland“ der Aktion pro Aktie (2019) lag die Aktienmarktteilnahme in 2019 bei 29 Prozent. Dort wurden Aktien, Aktienfonds und explizit auch sogenannte Exchange Traded Funds (ETFs) sowie Wertpapiersparpläne miteinbezogen und direkt erwähnt. So erinnern sich die Befragten möglicherweise an diese Produkte oder daran, dass sie Aktien enthalten, was sie bei einer allgemeineren Frage nicht getan hätten.

<sup>5</sup> Alle Teilnehmenden der Studie haben ihren Wohnsitz in Deutschland. Die Nationalität der Teilnehmenden wurde nicht erfragt.

<sup>6</sup> Vier Aussagen wurden Aktienbesitzenden nicht zur Bewertung vorgelegt, da sie logisch nicht zutreffen können (z. B. „Ich hatte immer vor in Aktien zu investieren, habe es aber bisher nicht geschafft“) und drei dieser vier Aussagen wurden auch Nicht-Aktienbesitzenden, die schon einmal Aktien besessen haben, nicht vorgelegt. In der Analyse nehmen wir an, dass die letzteren drei Aussagen keine Zustimmung erfahren hätten (d. h. nicht als „eher“ oder „voll“ zutreffend beantwortet worden wären).



**Tabelle A.1: Überblick über die Studienteilnehmenden**

Charakteristikum	Ausprägung	Anteil ALLE	Anteil Nicht-Aktienbesitzende	Anteil Aktienbesitzende	Deutschland insgesamt
<b>Anteil Aktienbesitzende</b>		24%	0%	100%	siehe Fußnote 4
<b>Geschlecht</b>	Frauen	52%	57%	37%	51%
	Männer	48%	43%	63%	49%
<b>Durchschnittliches Alter</b>		49	49	49	44
<b>Haushaltsnettoeinkommen</b>	< 1.000 Euro	10%	12%	3%	10%
	1.000 bis < 4.000 Euro	59%	60%	56%	64%
	> 4.000 Euro	14%	10%	28%	26%
<b>Anteil Immobilienbesitzende</b>		48%	44%	63%	48%
<b>Verheiratet / eingetragene Partnerschaft</b>		45%	42%	53%	43%
<b>Bankkunde</b>	Sparkasse	39%	40%	37%	
	Volks-/ Raiffeisenbank	17%	17%	19%	
	Privatbank	25%	30%	75%	
	Direktbank	25%	32%	95%	
<b>Schulabschluss</b>	Ohne Schulabschluss	1%	1%	0%	4%
	Haupt- bzw. Volksschulabschluss	16%	18%	7%	30%
	Realschul- oder gleichwertiger Abschluss	36%	39%	28%	30%
	Abitur, Fachhochschulreife	45%	39%	63%	32%
<b>Hochschulabschluss</b>		29%	23%	45%	18%
<b>Migrationshintergrund</b>		15%	15%	13%	12%

Legende: Die Tabelle zeigt demographische Informationen zu allen Studienteilnehmenden sowie – separat – für Nicht-Aktienbesitzende (Spalte 4) und Aktienbesitzende (Spalte 5). Den jeweiligen Charakteristika werden Durchschnittswerte der Bundesbevölkerung (Spalte 6), basierend auf Daten des Statistischen Bundesamtes (siehe Statistische Bundesamt 2013, 2016, 2017, 2018a-d, 2019), gegenübergestellt. Die Angaben in der Tabelle sind nicht mit Inklusionswahrscheinlichkeiten gewichtet. Abweichungen von 100 Prozent erklären sich durch fehlende Beantwortungen (als Grund-

gesamtheit wurden alle 2.761 Studienteilnehmenden bzw. – in Spalte 4 – alle 2.094 Nicht-Aktienbesitzenden und in Spalte 5 alle 667 Aktienbesitzenden herangezogen; Personen, die einzelne Fragen nicht beantwortet haben, werden also mit einbezogen), mögliche Mehrfachnennungen (Bankkunde) und das Offenlassen möglicher Ausprägungen (Familienstand und Schulabschluss). Zu Privatbanken zählen Commerzbank, Deutsche Bank und Postbank. Zu Direktbanken zählen Comdirect, Cortal Consors, DKB und ING (vormals DiBa).

Die Beantwortung der Fragen durch die Teilnehmenden nahm im Median 18 Minuten in Anspruch. Nicht alle in der Umfrage gestellten Fragen werden in dieser Studie diskutiert. In der Datenanalyse folgen wir weitgehend Choi und Robertson (2019) und diskutieren die Zustimmung der Teilnehmenden zu unterschiedlichen Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme. Wie bei Choi und Robertson (2019) und zahlreichen deutschsprachigen Studien zum Thema, werden gelegentlich einfache Gruppenvergleiche diskutiert.

**2.761**

**Studienteilnehmende**  
umfasst die finale Stichprobe.

**24%**

**Studienteilnehmende**  
sind Aktienbesitzende.

**15%**

**Studienteilnehmende**  
haben einen Migrations-  
hintergrund.

**45%**

**Studienteilnehmende**  
sind verheiratet bzw. leben in einer  
eingetragenen Lebenspartnerschaft.

**52%**

**Studienteilnehmende**  
sind weiblich,  
48% sind männlich.

**49**

**Jahre**  
beträgt das Durchschnittsalter  
aller teilnehmenden Personen.

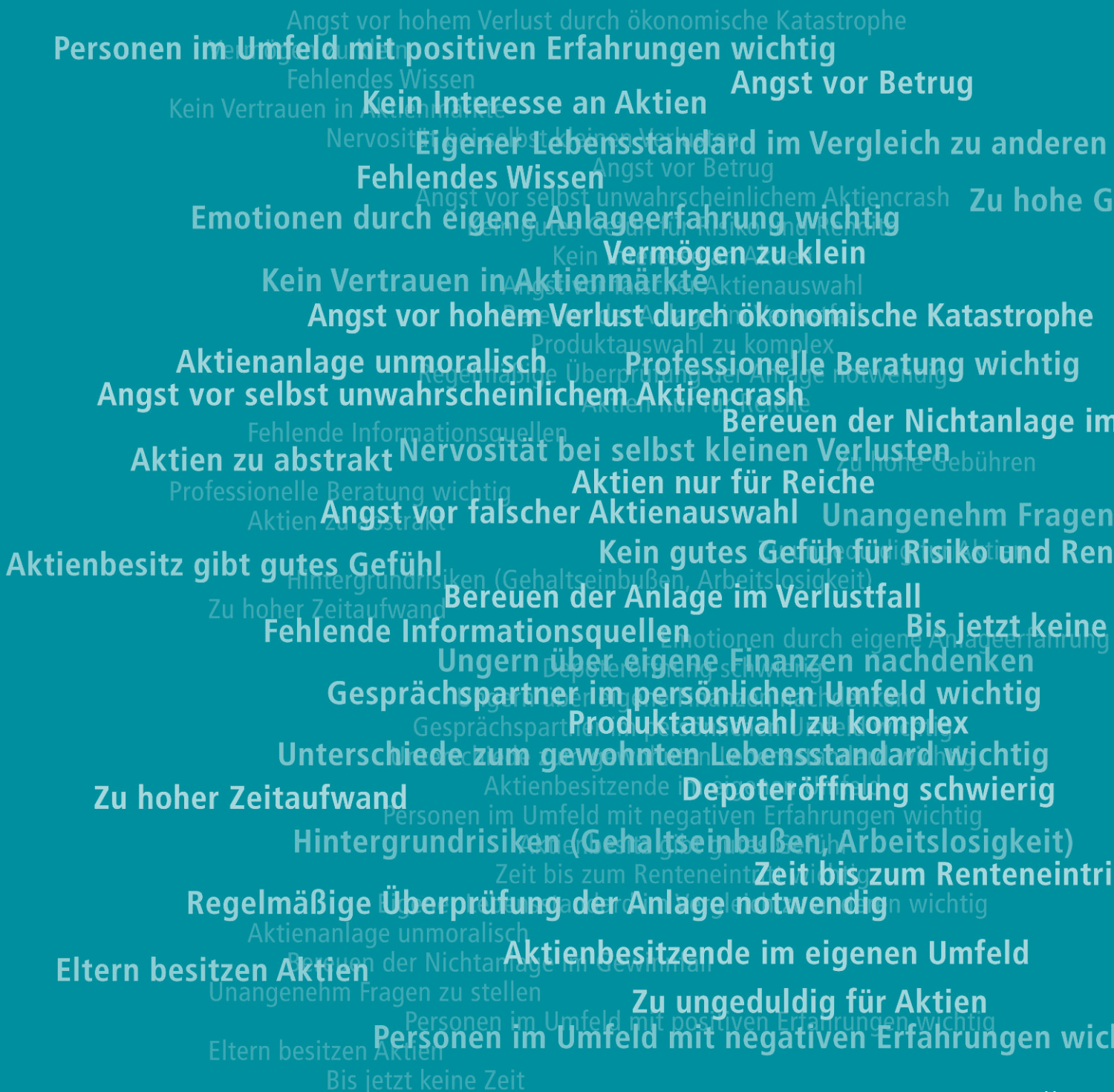
**45%**

**Studienteilnehmende**  
haben Abitur oder Fachhoch-  
schulreife.

**95%**

**Aktienbesitzende**  
sind gleichzeitig auch  
Direktbankkunden.

# 1. Mögliche Gründe für die Nichtteilnahme im Überblick



## 1.1 WARUM 37 AUSSAGEN ZUR AKTIENMARKTTEILNAHME?

In unserer Umfrage lassen wir die Teilnehmenden insgesamt 37 Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme bewerten. Um die Auswahl dieser Aussagen zu motivieren, diskutieren wir zunächst einige bekannte Faktoren, die nach aktuellem Forschungsstand für die Teilnahme am Aktienmarkt eine Rolle spielen können. Diese unterteilen wir in vier Hauptkategorien: neoklassische Faktoren, soziale und persönliche Faktoren sowie verhaltensökonomische Faktoren und Partizipationskosten.<sup>7</sup>

Neoklassische Faktoren, die die Teilnahme am Aktienmarkt beeinflussen, basieren auf Modellen und Theorien, die vollkommene Rationalität aller Marktteilnehmer annehmen. Diese in der neoklassischen Finanzwirtschaftsliteratur beschriebenen Modelle vermitteln eine abstrakte Idee davon, wie man sich am Aktienmarkt verhalten sollte. Risikoaversion oder Risikoscheue ist in dieser Literatur ein wichtiger Faktor, der die Lust auf Aktien verringert, aber nicht vollständig eliminiert (Merton 1969). Der Zusammenhang von Risiko und Rendite ist ebenfalls entscheidend. In dieser Hinsicht stellt die hohe Risikoprämie auf Aktien (Mehra und Prescott 1985), also die erwartete höhere Rendite bei Aktien im Vergleich etwa zum Sparbuch, aus normativer Sicht den vermutlich wichtigsten Grund dafür dar, warum viele Personen zumindest einen kleinen Teil ihres Vermögens in den Aktienmarkt investieren sollten. Dies vor Augen, würde nur eine extrem hohe Risikoaversion eines potenziellen Anlegers zu einer Nichtteilnahme am Aktienmarkt führen (Mankiw und Zeldes 1991). Intertemporale Konsumpräferenzen beschreiben, wie eine Person über die Zeit hinweg konsumieren möchte. Hängt der eigene Konsum sehr stark von den Aktienrenditen ab, spricht dies einer Aktienanlage entgegen, da Schwankungen im Konsum den meisten Menschen unlieb sind (Friedman 1957). Die intertemporalen Konsumpräferenzen bestimmen außerdem den Anlagehorizont. Wer in sein Erspartes in Kürze für einen Hauskauf oder eine andere Ausgabe benötigt, sollte es eher nicht in Aktien anlegen. Hintergrundrisiken sind (im Kontext der Aktienanlage) alle anderen Risiken, denen Personen ausgesetzt sind. Wesentliche Hintergrundrisiken sind das eigene Gesundheitsrisiko, Arbeitsplatzunsicherheit oder zum Beispiel der Verlust des Eigenheims durch eine Naturkatastrophe. Auch wenn eine Person die Aktienmarktteilnahme „an sich“ (soll heißen: prinzipiell und isoliert betrachtet) attraktiv findet, können die unbeeinflussbaren Hintergrundrisiken die Risikofreude bezüglich Aktien verringern (Pratt und Zeckhauser 1987).

Zur Gruppe der sozialen und persönlichen Faktoren zählen Dinge wie Geschlecht, Vermögen und Bildungsgrad sowie das soziale Umfeld, in welchem man sich bewegt und bewegt hat. So steigt die Aktienmarktteilnahme in einer Region beispielsweise stark an, in der Investoren kürzlich Gewinne

am Aktienmarkt erzielt haben (Kaustia und Knüpfer 2012). Die menschliche Persönlichkeit, Überzeugungen und Einstellungen formen sich auch durch das Beobachten anderer und den Erfahrungsaustausch mit Dritten (Malmendier und Nagel 2011). Aus diesem Grund stellen sich an dieser Stelle auch Fragen dazu, welchen Einfluss die Erfahrungen mit und Emotionen bezüglich des Aktienmarktes auf einen potenziellen Anleger haben.

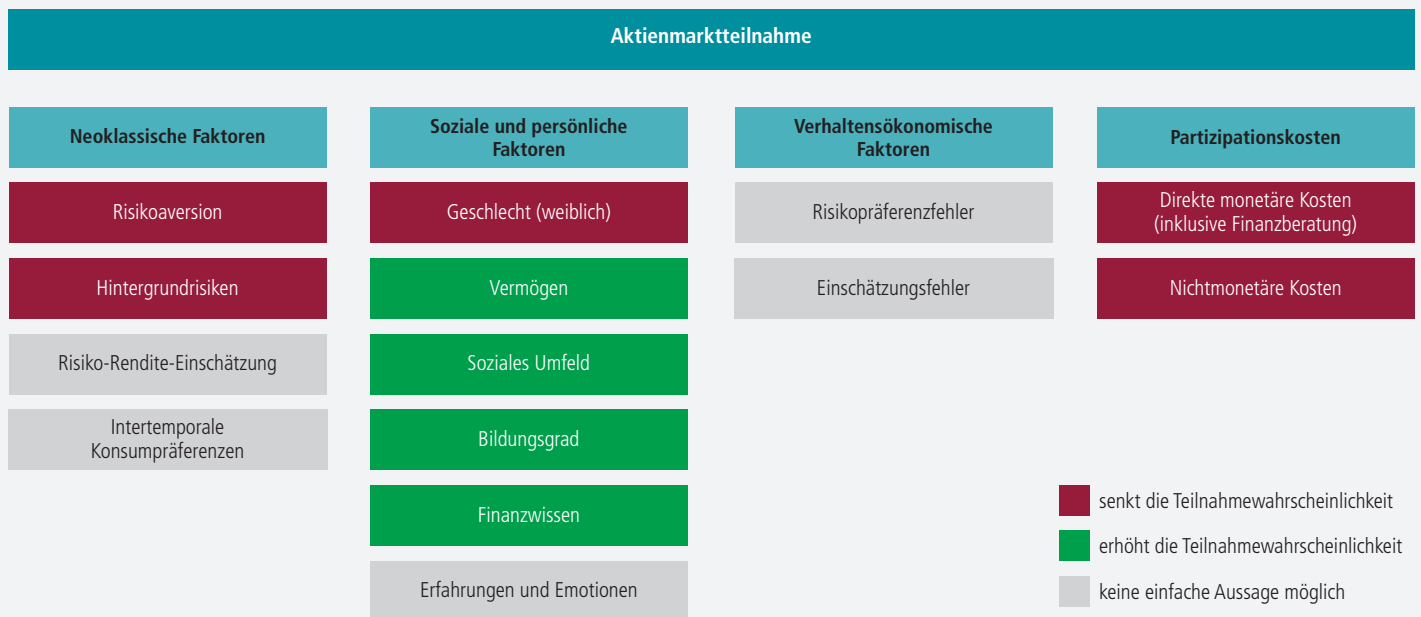
Psychologie spielt bei vielen wichtigen und alltäglichen Entscheidungen eine Rolle – warum sollte dies bei Finanzentscheidungen anders sein? Die Verhaltensökonomie beschreibt ökonomische Phänomene psychologisch realistischer (Barberis und Thaler 2003), weil sie berücksichtigt, dass Menschen nicht immer vollständig rational handeln. Sie betrachtet unter anderem sogenannte Verhaltensverzerrungen oder Verhaltensfehler (englisch „behavioral biases“), mit denen sich menschliche Entscheidungen besser nachvollziehen lassen. Im Kontext der Aktienmarktteilnahme spielen hier zum Beispiel Präferenzfehler wie Verlustaversion oder Einschätzungsfehler, wie die Überschätzung des zugrundeliegenden Verlustrisikos, eine Rolle.

Unter Partizipationskosten versteht man die Kosten, die mit einer Teilnahme (Partizipation) am Aktienmarkt verbunden sind. Sie umfassen zum einen die monetären Partizipationskosten, also Eurobeträge, die mit einer Anlage in Aktien einhergehen (zum Beispiel Depot- und Handelsgebühren). Zum anderen umfassen sie nicht-monetäre Kosten wie den Zeitaufwand, den man erbringen muss, um eine Aktienanlage praktisch umzusetzen. Dieser Zeitaufwand umfasst insbesondere den der Informationsbeschaffung zu allen Themen der Aktienanlage. Nach dem Kosten-Nutzen-Prinzip nehmen Privatinvestoren nur dann am Aktienmarkt teil, wenn der Nutzen aus der Teilnahme die – monetären und nicht-monetären – Kosten übersteigt (Vissing-Jørgensen 2003).

Die Abbildung 1.1 fasst die Kategorisierung noch einmal anschaulich zusammen. Die Farbe der dargestellten Faktoren gibt dabei einen Hinweis darauf, ob eine höhere Ausprägung des Faktors (z. B. Bildung oder Vermögen) die Teilnahmewahrscheinlichkeit tendenziell eher erhöht (grüne Farbe) oder senkt (rote Farbe). Weiß dargestellte Faktoren beschreiben komplexere Konstrukte oder übergeordnete Sammelbegriffe verschiedener Aspekte, so dass diese sich nicht vereinfacht als erhöhende oder senkende Faktoren darstellen lassen.

<sup>7</sup> In der wissenschaftlichen Literatur bestehen gute und ausführliche Übersichtsartikel zum Thema, teils mit besonderem Fokus auf eine oder mehrere der von uns betrachteten Kategorien (z.B. Guiso und Sodini 2013). Mehr oder weniger ähnliche Kategorisierungen wurden auch von anderen Autoren vorgenommen und in Bezugnahme auf die akademische Originalliteratur detaillierter diskutiert (siehe z.B. Tufano 2009 sowie Choi und Robertson 2019).

**Abbildung 1.1: Faktoren, die für die Aktienmarktteilnahme eine Rolle spielen können**



Diese Grafik veranschaulicht verschiedene Faktoren, welche für die Entscheidung, am Aktienmarkt (nicht) teilzunehmen, eine Rolle spielen können. Die Farbe der dargestellten Faktoren gibt dabei einen Hinweis darauf, ob eine höhere Ausprägung dieses Faktors (z. B. Bildung oder Vermögen)

die Teilnahmewahrscheinlichkeit nach bisherigen wissenschaftlichen Erkenntnissen tendenziell eher erhöht (grün) oder senkt (rot). In grau dargestellte Faktoren sind zu vielschichtig, um eine einfache Aussage diesbezüglich vorzunehmen.

Nicht in jedem Fall lässt sich ein möglicher Grund für die Nichtteilnahme am Aktienmarkt eindeutig einem der Faktoren in Abbildung 1.1 zuordnen; dazu müsste man die einzelnen Begriffe noch genauer definieren und voneinander abgrenzen (was hier den Rahmen sprengen würde). Dennoch mag die Abbildung hilfreich sein, zeigt sie doch den Facettenreichtum des Untersuchungsgegenstands: Es ist nicht möglich, den Gründen für eine Nichtteilnahme am Aktienmarkt in Deutschland mit einigen wenigen Fragen nachzugehen.

In unserer Umfrage lassen wir die Teilnehmenden insgesamt 37 Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme bewerten, die teilweise aus den Erkenntnissen verschiedener Studien zusammengetragen oder auch von uns weiter- oder neu entwickelt wurden. Die Zustimmung von Nicht-Aktienbesitzenden zu einer Aussage stellt in den meisten Fällen ein Bedenken gegenüber Aktien dar und lässt sich so als möglichen Grund für deren Nichtteilnahme am Aktienmarkt interpretieren. Im Detail wurden die Teilnehmenden gebeten, zu bewerten, inwieweit verschiedene Aussagen rund

um das Thema Aktienmarktteilnahme (z. B. „Mir fehlt das Wissen, wie man am Aktienmarkt investiert.“) auf sie zutreffen. Diese Vorgehensweise ähnelt der einer neuen Studie von Choi und Robertson (2019) für die USA, von welcher wir auch zahlreiche Aussagen in unseren Fragebogen übernommen haben. Nicht übernommen haben wir unter anderem einige komplexe und detaillierte Aussagen zur Risiko-Rendite-Einschätzung und zu intertemporalen Konsumpräferenzen (Aussagen, die genauer beschreiben, wie Aktienkurse sich bewegen und wie diese Bewegungen typischerweise mit dem allgemeinen Lebensstandard im Land zusammenhängen). Zudem haben wir einige Aussagen zu verhaltensökonomischen Aspekten und Erfahrungen hinzugefügt. In den folgenden Kapiteln werden die 37 Aussagen einzeln aufgeführt. Wir diskutieren die Zustimmung der Studienteilnehmenden zu diesen Aussagen und setzen sie in manchen Fällen zu weiteren Fragen aus unserer Studie in Bezug.



## 1.2 DIE ZUSTIMMUNG ZU 37 AUSSAGEN RUND UM DAS THEMA AKTIENMARKTTEILNAHME

Abbildung 1.2 stellt die Zustimmung der befragten Aktienbesitzenden und Nicht-Aktienbesitzenden für die 37 Aussagen aus der Befragung gegenüber. Die Frage lautete dabei: „Inwieweit treffen die folgenden Aussagen rund um das Thema ‚Aktienmarktteilnahme‘ auf Sie zu?“ – Die Prozentzahl gibt an, welcher Anteil der Teilnehmenden in der jeweiligen Gruppe die Aussage als („eher“ oder „voll“) zutreffend beschreibt. Im Folgenden sprechen wir in diesen Fällen auch von der „Zustimmung“ zu einer Aussage. Die vollen Antworttexte sowie zusätzliche zusammenfassende Statistiken finden sich in Tabelle 1.5 im Appendix zu Kapitel 1. In den meisten Fällen stellen die vollständigen Antworttexte einen direkten Bezug zum Aktienmarkt her (z. B. „Vermögen zu klein“ steht für die Aussage „Mein Vermögen ist zu klein, um am Aktienmarkt zu investieren.“). In Abbildung 1.2 sind die Aussagen danach sortiert, welcher Anteil an Nicht-Aktienbesitzenden die jeweilige Aussage als zutreffend bewertet. Die Aussage mit der meisten Zustimmung steht dabei an erster Stelle.

Zunächst fällt auf, dass es unter den Nicht-Aktienbesitzenden keinen dominierenden Hauptgrund für die Nichtteilnahme am Aktienmarkt gibt. Vielmehr erhalten 14 von 37 Aussagen, die jeweils verschiedene Bedenken gegenüber einer Aktienanlage ausdrücken, mindestens 50 Prozent Zustimmung. Weiter schwankt die Zustimmung zu allen 37 Aussagen zwischen 12 Prozent und 67 Prozent – also erheblich, was auch darauf hindeutet, dass unsere Studienteilnehmenden in der Bewertung verschiedener Aussagen durchaus aufmerksam differenziert haben.

Die am weitesten verbreitete Hürde für eine Teilnahme am Aktienmarkt ist die Angst, bei einer ökonomischen Katastrophe viel Geld zu verlieren (zutreffend für 67 Prozent der Nicht-Aktienbesitzenden), dicht gefolgt von der Aussage, dass das eigene Vermögen zu klein ist, um in den Aktienmarkt zu investieren (66 Prozent). Generell lässt sich sagen, dass unter Nicht-Aktienbesitzenden Aussagen zum Thema Risiko, zu den finanziellen Möglichkeiten, zum Finanzwissen sowie zu emotionalen Aspekten wie fehlendem

Vertrauen in den Aktienmarkt und Angst vor Betrug die meiste Zustimmung finden. Viele weitere Aussagen finden mindestens 35 Prozent Zustimmung – beispielsweise zu nicht vorhandenem Interesse an Aktien, zu einer komplexen Produktauswahl, zu den hohen Gebühren einer Aktienanlage, zu dem mit dieser einhergehenden hohen Zeitaufwand, zur Ungeduld im Umgang mit Aktien oder zu einem unsicheren Arbeitseinkommen. So kommen – aus Sicht der Nicht-Aktienbesitzenden – eine Vielzahl möglicher Gründe für die Nichtteilnahme am Aktienmarkt zusammen, was das Teilnahme-rätsel in Deutschland zumindest weniger rätselhaft erscheinen lässt.

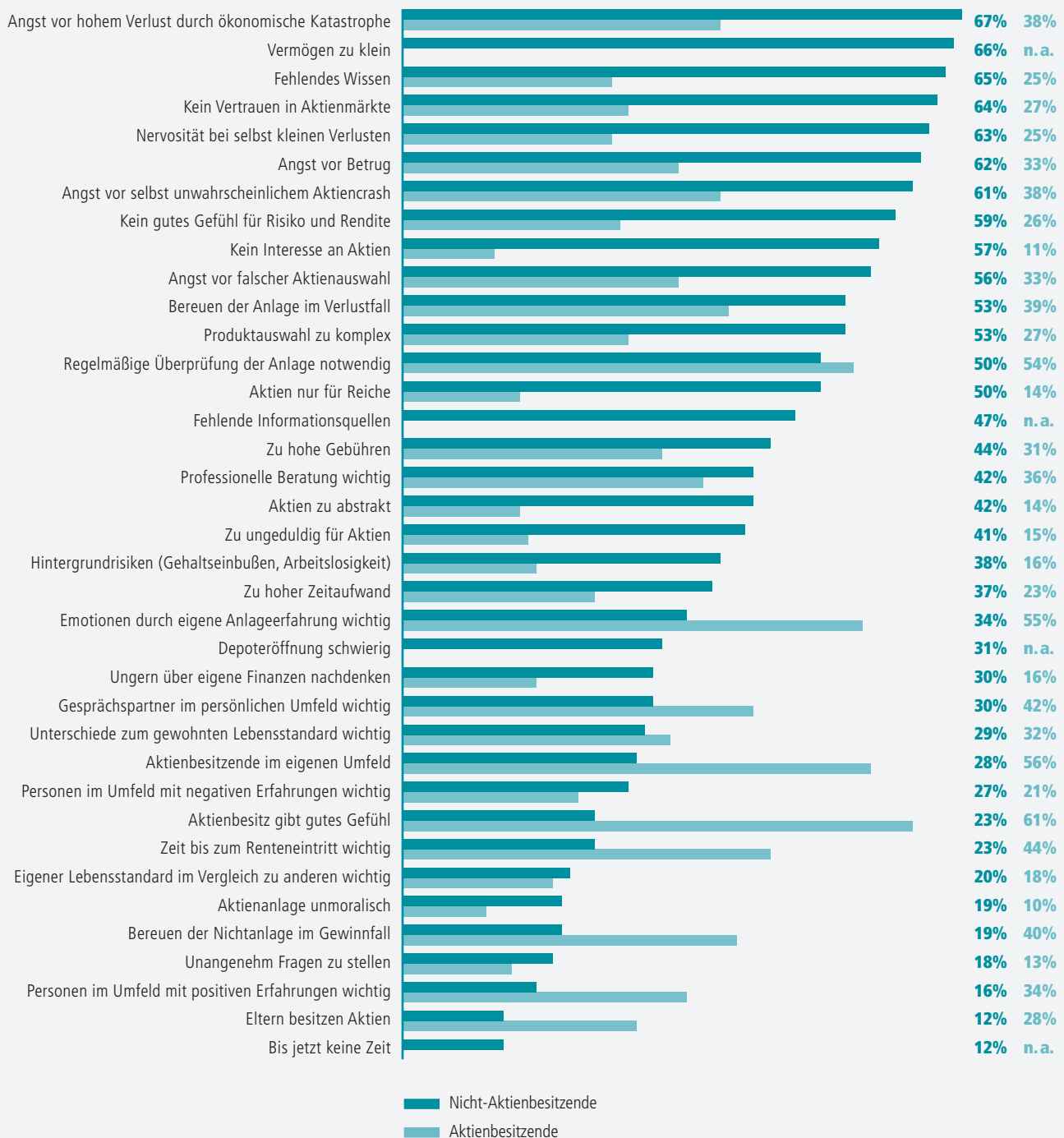
Aus Abbildung 1.2 ist auch ersichtlich, dass Bedenken bezüglich einer Aktienmarktteilnahme bei Aktienbesitzenden deutlich seltener Zustimmung finden als bei Nicht-Aktienbesitzenden. Es ist kein Widerspruch, dass auch Aktienbesitzende Bedenken bezüglich des Risikos einer Aktienanlage oder Angst vor großen Verlusten haben. Im Unterschied zu den Nicht-Aktienbesitzenden führen diese Bedenken aber nicht dazu, auf eine Aktienanlage zu verzichten, möglicherweise aber dazu, einen kleineren Teil ihres Vermögens zu investieren. Dieser Frage wird in dieser Studie nicht weiter nachgegangen.

Das nächste Kapitel der Studie, das Erfahrungen mit einem Investment in Aktien behandelt, wird sich jedoch noch einmal etwas ausführlicher mit den Aktienbesitzenden in unserer Studie beschäftigen.

Zuvor wird noch eine kurze Analyse durchgeführt, ob und – gegebenenfalls – wie sich die Zustimmung zu verschiedenen Aussagen zur Aktienmarktteilnahme für Männer und Frauen sowie für Menschen mit höherem oder geringerem Einkommen unterscheiden.

## Abbildung 1.2: Mögliche Gründe für die geringe Aktienmarktteilnahme in Deutschland

Zustimmung zu 37 Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme.



Legende: Diese Abbildung fasst die Antworten von 2.761 Studienteilnehmenden, getrennt für Nicht-Aktienbesitzende (2.094) und Aktienbesitzende (667), auf die Frage zusammen: „Inwieweit treffen die folgenden Aussagen rund um das Thema ‚Aktienmarktteilnahme‘ auf Sie zu?“. Die Studienteilnehmenden konnten dabei jeweils unter den Antwortmöglichkeiten 1 („trifft gar nicht zu“) bis 5 („trifft voll zu“) wählen oder keine Angabe machen. In der Grafik wird angegeben, wieviel Prozent

der Studienteilnehmenden der jeweiligen Aussage zustimmten (d.h. mit „trifft eher zu“ oder „trifft voll zu“ antworteten). Keine Angabe wurde dabei als Nichtzustimmung behandelt. „n.a.“ bezieht sich auf vier Aussagen, die Aktienbesitzenden nicht vorgelegt wurden. Alle Prozentzahlen sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet. Die vollen Antworttexte sowie zusätzliche zusammenfassende Statistiken finden sich in Tabelle 1.5 im Appendix zu Kapitel 1.

## 1.3 UNTERSCHIEDE IN DER ZUSTIMMUNG ZU AUSSAGEN BEI FRAUEN UND MÄNNERN

Jianakoplos und Bernasek haben schon 1998 bei der Analyse von Daten zu US-Haushalten festgestellt, dass Frauen und Männer nicht in gleicher Weise am Aktienmarkt teilnehmen. Klemm (2018) schrieb dazu in einem Artikel für die Frankfurter Allgemeine Zeitung:

**Die Frau erscheint der Finanzwelt als ein rätselhaftes Wesen. Seit vielen Jahren zerbrechen sich Banker und Vermögensverwalter den Kopf, warum Frauen so zurückhaltend Geld anlegen, warum sie mehr als Männer davor zurückschrecken, in Wertpapiere zu investieren, und warum sie ihr Finanzwissen so gering schätzen. Liegt es daran, dass Frauen von Natur aus risikoscheuer sind? Oder daran, dass sich durch Erziehung und Schule ein weibliches Selbstbild geformt hat, in dem finanzielle Bildung und eigenverantwortliches Anlageverhalten kaum eine Rolle spielen? Studien darüber, warum Frauen anders mit Geld umgehen als Männer, gibt es so viele wie geschlechtsspezifische Klischees.**

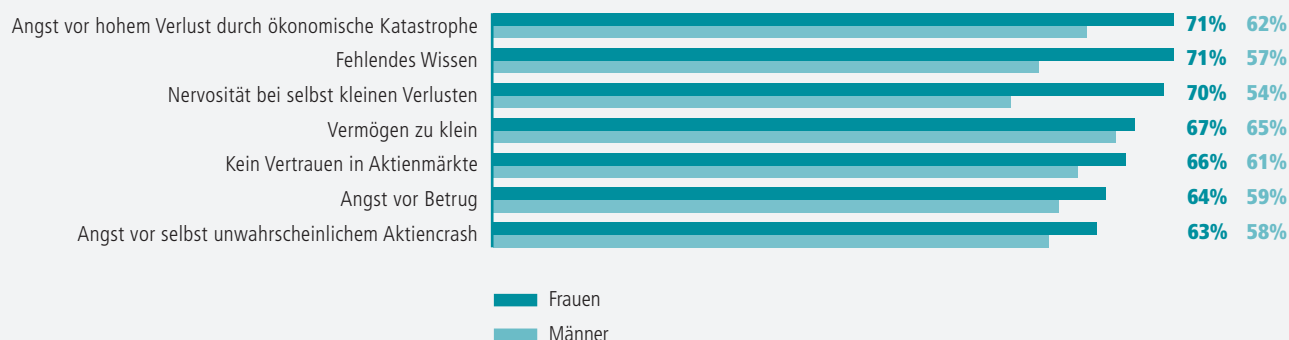
Es ist richtig, dass es viele Studien zum Thema ‚Frauen und Geldanlage‘ gibt. Die Ergebnisse dieser Studien weisen aber so gut wie alle in dieselbe Richtung: Im Vergleich zu Männern nehmen Frauen seltener am Aktienmarkt teil und legen – sofern sie investieren – einen geringeren Teil ihres Vermögens in Aktien an. Studien, die sich den Unterschied im Anlage-

verhalten widmen, zeigen, dass Frauen zum einen ein geringeres Finanzwissen besitzen und eine höhere Risikoaversion aufzeigen und zum anderen insbesondere weniger überzeugt von ihrer Entscheidungsfähigkeit im Finanzbereich sind.<sup>8</sup>

Auch in unserer Studie geben 83 Prozent der Frauen, aber ‚nur‘ 68 Prozent der Männer an, nicht am Aktienmarkt zu investieren – der Frauenanteil unter den Nicht-Aktienbesitzenden ist also deutlich höher. Unterscheiden sie sich auch in ihrer Zustimmung zu Aussagen rund um die Aktienmarktteilnahme?

Abbildung 1.3 zeigt, dass Frauen und Männer, die nicht am Aktienmarkt teilnehmen, ähnlichen Aussagen zur Aktienmarktteilnahme die meiste Zustimmung geben. Diese beziehen sich auf nicht vorhandene finanzielle Mittel, Angst vor Verlusten und fehlendes Vertrauen. Generell finden alle diese gegen eine Aktienanlage sprechenden Aussagen mehr Zustimmung unter den Nicht-Aktienbesitzerinnen. Deutliche Unterschiede zwischen Männern und Frauen dieser Gruppe (der Nicht-Aktienbesitzenden) finden sich in der Bedeutung des Finanzwissens. Wie angesichts bisheriger Forschungen zu erwarten, schätzen Frauen ihr Wissen im Vergleich zu Männern häufiger als zu gering für eine Aktienmarktteilnahme ein (71 Prozent der weiblichen versus 57 Prozent der männlichen Teilnehmenden). Auch die deutlich größere Nervosität bei bereits kleinen Verlusten deutet auf eine generell größere Unsicherheit im Umgang mit Finanzen auf Seite der Frauen hin (70 Prozent der weiblichen versus 54 Prozent der männlichen Teilnehmenden).

**Abbildung 1.3: Mögliche Gründe für die geringe Aktienmarktteilnahme in Deutschland: Top 5 für Frauen und Männer**



Legende: Die Grafik veranschaulicht die Zustimmung zu den fünf Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme, welche jeweils von weiblichen (N=1.188) und männlichen (N=906) Nicht-Aktienbesitzenden die meiste Zustimmung erhielten. In der Grafik sind die Aussagen nach Ihrer Relevanz für die weiblichen Teilnehmenden sortiert. 2.094 Nicht-Aktienbesitzende antworteten auf die Frage „Inwieweit treffen die folgenden Aussagen rund um das Thema ‚Aktienmarktteilnahme‘ auf Sie zu?“. Die Befragten konnten dabei jeweils unter den Antwortmöglichkeiten 1 („trifft gar nicht

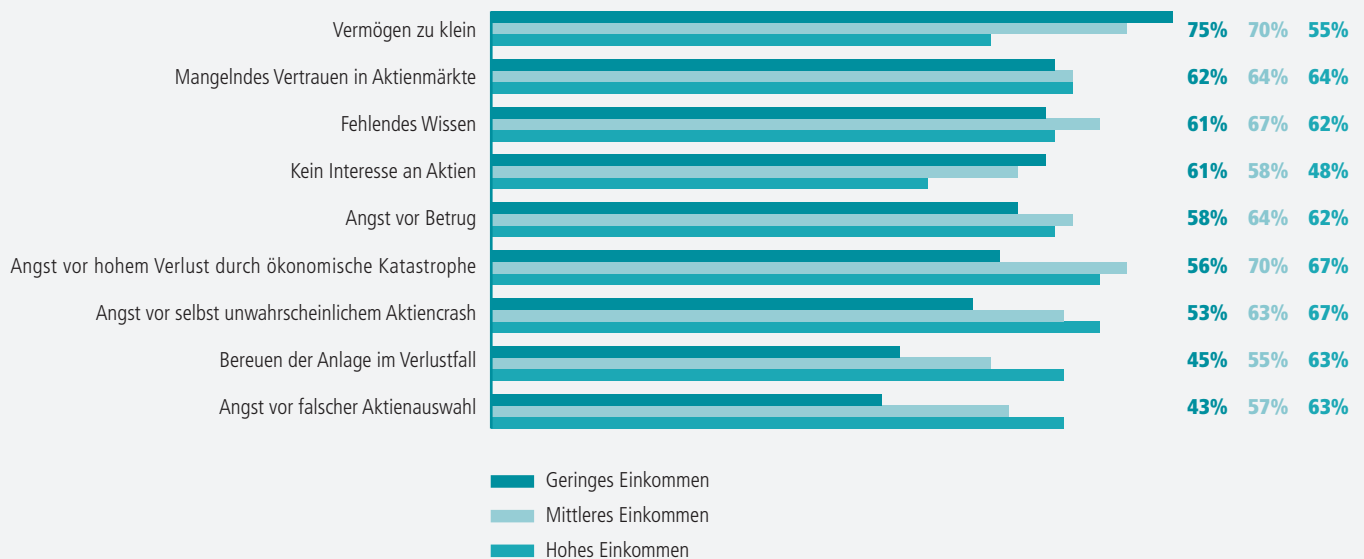
zu“) bis 5 („trifft voll zu“) wählen oder keine Angabe machen. In der Grafik wird angegeben, wieviel Prozent der Teilnehmenden der jeweiligen Aussage zustimmten (d. h. mit „trifft eher zu“ oder „trifft voll zu“ antworteten). Keine Angabe wurde dabei als Nichtzustimmung behandelt. Alle Prozentzahlen sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet. Die vollen Antworttexte und die Prozentzahlen zu allen 37 Aussagen finden sich in Tabelle 1.5 im Appendix zu Kapitel 1.

<sup>8</sup> Studien zum Thema Frauen und Aktienmarktteilnahme wurden unter anderem von Agnew, Balduzzi, und Sundén (2003), sowie Jianakoplos und Bernasek (1998) veröffentlicht. Das Thema Frauen und Finanzwissen und Frauen und Risikoaversion

behandeln zum Beispiel Bucher-Koenen, Lusardi, Alessie und van Rooij (2017), Dohmen, Falk, Huffman, Sunde, Schupp und Wagner (2011) oder Eckel und Grossmann (2008).

## 1.4 UNTERSCHIEDE IN DER ZUSTIMMUNG ZU AUSSAGEN NACH EINKOMMEN

**Abbildung 1.4: Mögliche Gründe für die geringe Aktienmarktteilnahme in Deutschland: Top 5 nach Einkommen**



Legende: Die Grafik veranschaulicht die Zustimmung von Nicht-Aktienbesitzenden zu den fünf Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme, welche in Abhängigkeit des monatlichen Haushaltsnettoeinkommens die meiste Zustimmung erhielten. Einkommen unter 1.000 Euro werden als gering und Einkommen zwischen 1.000 und 4.000 Euro werden als mittel klassifiziert. Einkommen von über 4.000 Euro sind als hoch eingeordnet. Nicht-Aktienbesitzende (N = 251 mit geringem, N = 1.250 mit mittlerem und N = 206 mit hohem Einkommen) antworteten auf die Frage „Inwieweit treffen die folgenden Aussagen rund um das Thema ‚Aktienmarktteilnahme‘ auf Sie zu?“.

Die Befragten konnten dabei jeweils unter den Antwortmöglichkeiten 1 („trifft gar nicht zu“) bis 5 („trifft voll zu“) wählen oder keine Angabe machen. In der Grafik wird angegeben, wieviel Prozent der jeweiligen Aussage zustimmten (d. h. mit „trifft eher zu“ oder „trifft voll zu“ antworteten). Keine Angabe wurde dabei als Nichtzustimmung behandelt. In der Abbildung sind die Aussagen nach Ihrer Bedeutung für Teilnehmende mit geringem Einkommen sortiert. Alle Prozentzahlen sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet. Die vollen Antworttexte und die Prozentzahlen zu allen 37 Aussagen finden sich in Tabelle 1.5 im Appendix zu Kapitel 1.

Dass die Verfügbarkeit von finanziellen Mitteln (höheres Vermögen beziehungsweise höheres Einkommen) die Wahrscheinlichkeit einer Teilnahme am Aktienmarkt erhöht, ist naheliegend. Allerdings zeigt sich, dass es selbst in den höchsten Einkommenskategorien Personen gibt, die nicht in Aktien investieren (möchten). Eine Umfrage der Federal Reserve Bank (2016) in den USA zeigt beispielweise, dass weniger als 50 Prozent der befragten Familien in hohen Einkommenskategorien am Aktienmarkt teilnehmen. In der mittleren Einkommenskategorie liegt die Teilnahme am Aktienmarkt dort bei knapp 30 Prozent. Dies legt nahe, dass das Vermögen zwar nicht der alleinige, aber doch ein wesentlicher Faktor für die Erklärung von Unterschieden

in der Aktienmarktteilnahme darstellt. Auch im Rahmen unserer Studie konnten wir feststellen, dass Aktienbesitzende im Durchschnitt einer höheren Einkommensklasse angehören (siehe Tabelle A.1).

In allen Einkommensgruppen finden fehlendes Vertrauen in den Aktienmarkt, ein zu geringes Finanzwissen und die Angst vor großen Verlusten breite Zustimmung unter den 37 Aussagen zur Aktienmarktteilnahme. Die Gruppen unterscheiden sich deutlich in der Rolle, die die finanziellen Mittel als Begründung für die Nichtteilnahme spielen – was zu erwarten war. Viele Teilnehmende mit höherem Einkommen beschäftigt auch die Sorge, im Falle einer Teilnahme falsche Entscheidungen bei der Auswahl der Aktien zu treffen.

## 1.5 FAZIT

---

Insgesamt 14 von 37 Aussagen, die alle verschiedene Bedenken gegenüber einer Aktienanlage ausdrücken, finden mindestens 50 Prozent Zustimmung unter Nicht-Aktienbesitzenden. Angst vor einer ökonomischen Katastrophe und generelle Verlustangst, ein zu kleines Vermögen, ein zu geringes Finanzwissen sowie fehlendes Vertrauen in den Aktienmarkt und Angst vor Betrug stellen demnach unter Nicht-Aktienbesitzenden die meistverbreiteten Bedenken bezüglich einer Aktienmarktteilnahme dar. Generell äußern weibliche Teilnehmende mehr Zustimmung zu Bedenken bezüglich einer Aktienanlage und zeigen insbesondere größere Unsicherheit darüber, ob ihr Finanzwissen für eine Investition ausreicht. Einkommensstärkere und einkommensschwächere Studienteilnehmende geben – abgesehen von den finanziellen Mitteln (vermehrt bei Einkommensschwächeren) und der Angst vor falschen

Entscheidungen im Falle einer Teilnahme (vermehrt bei Einkommensstärkeren) – ähnlichen Gründe für ihre Nichtteilnahme am Aktienmarkt die meiste Zustimmung. Insgesamt schwankt die Zustimmung der Nicht-Aktienbesitzenden zu den vorgelegten 37 Aussagen zwischen 12 und 67 Prozent. Viele Aussagen finden mindestens 35 Prozent Zustimmung – beispielsweise zu nicht vorhandenem Interesse an Aktien, zu einer komplexen Produktauswahl, zu den hohen Gebühren einer Aktienanlage, zu dem mit dieser einhergehenden hohen Zeitaufwand, zur Ungeduld im Umgang mit Aktien oder zu einem unsicheren Arbeitseinkommen. So kommen – aus Sicht der Nicht-Aktienbesitzenden – eine Vielzahl möglicher Gründe für die Nichtteilnahme am Aktienmarkt zusammen, was das Teilnahme-rätsel in Deutschland zumindest weniger rätselhaft erscheinen lässt.



## APPENDIX ZU KAPITEL 1

**Tabelle 1.5: Mögliche Gründe für die geringe Aktienmarktteilnahme in Deutschland – Zustimmung zu 37 Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme.**

Volltext	Kurztext	Aktienbes.*		Geschl.**		Einkommen***		
		nein	ja	w	m	g	m	h
1 Ich habe Angst, dass ich bei einer ökonomischen Katastrophe (z.B. einer Finanzkrise) einen Großteil meines eingesetzten Vermögens verliere.	Angst vor hohem Verlust durch ökonomische Katastrophe	67%	38%	71%	62%	56%	70%	67%
2 Mein Vermögen ist zu klein, um am Aktienmarkt zu investieren.	Vermögen zu klein	66%	n. a.	67%	65%	75%	70%	55%
3 Mir fehlt das Wissen, wie man am Aktienmarkt investiert.	Fehlendes Wissen	65%	25%	71%	57%	61%	67%	62%
4 Ich vertraue den Aktienmärkten nicht.	Kein Vertrauen in Aktienmärkte	64%	27%	66%	61%	62%	64%	64%
5 Die Möglichkeit von selbst kleinen Verlusten macht mich nervös.	Nervosität bei selbst kleinen Verlusten	63%	25%	70%	54%	55%	64%	60%
6 Ich habe Bedenken, dass Unternehmen, Manager, Finanzvermittler oder andere Marktteilnehmer mir das Geld aus der Tasche ziehen.	Angst vor Betrug	62%	33%	64%	59%	58%	64%	62%
7 Das Risiko eines Aktiencrashes, selbst wenn es gering ist, hat für mich großes Gewicht bei Anlageentscheidungen.	Angst vor selbst unwahrscheinlichem Aktiencrash	61%	38%	63%	58%	53%	63%	67%
8 Ich habe kein gutes Gefühl für das Risiko-Rendite-Verhältnis bei Aktienanlagen.	Kein gutes Gefühl für Risiko und Rendite	59%	26%	63%	54%	53%	61%	58%
9 Aktien interessieren mich nicht.	Kein Interesse an Aktien	57%	11%	62%	51%	61%	58%	48%
10 Ich befürchte Aktien auszuwählen, die schlechter abschneiden als andere.	Angst vor falscher Aktienausswahl	56%	33%	60%	50%	43%	57%	63%
11 Der Gedanke, dass Aktien in den nächsten 5 Jahren im Wert fallen könnten, und ich hätte investiert, ist für meine Anlageentscheidung wichtig.	Bereuen der Anlage im Verlustfall	53%	39%	55%	51%	45%	55%	63%
12 Die Komplexität, eines der vielen möglichen Produkte zur Anlage auszuwählen, schreckt mich ab.	Produktauswahl zu komplex	53%	27%	56%	49%	45%	54%	55%
13 Den Wert meines Aktieninvestments müsste ich mindestens einmal pro Monat überprüfen.	Regelmäßige Überprüfung der Anlage notwendig	50%	54%	51%	49%	43%	50%	62%
14 Meiner Meinung nach sind Aktien nur etwas für reiche Personen.	Aktien nur für Reiche	50%	14%	54%	46%	54%	53%	42%
15 Mir fehlt das Wissen, wo man überhaupt beginnen soll, sich über Aktien zu informieren.	Fehlende Informationsquellen	47%	n. a.	53%	39%	47%	48%	45%
16 Die Gebühren für eine Aktienanlage sind mir zu hoch.	Zu hohe Gebühren	44%	31%	45%	42%	43%	44%	47%
17 Beratung durch einen professionellen Finanzberater ist / wäre wichtig für meine Aktienanlageentscheidungen.	Professionelle Beratung wichtig	42%	36%	42%	41%	35%	43%	47%
18 Aktien sind mir zu abstrakt – man kann sie nicht anfassen.	Aktien zu abstrakt	42%	14%	46%	36%	40%	41%	41%
19 Für Aktien bin ich zu ungeduldig.	Zu ungeduldig für Aktien	41%	15%	44%	38%	36%	41%	47%
20 Dass ich (oder mein Partner / meine Partnerin) arbeitslos werden könnte, dass ich starke Gehaltseinbußen verkraften müsste, oder dass ich einen erwarteten Gehaltsanstieg nicht bekomme könnte, schreckt mich von einer (weiteren) Aktienanlage ab.	Hintergrundrisiken (Gehaltseinbußen, Arbeitslosigkeit)	38%	16%	41%	34%	37%	41%	36%
21 Die Zeit, die notwendig ist um eine (weitere) Aktienanlage umzusetzen, ist zu hoch.	Zu hoher Zeitaufwand	37%	23%	38%	36%	33%	38%	43%
22 Emotionen, Einstellungen und Erwartungen zum Aktienmarkt, die ich aufgrund meiner eigenen Anlageerfahrung habe, sind für meine Anlageentscheidung wichtig.	Emotionen durch eigene Anlageerfahrung wichtig	34%	55%	34%	34%	29%	35%	45%

Volltext	Kurztext	Aktienbes.*		Geschl.**		Einkommen***		
		nein	ja	w	m	g	m	h
23 Ein Anlagekonto für Aktien zu eröffnen erscheint mir als große Hürde.	Depoteröffnung schwierig	31%	n. a.	36%	25%	30%	32%	30%
24 Ich investiere nicht oder wenig am Aktienmarkt, da ich nicht gern über meine Finanzen nachdenke.	Ungern über eigene Finanzen nachdenken	30%	16%	31%	30%	32%	32%	25%
25 Freunde / Bekannte zu haben, mit denen man über Anlagemöglichkeiten / -ideen reden kann, ist / wäre wichtig für mich.	Gesprächspartner im persönlichen Umfeld wichtig	30%	42%	30%	30%	25%	30%	37%
26 Der Unterschied zwischen meinem derzeitigen und meinem gewöhnlichen Lebensstandard ist wichtig für meine Aktienanlageentscheidung.	Unterschiede zum gewohnten Lebensstandard wichtig	29%	32%	28%	30%	27%	31%	25%
27 In meinem Freundes- und Bekanntenkreis habe ich einige Personen, die in Aktien investieren.	Aktienbesitzende im eigenen Umfeld	28%	56%	27%	30%	18%	30%	35%
28 Personen im eigenen Umfeld, die negative Erfahrungen mit Aktien gemacht haben, beeinflussen meine Anlageentscheidung.	Personen im Umfeld mit negativen Erfahrungen wichtig	27%	21%	28%	26%	22%	27%	33%
29 Das Gefühl, Aktien zu besitzen, finde bzw. fände ich gut.	Aktienbesitz gibt gutes Gefühl	23%	61%	20%	28%	26%	24%	27%
30 Die Jahre, die mir (und meinem Partner / meiner Partnerin, falls zutreffend) noch bis zum Renteneintritt bleiben, sind wichtig für meine Aktienanlageentscheidung.	Zeit bis zum Renteneintritt wichtig	23%	44%	22%	24%	19%	25%	26%
31 Wichtig für meine Anlageentscheidung ist der Unterschied zwischen meinem derzeitigen Lebensstandard und dem derzeitigen Lebensstandard der Menschen um mich herum.	Eigener Lebensstandard im Vergleich zu anderen wichtig	20%	18%	19%	21%	18%	22%	16%
32 Am Aktienmarkt zu investieren halte ich für unmoralisch.	Aktienanlage unmoralisch	19%	10%	17%	22%	25%	19%	17%
33 Der Gedanke, dass Aktien in den nächsten 5 Jahren im Wert steigen könnten, und ich hätte nicht investiert, ist für meine Anlageentscheidung wichtig.	Bereuen der Nichtanlage im Gewinnfall	19%	40%	17%	21%	18%	19%	22%
34 Es ist mir unangenehm die Fragen, die ich zum Thema Investieren in Aktien hätte, zu stellen.	Unangenehm Fragen zu stellen	18%	13%	18%	18%	17%	19%	18%
35 Personen im eigenen Umfeld, die positive Erfahrungen mit Aktien gemacht haben, beeinflussen meine Anlageentscheidung.	Personen im Umfeld mit positiven Erfahrungen wichtig	16%	34%	15%	17%	14%	16%	19%
36 Meine Eltern investieren oder haben in Aktien investiert.	Eltern besitzen Aktien	12%	28%	11%	14%	11%	13%	19%
37 Ich hatte immer vor, in Aktien zu investieren, habe es aber bisher nicht geschafft.	Bis jetzt keine Zeit	12%	n. a.	11%	13%	13%	12%	13%

Legende: Diese Tabelle beschreibt die Antworten von bis zu 2.761 Studienteilnehmenden auf die Frage „Inwieweit treffen die folgenden Aussagen rund um das Thema ‚Aktienmarktteilnahme‘ auf Sie zu?“. Spalte 2 zeigt den Originaltext zu jeder Aussage aus dem Fragebogen. Spalte 3 zeigt die verkürzten Formulierungen, die in den Grafiken der vorliegenden Studie verwendet werden. Die Studienteilnehmenden konnten unter den Antwortmöglichkeiten 1 („trifft gar nicht zu“) bis 5 („trifft voll zu“) wählen oder keine Angabe machen. In der Grafik wird angegeben, wieviel Prozent der Teilnehmenden der jeweiligen Aussage zustimmten (d.h. mit „trifft eher zu“ oder „trifft voll zu“ antworteten). Keine Angabe wurde dabei als Nichtzustimmung behandelt. „n. a.“ bezieht sich auf vier Aussagen, die Aktienbesitzenden nicht vorgelegt wurden. Alle Prozentzahlen sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet. In den letzten drei Spalten findet sich die jeweilige Zustimmung zu jeder Aussage für verschiedene Untergruppen. Die Sortierung folgt der von allen Nicht-Aktienbesitzenden geäußerten Zustimmung.

\* Aktienbesitz: Die erste Zahl gibt die Zustimmung von 2.094 Nicht-Aktienbesitzenden an, die zweite die von N = 667 Aktienbesitzenden.  
 \*\* Geschlecht: Die Zahlen beziehen sich auf Nicht-Aktienbesitzende. Die erste Zahl gibt die Zustimmung von N = 1.188 Frauen an, die zweite die von N = 906 Männern.  
 \*\*\* Einkommen: Die Zahlen beziehen sich auf Nicht-Aktienbesitzende. Einkommen wird als Haushaltsnettoeinkommen pro Monat gemessen. Die erste Zahl gibt die Zustimmung von N = 251 Studienteilnehmenden mit geringem Einkommen (weniger als 1.000 Euro) an, die zweite die von N = 1.250 Studienteilnehmenden mit mittlerem Einkommen (zwischen 1.000 und 4.000 Euro) und die dritte die von N = 206 Studienteilnehmenden mit hohem Einkommen (über 4.000 Euro).  
 „n. a.“ bezieht sich auf Aussagen, die Aktienbesitzenden nicht vorgelegt wurden.

## 2. Welche Rolle spielen Emotionen und Erfahrungen bei der Aktienmarktteilnahme?



## Abbildung 2.0: Spontane Assoziationen mit dem Begriff „Aktienbesitz“

### Antworten von Nicht-Aktienbesitzenden



### Antworten von Aktienbesitzenden



Legende: Diese Grafik zeigt die 20 häufigsten Antworten auf die Bitte „Nennen Sie bitte spontan drei Wörter, die Sie damit verbinden, selbst Aktien zu besitzen (oder, wenn Sie selbst keine Aktien besitzen, die Sie damit verbinden würden)“. Die linke Abbildung basiert auf 2.656 Antworten von 2.094 Nicht-Aktienbesitzenden (entspricht 73 Prozent von insgesamt 3.625 Antworten), die rechte auf

den 922 Antworten von 667 Aktienbesitzenden (etwa 74 Prozent von insgesamt 1.240 Antworten). Ähnliche Antworten wurden zusammengefasst und häufiger genannte Antworten sind größer dargestellt. Eher positive Begriffe sind grün und eher negative sind rot dargestellt. Das Häufigkeitsdiagramm, auf welchem die Wortwolke basiert, findet sich in Abbildung 2.1.

## 2.1 WARUM EMOTIONEN UND ERFAHRUNGEN?

Viele Banken haben durch die Art ihrer Werbung und Kundenansprache versucht, Bankprodukte emotional ansprechender oder greifbarer zu machen. Damit möchten sie der Tatsache entgegenwirken, dass manche Menschen lieber über ihren Tod als über ihre Finanzanlage sprechen möchten, Finanzen also eine Art Tabuthema darstellen (Ergebnisse einer Umfrage der Investment Bank Merrill Lynch 2018). Emotionen scheinen folglich auch im Bereich von Finanzentscheidungen eine wichtige Rolle zu spielen. Auch die Wissenschaft hat sich inzwischen in vielen Bereichen von der Annahme eines „homo oeconomicus“, also eines nutzenmaximierenden, vernünftigen Entscheiders, verabschiedet. Dieser würde sich ganz nüchtern – frei von Emotionen und

Erfahrungen – immer für die Alternative entscheiden, die den größten Nutzen erwarten lässt. Die Erkenntnis, dass diese Annahme oftmals weit von der Realität entfernt ist, liefert die Verhaltensökonomie. Die Behavioral Finance-Forschung – ein Teilgebiet der Verhaltensökonomie – dokumentiert das tatsächliche Verhalten von Akteuren an den Finanzmärkten. Welche Emotionen verbinden demnach insbesondere Nicht-Aktienbesitzende mit dem Aktienmarkt im Allgemeinen, aber auch mit der Vorstellung selbst Aktionär zu sein? Sind Chancen und positive Gefühle oder Risiken und negative Gefühle im Vordergrund? Diesen Fragen soll in diesem Kapitel nachgegangen werden, wobei das Thema ‚Risiko‘ im Lichte der Verhaltensökonomie in Kapitel 4 noch einmal genauer betrachtet werden wird.

## 2.2 DAS GEFÜHL, AKTIEN ZU BESITZEN

In unserem Fragebogen stimmen nur 23 Prozent der Nicht-Aktienbesitzenden der folgenden Aussage zu: „Das Gefühl, Aktienbesitzer(in) zu sein, finde bzw. fände ich gut.“ (61 Prozent bei den Aktienbesitzenden, siehe Abbildung 1.2 in Kapitel 1). Abbildung 2.0 zeigt Begriffe, die Nicht-Aktienbesitzenden (links) und Aktienbesitzenden (rechts) in den Sinn kommen, wenn sie sich vorstellen, selbst Aktienbesitzer(in) zu sein. Abbildung 2.1 zeigt die zugrundeliegenden Prozentzahlen.

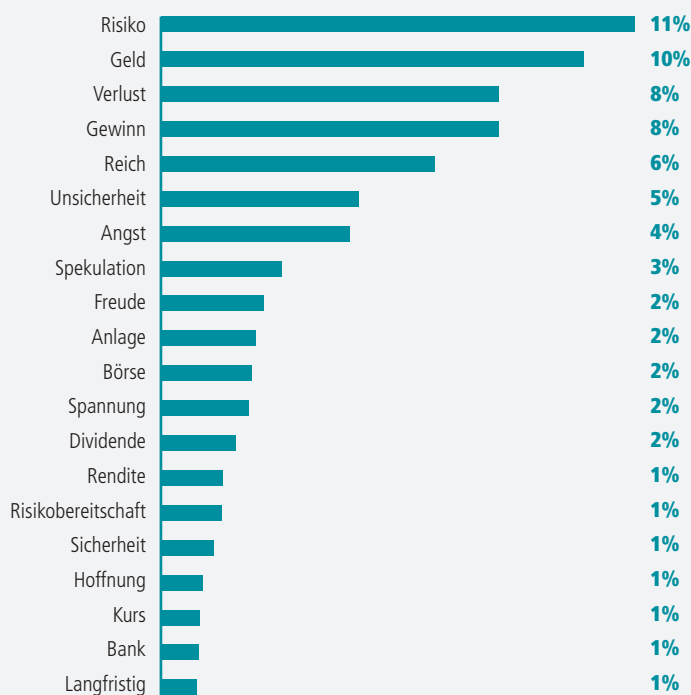
Abbildung 2.1 zeigt deutlich, dass Aktienbesitzende im Gegensatz zu Nicht-Aktienbesitzenden vermehrt positive Aspekte, wie die Möglichkeit Gewinne zu erzielen und reich zu werden, mit Aktienbesitz verbinden. Unabhängig von den Gefühlen, die mit finanziellen Ergebnissen (Gewinne und Verluste) einhergehen, sprechen Aktienbesitzende auch eher von „Spannung“, „Freude“ oder „Stolz“. Klar ersichtlich ist ebenfalls, dass Nicht-Aktienbesitzende deutlich häufiger negative Aspekte wie „Risiko“ und „Verlustangst“ mit der Vorstellung, Aktienbesitzer(in) zu sein, assoziieren.

Negative Emotionen von Nicht-Aktienbesitzenden spiegeln sich auch in weiteren Ergebnissen unserer Studie wider. So stimmen beispielsweise 63 Prozent der Nicht-Aktienbesitzenden, aber nur 25 Prozent der Aktienbesitzenden der Aussage zu, selbst kleine Verluste machten sie nervös (siehe Abbildung 1.2 in Kapitel 1).

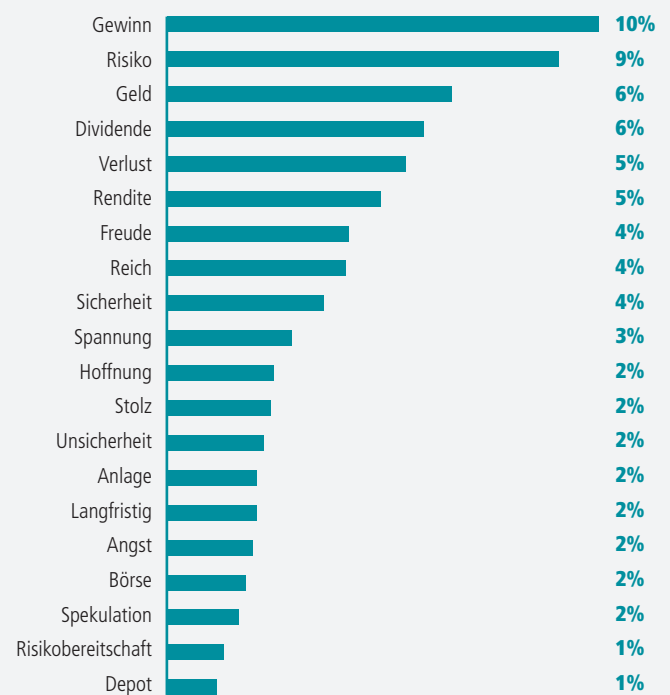
Ein anderes Gefühl, das Nicht-Aktienbesitzende mehr als doppelt so häufig mit der Aktienanlage verbinden, ist Unsicherheit (siehe Abbildung 2.1). Dieses Gefühl kann sich auf das Aktienrisiko an sich beziehen, kann aber – im Gegensatz zum Risiko – auch das unguete Gefühl beschreiben, welches auf (einem für sich selbst angenommenen) Unwissen beruht. So geben 65 Prozent der Nicht-Aktienbesitzenden an, dass ihr Wissen zu gering sei, um am Aktienmarkt zu investieren (siehe Abbildung 1.2 in Kapitel 1). Dieser Aussage gehen wir in Kapitel 3 noch genauer nach.

**Abbildung 2.1: Spontane Assoziationen mit dem Begriff „Aktienbesitz“**

### Antworten von Nicht-Aktienbesitzenden



### Antworten von Aktienbesitzenden



Legende: Diese Grafik zeigt die 20 häufigsten Antworten auf die Bitte „Nennen Sie bitte spontan drei Wörter, die Sie damit verbinden, selbst Aktien zu besitzen (oder, wenn Sie selbst keine Aktien besitzen, die Sie damit verbinden würden).“ Die linke Abbildung basiert auf 2.656 Antworten von 2.094 Nicht-Aktienbesitzenden (entspricht 73 Prozent von insgesamt 3.625 Antworten),

die rechte auf den 922 Antworten von 667 Aktienbesitzenden (etwa 74 Prozent von insgesamt 1.240 Antworten). Ähnliche Begriffe wurden zusammengefasst. Die Grundgesamtheit bilden alle gegebenen Antworten, die ausgewiesenen Anteile in der Abbildung sind aus diesem Grund nicht gewichtet.



## 2.3 WIE ERFAHRUNGEN DIE ENTSCHEIDUNG BEEINFLUSSEN, AM AKTIENMARKT TEILZUNEHMEN

Ein relativ junges Forschungsgebiet in der Volkswirtschaftslehre und speziell auch in der Finanzwissenschaft beschäftigt sich mit dem Einfluss von Erfahrungen auf persönliche Präferenzen und letztendlich Entscheidungen. Nach einem Sprichwort wird man „aus Erfahrung klug“ und auch in Studien zeigt sich immer wieder, wie stark Entscheidungen durch Erfahrungen geprägt werden. Nach Andersen, Hanspal und Nielsen (im Erscheinen) lassen sich Erfahrungen dabei in individualspezifische Erfahrungen (Erfahrungen 1. Ordnung), Erfahrungen nahestehender Personen (Erfahrungen 2. Ordnung) sowie Erfahrungen im weiteren Umfeld oder auch der gesamten Gesellschaft (Erfahrungen 3. Ordnung) unterteilen. Im Hinblick auf persönliche Aktienmarkterfahrungen zeigen beispielsweise Strahilevitz, Odean und Barber (2011), dass Aktienbesitzende eher Aktien nicht noch einmal kaufen, die sie zuvor mit einem Verlust verkauft haben bzw. die seit dem Verkauf in ihrem Wert gestiegen sind. Die Autoren begründen dieses Verhalten damit, dass Investoren Enttäuschungen und Reue vermeiden wollen und eher wiederholen, was mit positiven Emotionen verbunden war.

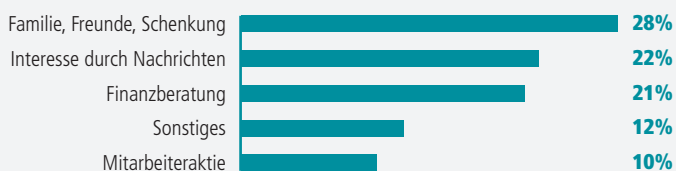
Unter den Nicht-Aktienbesitzenden geben nur 34 Prozent an, dass Erfahrungen und Emotionen bei Ihrer Entscheidung, nicht in den Aktienmarkt zu investieren, eine wichtige Rolle spielen (siehe Abbildung 1.2 in Kapitel 1). Die wortwörtliche Aussage lautete: „Emotionen, Einstellungen und Erwartungen zum Aktienmarkt, die ich aufgrund meiner eigenen Anlageerfahrung habe, sind für meine Anlageentscheidung wichtig.“ Wie erklärt sich dieser relative niedrige Wert? Viele Nicht-Aktienbesitzende haben nun einmal keine Erfahrungen mit Aktien gemacht. Wenn wir in der Gruppe der Nicht-Aktienbesitzenden diejenigen betrachten, die in der Vergangenheit einmal Aktien besessen haben (das sind 23 Prozent dieser Gruppe), liegt der Anteil derjenigen, für die Emotionen und Erfahrungen eine relevante Rolle spielen, bei 60 Prozent.

Wir haben bereits angedeutet, dass auch indirekte Erfahrungen (d. h. Erfahrungen über nahestehende Personen oder auch Erfahrungen einer ganzen Gesellschaft) Entscheidungen beeinflussen können. Welche Rolle spielt zunächst das persönliche Umfeld bei der Entscheidung, in Aktien zu investieren?

Abbildung 2.2 zeigt, dass 28 Prozent der Aktienbesitzenden in unserer Studie direkt über das persönliche Umfeld – über Familie, Freunde, oder Schenkungen (hier sind auch Erbschaften enthalten) – zu ihrer ersten Aktie gekommen sind. In einer anderen Frage des Fragebogens geben zudem 56 Prozent der Aktienbesitzenden an, dass sie in ihrem Umfeld einige Menschen haben, die in Aktien investieren (siehe Abbildung 1.2 in Kapitel 1). Bei Nicht-Aktienbesitzenden sind das nur 28 Prozent. 10 Prozent der Aktienbesitzenden kamen über Mitarbeiteraktien zur ersten Aktie (siehe Abbildung 2.2), was zeigt, dass auch das berufliche Umfeld eine bedeutende Rolle für die Aktienmarktteilnahme spielen kann.

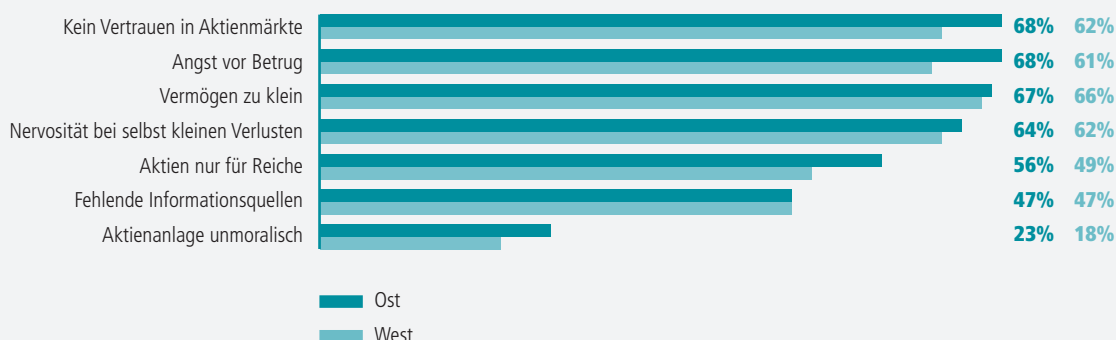
Doch nicht nur das engere persönliche Umfeld, sondern auch Erfahrungen und Werte einer ganzen Gesellschaft können einen starken Einfluss auf das Anlageverhalten haben. Laudenbach, Niessen-Ruenzi und Malmendier (2019) zeigen dies am Beispiel der früheren Teilung der Bundesrepublik in den kommunistisch geprägten Osten und den kapitalistisch geprägten Westen. Noch heute, knapp 30 Jahre nach der Wiedervereinigung, haben die damalige politische Prägung und die Propaganda des sozialistischen Regimes gegen den Aktienmarkt (als Inbegriff des Kapitalismus) Auswirkungen auf die heutige Einstellung ehemaliger DDR-Bürger zum Thema Aktien. Nach Ergebnissen der genannten Studie ist nicht nur der Anteil der Aktienbesitzenden in Ostdeutschland geringer. In einer Umfrage der Autorinnen stimmen im Osten 26 Prozent der Befragten der Aussage zu, dass eine Investition in den Aktienmarkt unmoralisch sei – im Westen sind dies nur 19 Prozent. Zudem erklären im Osten 55 Prozent der Befragten, dass sie Aktien generell einfach nicht mögen – im Westen sind dies nur 43 Prozent. Darüber hinaus zeigt die Studie, dass Aktienbesitzende im Osten, insofern sie investieren, mit einer höheren Wahrscheinlichkeit auf Aktien eher „kapitalistischer“ Firmen (z. B. auf Aktien aus der Finanzindustrie oder auf Aktien amerikanischer Unternehmen) verzichten und eher in Wertpapiere von staatseigenen Unternehmen oder Unternehmen kommunistischer Länder wie Russland oder China investieren. Diese Ergebnisse zeigen, dass die politische Prägung einer Gesellschaft einen sehr lang anhaltenden Einfluss auf die Aktienkultur haben kann.

**Abbildung 2.2: Der Weg zur ersten Aktie**



Legende: Die Grafik veranschaulicht die Antworten der 667 befragten Aktienbesitzenden auf die Bitte „Beschreiben Sie uns kurz, wie Sie zu Ihrer ersten Teilnahme am Aktienmarkt kamen.“ Es wird jeweils der Anteil derer, die den Antwortmöglichkeiten zustimmten, angegeben. Die Grundgesamtheit bilden alle Teilnehmenden der Studie, die Aktien besitzen – Teilnehmende, die die Frage nicht beantwortet haben, sind an dieser Stelle mit einbezogen. Aus diesem Grund addieren sich die Angaben nicht zu 100 Prozent. Alle Antworten sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet.

**Abbildung 2.3: Mögliche Gründe für die geringe Aktienmarktteilnahme in Deutschland: Unterschiede nach Ost- und West-Hintergrund**



Legende: Die Grafik veranschaulicht die Zustimmung zu ausgewählten Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme von N=2.094 Nicht-Aktienbesitzenden aus dem Osten (N = 450) und dem Westen (N = 1.644). Als aus dem Osten werden diejenigen klassifiziert, die auf die Frage „Haben Sie vor der Wiedervereinigung eine Zeit Ihres Lebens in der DDR gelebt“ mit ja antworteten. In der Abbildung sind die Aussagen nach Ihrer Bedeutung für Teilnehmende aus dem Osten sortiert. 2.094 Nicht-Aktienbesitzende antworteten auf die Frage „Inwieweit treffen die folgenden Aussagen

rund um das Thema ‚Aktienmarktteilnahme‘ auf Sie zu?“. Die Befragten konnten dabei jeweils unter den Antwortmöglichkeiten 1 („trifft gar nicht zu“) bis 5 („trifft voll zu“) wählen oder keine Angabe machen. In der Abbildung wird angegeben, wieviel Prozent der jeweiligen Aussage zustimmten (d. h. mit „trifft eher zu“ oder „trifft voll zu“ antworteten). Keine Angabe wurde dabei als Nichtzustimmung behandelt. Alle Prozentzahlen sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet. Die vollen Antworttexte finden sich in Tabelle 1.5 im Appendix zu Kapitel 1.

In unserer Umfrage ist der Anteil an Aktienbesitzenden im Osten von Deutschland allerdings nur etwas geringer als im Westen (22 Prozent versus 25 Prozent). Nicht-Aktienbesitzende aus Ost und West stimmen in den Aussagen zur Aktienmarktteilnahme mit generell breiter Zustimmung weitgehend überein: sie empfinden ihr Vermögen oder ihr Finanzwissen als zu gering oder sind bei selbst kleinen Verlusten nervös. Bei anderen Aussagen finden

wir aber auch Unterschiede und somit ähnliche Ergebnisse wie die Studie von Laudenbach, Malmendier und Niessen-Ruenzi (2019): Unter den ost-deutschen Nicht-Aktienbesitzenden empfinden 23 Prozent eine Investition in den Aktienmarkt als unmoralisch, im Westen ist dies bei 18 Prozent der Fall. Auch ein geringes Marktvertrauen spielt bei den Nicht-Aktienbesitzenden im Osten eine bedeutendere Rolle.

## 2.4 FAZIT

Für (ehemals) Aktienbesitzende spielen direkte und indirekte Erfahrungen mit Aktien eine wichtige Rolle für ihre Entscheidung, (nicht mehr) ein Aktieninvestment zu tätigen. Wäre es für Personen, die noch nie Aktien besessen haben, möglich, die Erfahrung mit Aktien zunächst einmal zu simulieren, d. h. im Spiel zu erfahren? Wir beenden das Kapitel mit dem Verweis auf ein Online-Angebot, welches das Zusammenspiel von Risiko und Rendite bei einer Aktienanlage greifbarer macht. In der Praxis wird das mit einer Aktienanlage verbundene Risiko oft sehr trocken und für viele Menschen schwer verständlich kommuniziert. Hierzu werden in der Regel komplexe Kennzahlen wie die Sharpe Ratio (ein Maß für das Rendite-Risiko-Verhältnis) oder die Volatilität (ein Maß für das reine Risiko) verwendet.

Kaufmann, Weber und Haisely (2013) haben in einer Studie gezeigt, dass Personen, die im Rahmen eines Experiments anhand von Computersimulationen Kursentwicklungen am Aktienmarkt gezeigt bekamen, die Risiken

einer solchen Anlage präziser als bei einer reinen Beschreibung einschätzen konnten. Zudem verringerten diese Teilnehmenden auch das Risiko ihrer Anlage nicht sofort, wenn sie einmal einen Verlust erlitten, sondern hielten ihr Risikolevel relativ konstant. Insgesamt waren sie eher bereit, das mit einer Aktienanlage einhergehende Risiko in Kauf zu nehmen. Durch diese sogenannte Risikosimulation kann man den Einfluss von verschiedenen Risiko- „Stärken“ anschaulich machen, ohne dass man diese direkt mit eigenem Geld eingehen muss. Der Simulator ist kostenfrei und online zugänglich unter der URL: <http://simulator.behavioral-finance.de>. Damit lässt sich ein realistisches Bild des mit den am Aktienmarkt verbundenen Risiko-Rendite Trade Offs aufzeigen. Zudem hilft er dabei, die eigene Risikobereitschaft zu ermitteln. Letztendlich bietet ein solcher Simulator die Möglichkeit zu testen, ob die eigenen Emotionen wie Verlustangst oder Unlust im Umgang mit der wahrgenommenen Komplexität bestehen bleiben oder ob diese in Teilen auch aufgrund von Fehleinschätzungen bestanden.

### 3. Wissen, was man (nicht) über Aktien wissen muss

Dividende des Unternehmens  
Finanzen des Unternehmens  
Sicherheit der Anlage  
Aktienkurse allgemein  
Gewinnpotenzial  
Einzelaktienhistorie  
Wirtschaftslage DAX Börsenverständnis  
Gebühren  
Anlagezeitraum Risiko Geld  
Verlust Eigene Finanzen  
Unternehmenshintergrund allgemein  
Anlagewissen  
Art der Anlage/konkrete Titel  
Kauf-/Verkaufszeitpunkt  
Ablauf des Kaufes/Verkaufes

Abbildung 3.0: Was man wissen müsste, um in Aktien zu investieren



Legende: Die Grafik zeigt die 20 häufigsten Antworten (in Stichworten) auf die Frage „Was glauben Sie, was sind die drei wichtigsten Dinge, die man wissen oder über die man sich informieren müsste, wenn man in Aktien investieren möchte?“. Die Abbildung basiert auf 3.101 Antworten von

2.094 Nicht-Aktienbesitzenden (entspricht 76 Prozent von insgesamt 4.081 Antworten). Ähnliche Antworten wurden zusammengefasst und häufiger genannte Antworten sind größer dargestellt. Das Häufigkeitsdiagramm, auf welchem die Wortwolke basiert, findet sich in Abbildung 3.3.

## 3.1 WARUM FINANZWISSEN?

Wie steht es 2019 um das Finanzwissen in Deutschland und wie schätzen seine Bürger(innen) ihr Finanzwissen selbst ein? Für eine Aktieninvestition halten 65 Prozent der Nicht-Aktienbesitzenden ihr Wissen für zu gering

(siehe Abbildung 1.2 in Kapitel 1). Was meint man in Deutschland, welches Wissen eine Aktienanlage erfordert? Und wie zutreffend sind diese Einschätzungen?

### Abbildung 3.1: Selbsttest Finanzwissen

#### Machen Sie selbst den Wissenstest

(Auflösung am Ende des Kapitels)

1. Angenommen, Sie haben 100 € Guthaben auf Ihrem Sparkonto.

Dieses Guthaben wird mit 2% pro Jahr verzinst, und Sie lassen es 5 Jahre auf diesem Konto. Was meinen Sie, wie viel Guthaben weist Ihr Sparkonto nach 5 Jahren auf?

- a. Mehr als 102 Euro
- b. Genau 102 Euro
- c. Weniger als 102 Euro

2. Angenommen, die Verzinsung Ihres Sparkontos beträgt 1% pro Jahr und die Inflationsrate beträgt 2% pro Jahr. Was glauben Sie, werden Sie nach einem Jahr mit dem Guthaben des Sparkontos genauso viel, mehr oder weniger als heute kaufen können?

- a. Mehr
- b. Genauso viel
- c. Weniger

3. Was glauben Sie, ist die folgende Aussage richtig oder falsch:

„Die Anlage in Aktien eines einzelnen Unternehmens ist weniger riskant als die Anlage in einem Aktienfonds.“

- a. Richtig
- b. Falsch

4. Was glauben Sie, ist die folgende Aussage richtig oder falsch:

„Bei einer Hypothek über 15 Jahre sind im Allgemeinen höhere monatliche Zahlungen als bei einer Hypothek über 30 Jahre erforderlich, doch die gesamten Zinsen, die während der Laufzeit des Darlehens gezahlt werden, sind niedriger.“

- a. Richtig
- b. Falsch

5. Was glauben Sie, wenn die Zinsen steigen, was geschieht dann typischerweise mit den Kursen von Anleihen?

- a. Sie steigen
- b. Sie bleiben gleich
- c. Sie fallen
- d. Es gibt keinen Zusammenhang zwischen den Kursen von Anleihen und Zinsen.

Legende: Bei den oben stehenden Fragen handelt es sich um die sogenannten „Großen 5“ der Finanzwissensfragen, die unter anderem auf der Arbeit von Lusardi und Mitchell (2008) basieren (siehe auch <https://gflec.org/education/questions-that-indicate-financial-literacy>).

Neben den gezeigten Antwortmöglichkeiten konnten die Teilnehmenden unserer Studie auch mit „Ich weiß es nicht“ und „Keine Angabe“ antworten.

## 3.2 TATSÄCHLICHES UND GEFÜHLTES FINANZWISSEN

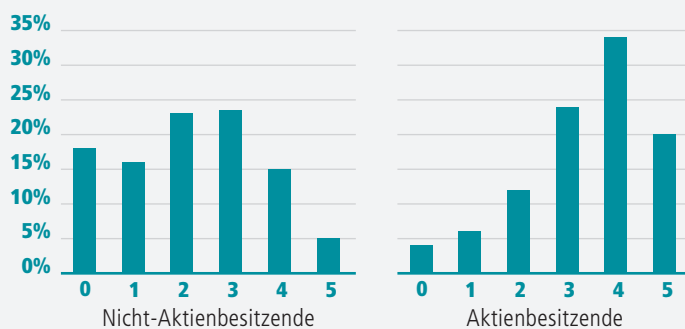
Das tatsächliche Finanzwissen in der Bevölkerung wurde in den letzten Jahren häufig mithilfe von fünf Standardfragen gemessen (siehe Abbildung 3.1). Obgleich diese Fragen nicht direkt auf Wissen rund um die Aktienanlage zielen, wurde das so ermittelte Finanzwissen in vielen Studien als entscheidender Faktor für die Wahrscheinlichkeit einer Teilnahme am Aktienmarkt bewertet (z. B. van Rooij, Lusardi und Alessie 2011). Die Wissenschaftlerinnen Lusardi und Mitchell (2014) schreiben, dass das Verständnis von ökonomischen Zusammenhängen, insbesondere im Finanzkontext (englisch „Financial Literacy“ und auf Deutsch etwa „Finanzkenntnisse“ oder „Finanzwissen“), es den Menschen ermöglicht, ökonomische Informationen zu verarbeiten und sinnvolle Entscheidungen bezüglich der eigenen Finanzplanung, des Vermögensaufbaus, der Schuldenaufnahme oder der Altersvorsorge zu treffen. Die linke der beiden Grafiken in Abbildung 3.2 zeigt die Verteilung der Anzahl an richtigen Antworten im Finanzwissenstest aus Abbildung 3.1, getrennt für die Nicht-Aktienbesitzenden und Aktienbesitzenden in unserer Studie.<sup>9</sup>

Offensichtlich verfügen Aktienbesitzende im Durchschnitt über ein höheres Finanzwissen. Im Median haben Aktienbesitzende 4 der 5 Fragen richtig beantwortet, Nicht-Aktienbesitzende dagegen nur 2 Fragen.

Die rechte der beiden Grafiken in Abbildung 3.2 zeigt die Selbsteinschätzung von Nicht-Aktienbesitzenden und Aktienbesitzenden bezüglich Ihres Finanzwissens. Hiernach schätzen Aktienbesitzende ihr Finanzwissen im Durchschnitt auch höher ein. Die Verteilungen von tatsächlichem und gefühltem Finanzwissen sind in beiden Gruppen relativ ähnlich. Auch auf individueller Ebene lassen sich positive Zusammenhänge zwischen tatsächlichem und gefühltem Finanzwissen sowie der Aktienmarktteilnahme nachweisen. Der beobachtete Zusammenhang zwischen Nichtaktienbesitz und geringem gefühltem Finanzwissen ist konsistent mit der zuvor erwähnten breiten Zustimmung (65 Prozent) der Nicht-Aktienbesitzenden zur Aussage „Mir fehlt das Wissen, wie man am Aktienmarkt investiert“ (siehe Abbildung 1.2 in Kapitel 1). Selbst wenn man unter den Nicht-Aktienbesitzenden nur die Personen betrachtet, die vier oder gar alle fünf Fragen des Finanzwissenstests richtig beantwortet haben, glaubt die Mehrheit (58 Prozent) noch, dass ihr Wissen für eine Aktienmarktteilnahme nicht ausreicht.

**Abbildung 3.2: Tatsächliches und gefühltes Finanzwissen**

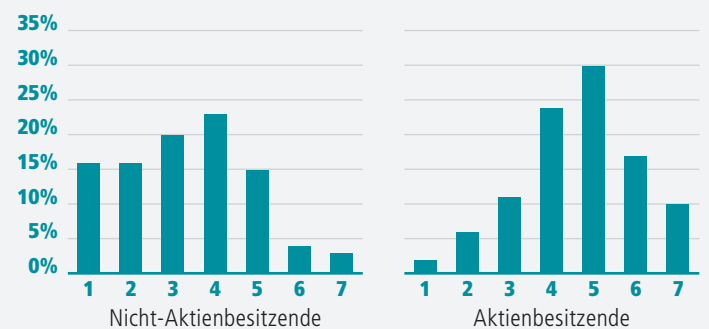
**Anzahl richtiger Antworten aus den 5 Wissensfragen**



Legende: Die linke Grafik zeigt, getrennt für Nicht-Aktienbesitzende (N=2.094) und Aktienbesitzende (N = 667), die Anzahl der korrekt beantworteten Fragen zum Finanzwissen (Lusardi und Mitchell 2008, van Rooij, Lusardi und Alessie 2011). Ein Wert von 2 bedeutet, dass zwei der fünf Fragen korrekt beantwortet wurden. Die Antworten „weiß nicht“ oder „keine Angabe“ gingen dabei als nicht korrekte Antwort ein. Der rechte Graph zeigt, für N = 2.094 Nicht-Aktien-

**Zustimmung zur Aussage „Mein Finanzwissen ist gut“**

(1=trifft gar nicht zu, 7=trifft voll zu)



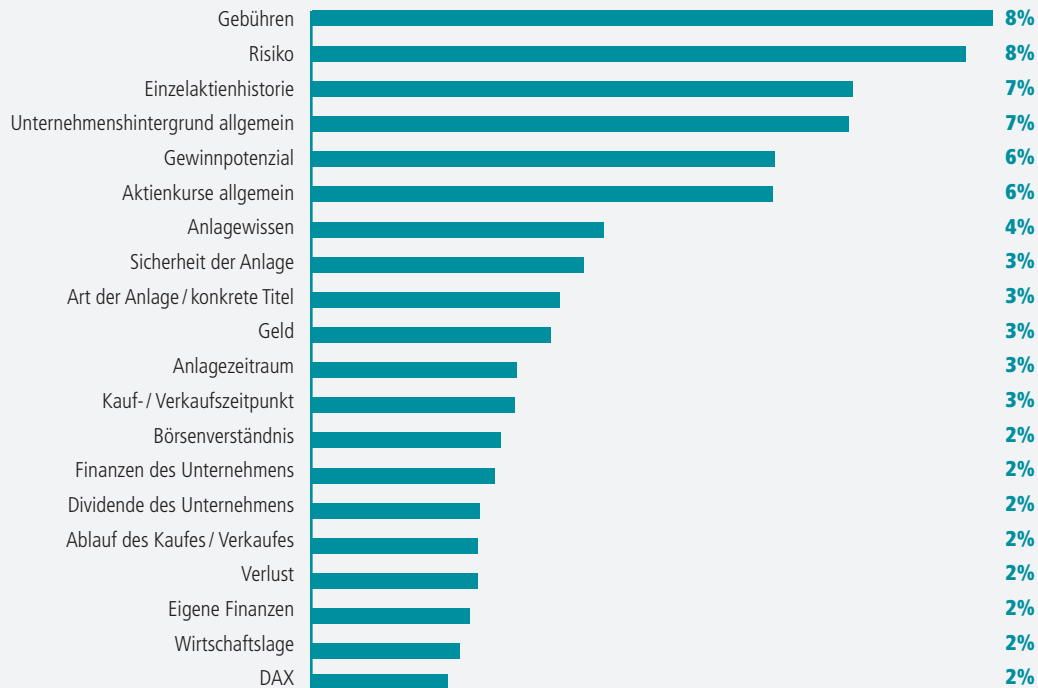
besitzende und N = 667 Aktienbesitzende die Verteilung des Zustimmungsgades zur Aussage „Mein Finanzwissen ist gut.“ Nicht veranschaulicht sind die Antworten von = 54 Nicht-Aktienbesitzenden (3 Prozent) und N = 1 Aktienbesitzer (0 Prozent), die keine Angabe machten. Alle Antworten sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet.

<sup>9</sup> Lusardi und Mitchell (2014) geben auch einen Überblick zum Finanzwissen in verschiedenen Ländern inklusive Deutschland.



### 3.3 WAS NICHT-AKTIEBESITZENDE GLAUBEN, WAS MAN WISSEN MUSS

Abbildung 3.3: Was Nicht-Aktienbesitzende meinen, was man als Aktionär wissen muss



Legende: Die Grafik zeigt die 20 häufigsten Antworten auf die Frage „Was glauben Sie, was sind die drei wichtigsten Dinge, die man wissen oder über die man sich informieren müsste, wenn man in Aktien investieren möchte?“. Die Auswertung basiert auf 3.101 Antworten von 2.094 Nicht-

Aktienbesitzenden (entspricht 76 Prozent von insgesamt 4.081 Antworten). Ähnliche Begriffe wurden zusammengefasst. Die Grundgesamtheit bilden alle gegebenen Antworten, die ausgewiesenen Anteile in der Abbildung sind aus diesem Grund nicht gewichtet.

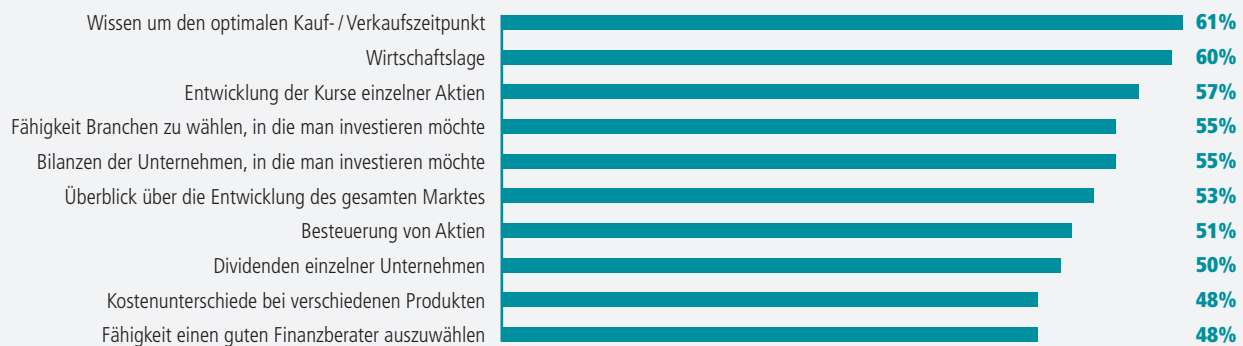
Im Folgenden wird dem für eine Aktienanlage als zu gering empfundenen Wissen genauer nachgegangen. Wie kommen selbst Menschen mit gutem allgemeinen Finanzwissen zu der Einschätzung, ihr Finanzwissen sei für eine Aktienanlage zu gering? In dieser Hinsicht ist es wichtig zu verstehen, was Nicht-Aktienbesitzende als für ein Aktieninvestment notwendiges Finanzwissen ansehen.

Abbildung 3.3 zeigt die 20 meistgenannten Aspekte, die man wissen oder über die man sich nach Meinung der Nicht-Aktienbesitzenden informieren müsste, wenn man in Aktien investieren möchte. Die Liste wird angeführt vom Thema Gebühren, gefolgt von Risiko. Darüber hinaus drehen sich eine Vielzahl der genannten Begriffe um die Eigenschaften einzelner Aktien oder der zugehörigen Unternehmen. Es scheint die Meinung vorzuherrschen, dass eine Anlage in Aktien vor allem die Fähigkeit erfordert, gute Einzeltitel auszuwählen. Weniger Begriffe (aber dennoch einige) sind der allgemeinen Wirtschaftslage oder dem gesamten Markt zuzuordnen.

Nachdem die Studienteilnehmenden unvoreingenommen und frei schreiben konnten, über welche Aspekte man ihrer Meinung nach informiert sein müsse, wurden sie zu zehn vorgegebenen Aspekten direkt befragt. Abbildung 3.4 zeigt für diese zehn Aspekte, welcher Anteil der Nicht-Aktienbesitzenden und Aktienbesitzenden angibt, dass man über diesen „sehr“ informiert sein sollte (im Gegensatz zu „etwas“, „kaum“, „gar nicht“ informiert sowie zu „keine Angabe“). Generell liegt dieser Prozentanteil bei den Nicht-Aktienbesitzenden nur bei zwei Aspekten unter 50 Prozent.<sup>10</sup> Unter anderem ist die Mehrheit der Nicht-Aktienbesitzenden der Meinung, man müsse „sehr“ über die Kursentwicklungen einzelner Aktien, über Branchen, die Weltwirtschaftslage und die allgemeine Marktentwicklung informiert sein – weiter sogar über optimale Handelszeitpunkte und die Bilanzen der Unternehmen. Wäre dies in der Tat der Fall, so wäre eine Teilnahme am Aktienmarkt wohl nur mit dem zeitlichen Aufwand eines zusätzlichen Berufes möglich. Ein breites und tiefgehendes Wissen zu Einzelaktien und den zugrundeliegenden Unternehmen schadet sicher nicht – notwendig ist es je nach Art der Aktienanlage aber auch nicht. Es scheint Unklarheit darüber zu bestehen, welches Wissen eine erfolgreiche Aktienanlage tatsächlich erfordert. Generell scheint der für eine Aktienanlage notwendige Informationsbedarf massiv überschätzt zu werden.

<sup>10</sup> Zu den zehn Aspekten machten jeweils 18 bis 21 Prozent der Nicht-Aktienbesitzenden keine Angabe.

**Abbildung 3.4: Worüber man bei einer Aktienmarktteilnahme sehr informiert sein sollte**



Legende: Die Grafik veranschaulicht die Antworten von N = 2.094 Nicht-Aktienbesitzenden auf die Frage „Was glauben Sie, wie sehr, wenn überhaupt, sollte man persönlich über die folgenden Aspekte informiert sein, wenn man in Aktien investieren möchte?“. Die Grafik zeigt für jeden

der aufgeführten Aspekte den Anteil der Teilnehmenden, welcher der Ansicht war, dass man „sehr“ darüber informiert sein müsste. Die anderen Antwortmöglichkeiten waren „gar nicht“, „kaum“, „etwas“ und „keine Angabe“. Alle Antworten sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet.

### 3.4 FAZIT

Die Mehrheit der Nicht-Aktienbesitzenden scheint falsche Vorstellungen davon zu haben, welches Wissen für eine Teilnahme am Aktienmarkt zwingend erforderlich ist. Während breite und tiefgehende ökonomische Kenntnisse zu Einzelaktien sicher nicht schaden, so sind sie für eine kostengünstige, breitgestreute und langfristige Aktieninvestition (wie sie auch von zahlreichen Wissenschaftlern nahegelegt wird) nicht erforderlich. Der zeitliche Aufwand um Detailwissen über Einzelaktien und die zugehörigen Unternehmen zu erwerben und „up to date“ zu halten ist hoch und stellt daher eine Hürde für eine Teilnahme am Aktienmarkt dar.

Gleichzeitig fehlt es in Deutschland auch an einem für eine Aktienanlage relevanten Wissen. Weniger als 50 Prozent der Nicht-Aktienbesitzenden beantworten die Frage im Finanzwissenstest zum Grundprinzip der Risikostreuung korrekt (siehe hierzu auch Kapitel 4 der Studie). Wie wir in einer weiteren Frage des Fragebogens herausgefunden haben, ist der Begriff „Exchange Traded Fund (ETF)“, der die wesentliche Anlageproduktklasse

zur Durchführung einer breit gestreuten und kostengünstigen Aktieninvestition beschreibt, 72 Prozent der Nicht-Aktienbesitzenden unbekannt – nur 8 Prozent wissen, was er bedeutet. Auf die Freitextfragen nach dem für eine Aktienanlage erforderlichem Wissen (Abbildung 3.3) werden besonders relevante Aspekte für eine Aktienmarktteilnahme wie ein langfristiger Anlagehorizont oder die eigene Finanzsituation relativ selten genannt.

Studienteilnehmende mit einem allgemein guten Finanzwissen nehmen eher am Aktienmarkt teil. Ein gutes Finanzwissen ist jedoch keine Garantie dafür, sich für eine Aktienanlage ausreichend informiert zu fühlen – wie die Befragung gezeigt hat, fühlt sich selbst ein Großteil der Nicht-Aktienbesitzenden mit gutem Finanzwissen nicht gewappnet. Es scheint, als weise das Finanzwissen der Nicht-Aktienbesitzenden eine gewisse Schiefelage bezüglich Aktienanlagen auf. Sie meinen, Dinge wissen zu müssen, die man nicht unbedingt wissen muss, und wissen Dinge nicht, die sie wissen sollten.

**Zum Abschluss des Kapitels an dieser Stelle noch die richtigen Antworten zum „Selbsttest Finanzwissen“ aus Abbildung 3.1. In chronologischer Reihenfolge lauten diese: a, c, b, a und c.**

## 4. Beschränkt rationale Risiko- präferenzen und Fehlein- schätzungen zum Aktienrisiko

Spekulation  
Freude  
Gewinn  
Teuer  
Unsicherheit  
Kurs Reich Dividend  
Bank Risiko  
Börse Anlage  
Rendite Geld DAX  
Verlust Kompliziert  
Angst  
Spannung  
Uninteressant

**Abbildung 4.0: Spontane Assoziationen mit dem Begriff „Aktie“**



Legende: Die Grafik zeigt die 20 häufigsten Antworten auf die Bitte „Nennen Sie bitte spontan drei Gefühle, die Sie mit dem Begriff „Aktie“ verbinden“. Die Darstellung basiert auf 3.308 Antworten von 2.094 Nicht-Aktienbesitzenden (entspricht 78 Prozent von insgesamt 4.245 Antworten). Ähnliche

Antworten wurden zusammengefasst und häufiger genannte Antworten sind größer dargestellt. Das Häufigkeitsdiagramm, auf welchem die Wortwolke basiert, findet sich in Abbildung 4.7

## 4.1 WARUM RISIKOPRÄFERENZEN UND -EINSCHÄTZUNGEN?

Eine naheliegende Erklärung für die Nichtteilnahme am Aktienmarkt ist eine Risikoscheu (auch Risikoaversion genannt). Da jede Form des Sparens in Aktien mit Risiken verbunden ist, macht Risikoaversion eine Aktienanlage unattraktiver. Auch in unserer Studie schätzen sich Nicht-Aktienbesitzende im Durchschnitt weniger risikobereit ein als Aktienbesitzende (siehe Abbildung 4.1).

Mit Risikoaversion im Allgemeinen ist allerdings schwer zu erklären, warum viele Menschen nicht zumindest einen kleinen Teil ihres investierbaren Vermögens in Aktien anlegen (Mankiw und Zeldes 1991). Eine von der verhaltensökonomischen Forschung vorgebrachte Erklärung beruht auf sogenannten nicht vollständig rationalen Risikopräferenzen.<sup>11</sup> Diese Risikopräferenzen beschreiben realistischer, wie sich Menschen – im Gegensatz zum roboterartigen und gefühllosen „homo öconomicus“ – gegenüber (möglichen) Risiken verhalten.

<sup>11</sup> Der Begriff „Irrationalität“ wird in diesem Zusammenhang von vielen Wissenschaftlern als zu stark empfunden. Der Punkt der Verhaltensökonomie ist vielmehr, dass schon „kleine“ Rationalitätsverletzungen das Verhalten von Menschen entscheidend beeinflussen können. Daher der sperrige Begriff „nicht vollständig rational“; manchmal spricht man auch von „beschränkt rational“. Als „rationale“ Risikopräferenzen

**Abbildung 4.1: Selbsteinschätzung der persönlichen Risikobereitschaft auf einer Skala von 1 bis 7**



Legende: Die Grafik zeigt, getrennt für Nicht-Aktienbesitzende (N = 2.037) und Aktienbesitzende (N = 665), den Durchschnitt der Antworten auf die Frage „Wenn Sie Spar- oder Anlageentscheidungen treffen: Wie würden Sie Ihre persönliche Risikoeinstellung beschreiben (von 1: "gar nicht risikobereit" bis 7: "sehr risikobereit")?". N = 57 Nicht-Aktienbesitzende (3 Prozent) und N = 2 Aktienbesitzende (0 Prozent) machten keine Angabe. Alle Antworten sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet.

gelten die des sogenannten Erwartungsnutzenmodells (Bernoulli 1738; von Neumann und Morgenstern 1944). In der Realität sind die beobachteten Risikopräferenzen in vielen Fällen nicht konsistent mit dem Erwartungsnutzenmodell; d. h., sie sind nicht vollständig rational.

In diesem Kapitel wird die Bedeutung von drei häufigen sogenannten Risikopräferenzfehlern (manchmal auch Risikopräferenzverzerrungen, englisch „risk preference biases“) für das Aktieninvestment diskutiert: Verlustaversion, Wahrscheinlichkeitsübergewichtung und antizipierte Reue.

Ein weiterer von der Verhaltensökonomie vorgebrachter Erklärungsversuch für die geringe Aktienmarktteilnahme sind Fehleinschätzungen (englisch „belief biases“) des Aktienrisikos selbst. In diesem Zusammenhang diskutieren

wir die Bedeutung von zwei Möglichkeiten, das Risiko bei der Geldanlage in Aktien zu reduzieren: Risikostreuung durch eine Anlage in viele statt nur wenige Unternehmensaktien („Titeldiversifikation“) und Risikoreduktion durch die Wahl eines langen Anlagehorizonts („intertemporale Diversifikation“).

## 4.2 BEDEUTUNG VON RISIKOPRÄFERENZFEHLERN FÜR DIE AKTIENANLAGE

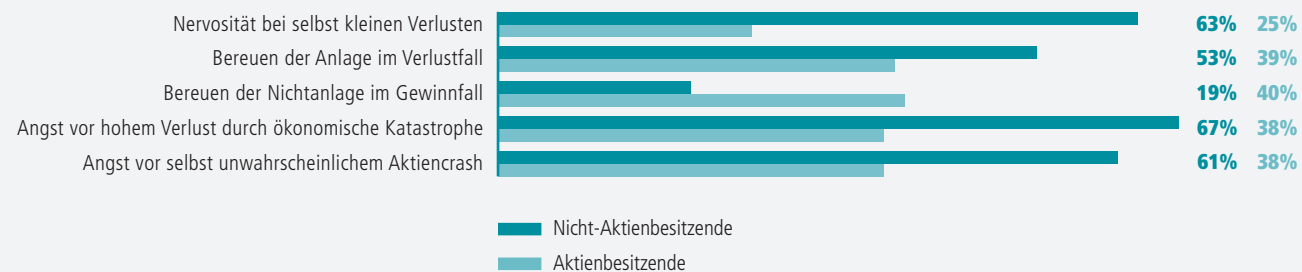
Abbildung 4.2 gibt einen genaueren Überblick über das Risikoempfinden der Aktienbesitzenden und Nicht-Aktienbesitzenden in unserer Studie. Sie zeigt für beide Gruppen von Befragten den Anteil derjenigen Personen, die den jeweiligen Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme zustimmten. Die erste Aussage lässt sich zu dem von Nobelpreisträger Daniel Kahneman und Amos Tversky beobachteten Phänomen der Verlustaversion in Bezug setzen (Kahneman und Tversky 1979); die zweite und dritte Aussage beschreiben das Gefühl der antizipierten Reue (Bell 1982, Loomes und Sugden 1982); die letzten beiden Aussagen behandeln die speziellen Risikopräferenzen bezüglich Katastrophenrisiken (ebenfalls Kahneman und Tversky folgend).

Die Abbildung zeigt bereits, dass die Angst vor Verlusten (Aussagen 1 und 2) – auch hohen Verlusten (Aussagen 4 und 5) – eine größere Rolle bei der Abkehr von einer Anlage in Aktien spielt als die Angst, eine Gewinnchance verpasst zu haben (Aussage 3).

### 4.2.1 Verlustaversion

Dass man Verluste scheut, ist zunächst einmal offensichtlich. Mit dem Fachausdruck Verlustaversion wird allerdings der Beobachtung Rechnung getragen, dass viele Menschen Verluste als etwa doppelt so schmerzhaft empfinden,

**Abbildung 4.2: Zustimmung zu Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme, die die eigenen Risikopräferenzen betreffen**



Legende: Die Grafik beschreibt, getrennt für Nicht-Aktienbesitzende (N = 2.094) und Aktienbesitzende (N = 667), die Zustimmung zu Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme, die die eigenen Risikopräferenzen betreffen. 2.094 Nicht-Aktienbesitzende antworteten auf die Frage „Inwieweit treffen die folgenden Aussagen rund um das Thema ‚Aktienmarktteilnahme‘ auf Sie zu?“. Die Befragten konnten dabei jeweils unter den Antwortmöglichkeiten 1 („trifft

gar nicht zu“) bis 5 („trifft voll zu“) wählen oder keine Angabe machen. In der Darstellung wird angegeben, wieviel Prozent der jeweiligen Aussage zustimmten (d. h. mit „trifft eher zu“ oder „trifft voll zu“ antworteten). Keine Angabe wurde dabei als Nichtzustimmung behandelt. Alle Prozentzahlen sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet. Die vollen Antworttexte finden sich in Tabelle 1.5 im Appendix zu Kapitel 1.

wie Gewinne gleicher Höhe sie erfreuen. Verlustaversion impliziert daher, dass schon einmal besessenes Geld mehr wert ist als neu hinzugewonnenes Geld, obwohl man sich mit beidem dasselbe kaufen kann. Dass dies absurd sein kann, lässt sich dadurch vor Augen führen, dass das, was als „Verlust“ und was als „Gewinn“ definiert wird, subjektiv und manipulierbar ist. Wenn ein Aktienbesitzer selbst 3 Prozent Rendite erzielt, seine Freunde (angeblich) aber 5 Prozent, fühlt er sich womöglich bereits als Verlierer. Alternativ kann ein einprozentiger Vermögenszuwachs als Verlust oder Gewinn wahrgenommen werden, je nachdem ob man die Inflation von 2 Prozent berücksichtigt. Hat man eine Aktie für 100 Euro erworben, die nach einem Jahr 120 Euro wert ist, so kann man dennoch enttäuscht sein, wenn der Preis 2 Monate zuvor bei 150 Euro lag. Aus rationaler Sicht ist der Wert von Vermögen absolut und durch das bestimmt, was man damit zusätzlich kaufen kann – und nicht dadurch, ob man durch irgendeinen Vergleich besser oder schlechter dasteht.

Verlustaversion impliziert außerdem, dass selbst kleine Verluste – die eigentlich kaum Einfluss auf den Konsum und Lebensstandard eines Menschen haben – sehr unangenehm sind (Segal und Spivak 1990). Da die Wahrscheinlichkeit, dass Aktien an einem beliebigen Tag fallen oder steigen bei etwa 50 Prozent liegt, lässt Verlustaversion Aktien besonders dann unattraktiv erscheinen, wenn man die Entwicklung der Geldanlage ständig verfolgt. Nach Nobelpreisträger Richard Thaler machen so die häufigen kleinen Verluste deutlich nervöser als die regelmäßigen kleinen Gewinne erfreuen (Benartzi und Thaler 1995). In unserer Studie stimmen 63 Prozent der Nicht-Aktienbesitzenden der Aussage „Die Möglichkeit von selbst kleinen Verlusten macht mich nervös“ zu. Auch in den Antworten auf die Einstiegsfrage (siehe Abbildung 4.0) findet sich das Wort „Verlust“ deutlich häufiger als das Wort „Gewinn“, was dahingehend interpretiert werden kann, dass mögliche Verluste bewusster sind als mögliche Gewinne.

#### **4.2.2 Asymmetrie in antizipierter Reue: Der Gedanke, Gewinne zu verpassen, ist weniger schlimm als der, Verluste hinnehmen zu müssen.**

In einer Umfrage der Targobank (2016) stimmten 61 Prozent der Befragten der folgenden Aussage voll zu: „Bevor ich bei der Geldanlage etwas falsch mache, lasse ich lieber erst einmal alles so wie es ist und warte ab.“ Die Frage zielt indirekt auf die sogenannte antizipierte Reue ab (Bell 1982, Loomes und Sugden 1982), die in der psychologischen und verhaltensökonomischen Forschung zu Risikopräferenzen seit Jahrzehnten eine wichtige Rolle spielt. Antizipierte (vorweggenommene) Reue bezeichnet hier ein Gefühl beim Aktienkauf im Sinne von: „Wenn sich die Anlage später als Minusgeschäft herausstellt, werde ich es bereuen. Um dieses schlechte zukünftige Gefühl zu verhindern, kaufe ich heute besser nicht.“ Abbildung 1.4 in Kapitel 1 hat gezeigt, dass besonders Personen mit hohem Einkommen befürchten, eine Investition im Verlustfall zu bereuen.

Die zweite und dritte Aussage in Abbildung 4.2 beziehen sich direkt auf solche antizipierten Reuegefühle. Und zwar einmal wie oben beschrieben und einmal, in symmetrischer Weise, auf die antizipierte Reue einer verpassten Chance („Wenn ich nicht kaufe, und die Aktien steigen, werde ich bereuen; deswegen kaufe ich.“). Während sich bei Aktienbesitzenden antizipierte Reuegefühle bezüglich verpasster Chance und ausgelassenem Minusgeschäft die Waage halten, antizipieren Nicht-Aktienbesitzende Reue durch ein eingegangenes Minusgeschäft fast dreimal häufiger als Reue durch eine verpasste Chance. Diese Beobachtung ‚passt‘ zur Verlustaversion: Antizipierte mögliche Verluste wiegen stärker als mögliche Gewinne; um die „Tat“ einer Aktienanlage nicht bereuen zu müssen, lässt man das Investment lieber sein.

#### **4.2.3 Verzerrung von kleinen Wahrscheinlichkeiten**

Tatsächlich hat die Aussage „Ich habe Angst, dass ich bei einer ökonomischen Katastrophe (z.B. einer Finanzkrise) einen Großteil meines eingesetzten Vermögens verliere“ unter den Nicht-Aktienbesitzenden dieser Studie die meiste Zustimmung von allen 37 angebotenen Aussagen rund um das Thema Aktienmarktteilnahme erhalten (siehe Abbildung 1.2 in Kapitel 1). Die Schulden- und Finanzkrise von 2007/2008 ist nun mehr als zehn Jahre her, die nächstjüngste Krise des Neuen Marktes mehr als 15 Jahre. Krisen dieses Ausmaßes lassen sich insofern als „seltene“ Ereignisse bezeichnen.

Ereignisse, die mit geringer Wahrscheinlichkeit große negative Wirkung entfachen („Katastrophen“), haben in der Verhaltensökonomie schon lange besondere Aufmerksamkeit erfahren. Nach der mit dem Nobelpreis gewürdigten „Prospekttheorie“ von Kahneman und Tversky haben sie besonders starken Einfluss auf die Entscheidungsfindung. So verhält sich eine Person – gemäß der Prospekttheorie – gegenüber einer Katastrophe, die mit 1 Prozent Wahrscheinlichkeit eintritt, als ob sie mit etwa 5 Prozent einträte. Die Katastrophewahrscheinlichkeit würde also übergewichtet oder „verzerrt“ – und das selbst dann, wenn man sicher wüsste, dass die richtige Wahrscheinlichkeit bei 1 Prozent läge.

Auch die Aussage „Das Risiko eines Aktiencrashes, selbst wenn es gering ist, hat für mich großes Gewicht bei Anlageentscheidungen“ findet breite Zustimmung unter Nicht-Aktienbesitzenden (61 Prozent). Damit liegt sie bei den Nicht-Aktienbesitzenden auf Platz 7 von 37 zu bewertenden Aussagen zur Aktienmarktteilnahme (siehe Abbildung 1.2 in Kapitel 1). Selbst wenn manche Nicht-Aktienbesitzende demnach meinen würden, dass ein Aktiencrash objektiv unwahrscheinlich ist, könnten sie besonderes Augenmerk auf ihn richten. Um kein Missverständnis aufkommen zu lassen: Angst vor einem Aktiencrash oder einer ökonomischen Katastrophe ist in keinsten Weise als beschränkt rational zu bezeichnen. Die Verzerrung kleiner Wahrscheinlichkeiten könnte solchen Ereignissen aber noch größere Bedeutung für die Anlageentscheidung verleihen als sie ohnehin schon haben.

## 4.3 EINSCHÄTZUNGSFEHLER BEZÜGLICH AKTIENRISIKEN

Die beiden wesentlichen Instrumente zur Risikoreduktion bei Aktienanlagen sind Titeldiversifikation (Investition in viele Einzelaktien, d. h. viele „Titel“) und intertemporale Diversifikation (Investition über viele Jahre hinweg, d. h. langfristige Anlage). Man könnte auch von einer Risikostreuung über Raum und Zeit sprechen (den Raum der Aktien und die Zeit der Anlagejahre). In diesem Sinne reduziert sich das Risiko einer Aktienanlage typischerweise über Raum und Zeit. Wie sehen dies die Teilnehmenden unserer Studie?

### 4.3.1 (Un)verständnis von Titeldiversifikation

Abbildung 4.3 gibt die Antworten zu Frage 3 aus dem Finanzwissenstest wieder (siehe Abbildung 3.1 in Kapitel 3). Während der Großteil der Aktienbesitzenden versteht (oder zumindest weiß), dass die Investition in einen Aktienfonds weniger riskant ist als die Anlage in eine Einzelaktie, ist dies für Nicht-Aktienbesitzende mehrheitlich nicht der Fall. Man mag dies als „Wissenslücke“ deuten (insbesondere dann, wenn die Antwort „weiß nicht“ darin begründet liegt, dass die oder der Befragte nicht weiß, was ein „Fonds“ ist). Das Resultat kann allerdings auch auf eine systematische Fehleinschätzung von Risiko hindeuten, denn die Idee von Risikoreduktion durch Streuung gilt nicht nur für Aktienanlagen, sondern für alle Lebensbereiche.

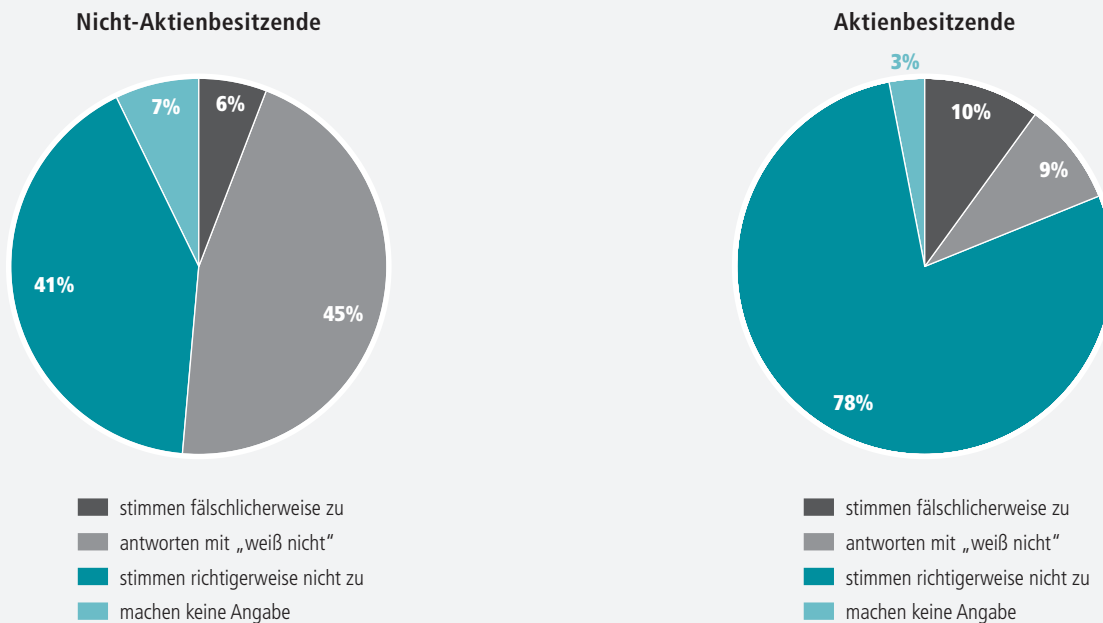
Nicht einmal die Hälfte der Nicht-Aktienbesitzenden beantwortet die einfache und wichtige Frage aus Abbildung 4.3 zum Grundprinzip der Risikostreuung korrekt.

### 4.3.2 (Un)verständnis von Verlustwahrscheinlichkeiten („Intertemporale Diversifikation“)

Das zweite wesentliche Instrument zur Risikoreduktion im Rahmen der Aktieninvestition ist ein langer Anlagehorizont. Der Zusammenhang zur (zeitunabhängigen) Titeldiversifikation ist dieser: Hat man nicht eine einzige Aktie im persönlichen Portfolio, sondern 10, so kann – selbst wenn eine einzelne Aktie (sehr) schlecht läuft – das Gesamtergebnis positiv ausfallen; analog dazu: Wenn man nicht über ein Jahr hinweg investiert, sondern über eine Dauer von 10 Jahren, so kann – selbst wenn ein einzelnes Börsenjahr (sehr) schlecht läuft – das Gesamtergebnis positiv sein. Setzt man die genannten Risikoreduktionsmaßnahmen beispielsweise mit der Entwicklung des deutschen Aktienmarktes seit 1969 in Verbindung, so zeigt sich, dass dieses Gesamtergebnis in der Tat meist positiv war. Selbst wenn schwere Finanzkrise(n) in den Anlagezeitraum fielen, so war die Rendite einer Investition in den DAX® nach 13 Jahren vor Kosten sogar immer positiv (siehe auch Deutsches

### Abbildung 4.3: (Un)verständnis von Risikoreduktion durch Diversifikation

„Die Anlage in Aktien eines einzelnen Unternehmens ist weniger riskant als die Anlage in einen Aktienfonds.“

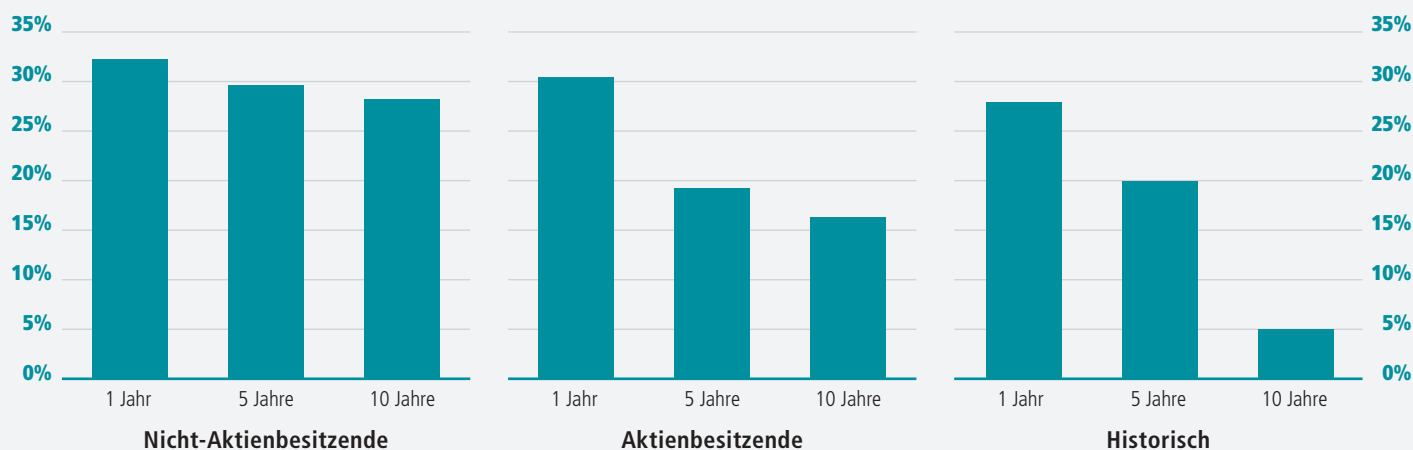


Legende: Die Diagramme stellen die Antworten von 2.094 Nicht-Aktienbesitzenden (linkes Diagramm) und 667 Aktienbesitzenden (rechtes Diagramm) auf die Aussage „Die Anlage in Aktien eines einzelnen Unternehmens ist weniger riskant als die Anlage in einen Aktienfonds.“ dar.

Die Befragten konnten der Aussage zustimmen, ihr widersprechen, ihr Unwissen angeben oder keine Angabe machen. Alle Antworten sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet.



**Abbildung 4.4: Geschätzte und historische Verlustwahrscheinlichkeiten einer Aktienanlage für 1, 5 und 10 Jahre**



Legende: Der erste Balken des linken und mittleren Balkendiagramms zeigt, jeweils für N = 2.094 Nicht-Aktienbesitzende und N = 667 Aktienbesitzende, den Durchschnittswert der Antworten auf die Frage „Wenn Sie heute 100 Euro in den Deutschen Aktienmarkt anlegen würden, was glauben Sie in wie vielen von 100 Fällen hätte Ihr Portfolio in einem Jahr einen Wert von unter 100 Euro?“. Der zweite und dritte Balken zeigt analog den Durchschnittswert für 5 bzw. 10 Jahre. Das rechte

Balkendiagramm zeigt historische Werte, welche auf Jahresrenditen des DAX® seit 1969 beruhen (Quelle: Deutsches Aktieninstitut 2019b). Bei dieser Frage war es nicht möglich, keine Angabe zu machen. Entfernt man 251 Teilnehmende (9 Prozent), die alle drei Verlustwahrscheinlichkeiten mit „0“ angegeben haben, so erhöhen sich die Werte um einige Prozentpunkte; das Muster bleibt jedoch gleich. Alle Antworten sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet.

Aktieninstitut 2019c). Die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes nach einer fünfjährigen Investition beträgt – historisch betrachtet – 20 Prozent und nach einer zehnjährigen Investition nur noch 5 Prozent.

Das linke und mittlere Balkendiagramm in Abbildung 4.4 zeigen die durchschnittlich geschätzten Verlustwahrscheinlichkeiten für die kommenden Jahre, jeweils für die Nicht-Aktienbesitzenden und Aktienbesitzenden in unserer Studie. Zunächst fällt auf, dass die durchschnittliche Einschätzung der Studienteilnehmenden zur Einjahresverlustwahrscheinlichkeit relativ nah am historischen Durchschnitt liegt. Übermäßiger Pessimismus scheint in der Breite also nicht vorzuliegen. Zweitens fällt auf, dass für die Nicht-Aktienbesitzenden die durchschnittlich geschätzte Verlustwahrscheinlichkeit einer DAX®-Investition über die Jahre kaum sinkt. Bei Aktienbesitzenden sinkt dieser Durchschnitt – wenn auch nicht so stark wie die historischen Vergleichswerte (rechtes Balkendiagramm). Diese Beobachtungen legen nahe, dass die Wirkung intertemporaler Diversifikation vielen Nicht-Aktienbesitzenden nicht bekannt ist und selbst von vielen Aktienbesitzenden unterschätzt wird.<sup>12</sup>

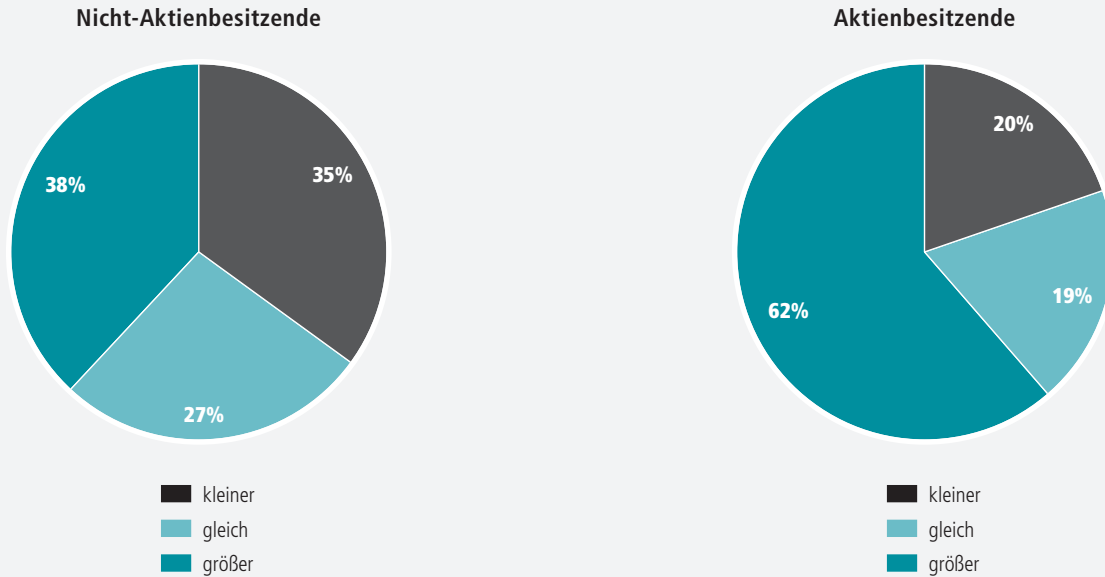
Abbildung 4.5 zeigt, getrennt für Nicht-Aktienbesitzende und Aktienbesitzende, den Anteil der Personen, die meinen, dass die Verlustwahrscheinlichkeit einer einjährigen Aktieninvestition größer, gleich oder kleiner der einer zehnjährigen Investition ist. Nur etwas mehr als ein Drittel der Nicht-Aktienbesitzenden gibt an, dass die Verlustwahrscheinlichkeit mit der Zeit sinken sollte. Bei den Aktienbesitzenden gehen immerhin zwei Drittel von einer fallenden Verlustwahrscheinlichkeit aus, was Wissen von intertemporaler Diversifikation bei einer größeren Gruppe nahelegt.

Abbildung 4.6 bezieht den Wert zur Fünf-Jahresverlustwahrscheinlichkeit in die Analyse mit ein. Bei den Nicht-Aktienbesitzenden zeigen sich nun vier annähernd gleich große Gruppen, die auf steigende, fallende, konstante oder ein anderes (weder steigendes noch fallendes) Muster der Verlustwahrscheinlichkeiten tippen. Selbst bei den Aktienbesitzenden weist weniger als die Hälfte der Schätzwerte darauf hin, dass die Verlustwahrscheinlichkeiten mit der Zeit fallen. Dass eine langfristige Aktienanlage die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes typischerweise reduziert, scheinen vor allem viele Nicht-Aktienbesitzende nicht zu wissen. Da Risikoscheue – und gegebenenfalls Verlustaversion (wie im vorhergehenden Abschnitt besprochen) – für die Aktienmarktteilnahme eine bedeutende Rolle spielt, dürfte die systematische Überschätzung von Verlustwahrscheinlichkeiten bei langen Anlagehorizonten ein großes Hindernis für die Aktienmarktteilnahme darstellen.

<sup>12</sup> Bei dieser und den folgenden Interpretationen ist zu beachten, dass wir nach zukünftigen Verlustwahrscheinlichkeiten gefragt haben. Theoretisch könnte es auch so sein, dass manche Studienteilnehmenden sich der historischen Verlustwahrscheinlichkeiten bewusst sind, für die Zukunft jedoch anderes erwarten.

**Abbildung 4.5: (Geringes) Wissen darum, dass Verlustwahrscheinlichkeiten mit der Zeit fallen (I)**

Bei einer Investition in den Deutschen Aktienmarkt ist die angegebene Einjahresverlustwahrscheinlichkeit im Vergleich zur Zehnjahresverlustwahrscheinlichkeit...

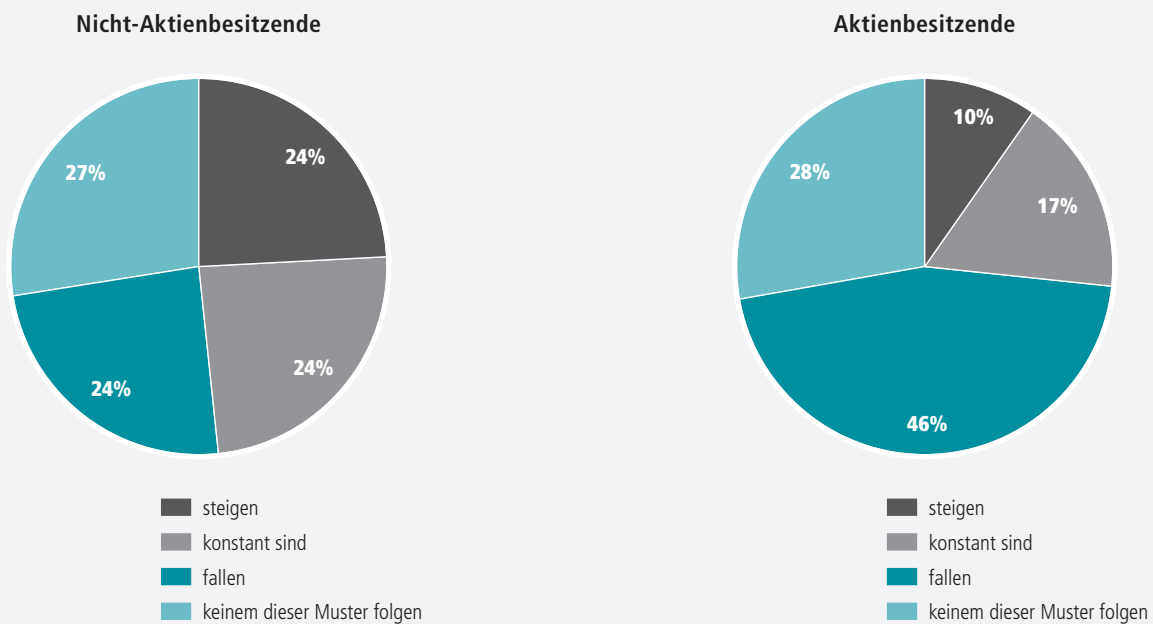


Legende: Die Diagramme veranschaulichen die Einschätzungen von 2.094 Nicht-Aktienbesitzenden (linkes Diagramm) und N = 667 Aktienbesitzenden (rechtes Diagramm) dazu, wie sich die Verlustwahrscheinlichkeit einer Aktieninvestition in den Deutschen Aktienmarkt über die Zeit entwickelt

(vgl. Abb. 4.4). Es wird jeweils der Anteil derer gezeigt, welche über die Zeit steigende, fallende und gleichbleibende Verlustwahrscheinlichkeiten angeben. Alle Antworten sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet.

**Abbildung 4.6: (Geringes) Wissen darum, dass Verlustwahrscheinlichkeiten mit der Zeit fallen (II)**

Anteil der Teilnehmenden, deren angegebene Verlustwahrscheinlichkeiten für eine Investition in den Deutschen Aktienmarkt über ein, fünf, und zehn Jahre...



Legende: Die Diagramme werten – ähnlich wie Abbildung 4.5 – die Einschätzungen von 2.094 Nicht-Aktienbesitzenden (linkes Diagramm) und N = 667 Aktienbesitzenden (rechtes Diagramm) zur Verlustwahrscheinlichkeit bei Aktienmarktteilnahme über verschiedene Zeithorizonte aus, betrachten aber drei statt zwei Zeithorizonte. Es wird jeweils der Anteil der Teilnehmenden gezeigt,

die über die Zeit steigende, fallende und gleichbleibende Verlustwahrscheinlichkeiten angeben – und der Anteil der Teilnehmenden, deren Angaben keinem dieser Muster folgt. Alle Antworten sind zum Zweck der Repräsentativität gewichtet.

## 4.4 FAZIT

Bereits in den Antworten auf die erste Bitte unseres Fragebogens („Nennen Sie bitte spontan drei Gefühle, die Sie mit dem Wort ‚Aktie‘ verbinden“) nehmen Begriffe wie „Risiko“, „Unsicherheit“ und „Verlust“ die vorderen Plätze ein; siehe hierzu auch Abbildung 4.7. Allgemein steht das Risiko einer Aktienanlage sehr im Fokus von Nicht-Aktienbesitzenden, wenn man sie rund um das Thema Aktienmarktteilnahme befragt. Daher haben wir uns mit dem Risiko einer Aktienanlage und der Beurteilung desselben durch Nicht-Aktienbesitzende in diesem Kapitel genauer befasst.

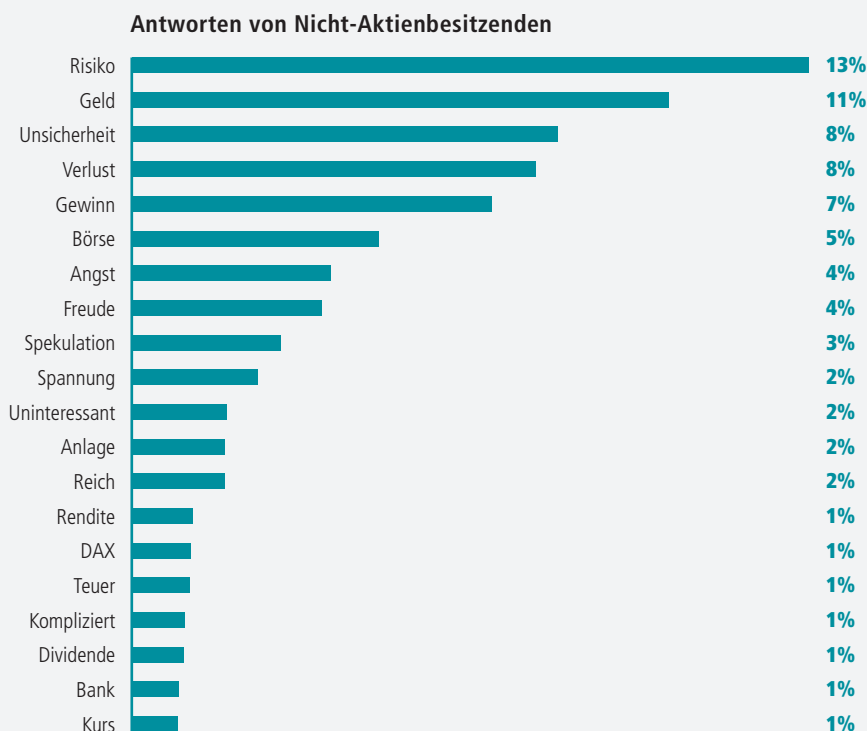
### Zwei Beobachtungen wurden herausgestellt.

Zum einen finden wir einige Hinweise darauf, dass von der Verhaltensökonomie als nicht vollständig rational identifizierte Risikopräferenzeigenschaften wie Verlustaversion, Wahrscheinlichkeitsübergewichtung und antizipierte Reue eine bedeutende Rolle für die Nichtteilnahme am Aktienmarkt spielen.

Zum anderen stellt sich die Frage, wie gut die mit einer Aktieninvestition einhergehenden Risiken selbst verstanden sind. Die Nicht-Aktienbesitzenden in dieser Studie scheinen mehrheitlich die risikoreduzierende Auswirkung einer Titeldiversifikation nicht zu kennen. Intertemporale Diversifikation, also der Umstand, dass eine langfristige Anlage das Verlustrisiko typischerweise reduziert, scheint ebenfalls vielen nicht bekannt zu sein. Selbst ein Großteil der Aktienbesitzenden scheint diesen für eine langfristige Aktienanlage sprechenden Aspekt nicht zu kennen oder zu unterschätzen.

### Abbildung 4.7: Spontane Assoziationen mit dem Begriff „Aktie“

Top 20 Antworten auf die Bitte „Nennen Sie bitte spontan drei Gefühle, die Sie mit dem Begriff „Aktie“ verbinden.“



Legende: Das Diagramm zeigt die 20 häufigsten Antworten auf die Bitte "Nennen Sie bitte spontan drei Gefühle, die Sie mit dem Begriff „Aktie“ verbinden." Die Abbildung basiert auf 3.308 Antworten von 2.094 Nicht-Aktienbesitzenden (entspricht 78 Prozent aller 4.245 Antworten).

Ähnliche Begriffe wurden zusammengefasst. Die Grundgesamtheit bilden alle gegebenen Antworten, die ausgewiesenen Anteile in der Abbildung sind aus diesem Grund nicht gewichtet.

## 5. SCHLUSSWORT

Für das Aktienmarktteilnehmerrätsel in Deutschland – das Rätsel, warum viele Menschen in Deutschland nicht am Aktienmarkt teilnehmen – gibt es keine einfache Erklärung. Vielmehr scheint es eine Vielzahl von Gründen dafür zu geben. In der Umfrage, die dieser Studie zu Grunde liegt, fanden unter den befragten Nicht-Aktienbesitzenden viele Bedenken bezüglich einer Aktienmarktteilnahme breite Zustimmung, was das Teilnehmerrätsel in Deutschland zumindest weniger rätselhaft erscheinen lässt.

Die Ergebnisse der Studie wurden bereits zu Beginn zusammengefasst. Wir schließen mit einigen Gedanken zu diesen Ergebnissen, die möglicherweise einer weiterführenden Untersuchung würdig sind. Die mit einer Aktienanlage verbundenen Risiken stellen für viele Nicht-Aktienbesitzende eine große Hürde für die Aktienmarktteilnahme dar. Gleichzeitig scheinen Nicht-Aktienbesitzende elementare Aspekte der Risikoverringerung nicht zu kennen. Wenn Risiken höher bewertet werden, als sie es tatsächlich sind, kommt Risikoaversion natürlich besonders zum Tragen und spricht besonders stark gegen eine Aktienanlage. Es könnte also gerade die Kombination von Risikoaversion und überschätztem Risiko sein, die von der Aktienanlage abhält. Ähnlich verhält es sich mit der Überschätzung von Verlustwahrscheinlichkeiten und Verlustaversion. Die Mehrheit der Nicht-Aktienbesitzenden scheint nicht zu wissen, dass sich die Verlustwahrscheinlichkeit bei einem langfristigen Aktieninvestment typischerweise verringert. So kommt der Verlustaversion mehr Bedeutung zu als ihr ohnehin schon zugesprochen wird.

Ein Großteil der Nicht-Aktienbesitzenden in unserer Studie gibt an, dass sie ihr Wissen für eine Aktienanlage als zu gering erachten. Diese Aussage mag in vielen Fällen gerade darauf beruhen, dass die Befragten nicht wissen, was man für eine Aktienanlage wirklich wissen muss. Auf der anderen Seite bestehen tatsächlich Wissenslücken, wie etwa der geringe Bekanntheitsgrad des Begriffs „Exchange Traded Fund (ETF)“ gezeigt hat. Dies mag auch

darin liegen, dass der wörtlich übersetzte deutsche Begriff („börsengehandelter Fonds“) zum einen nicht gebräuchlich ist und zum anderen nicht die wesentliche(n) Eigenschaft(en) des Produktes beschreibt: Börsengehandelt sind auch viele andere Fonds und Aktien selbst. Generell scheinen einige für eine Aktienanlage wichtige englische Fachausdrücke keine gängige Übersetzung zu haben (z. B. das „equity premium“), was ihrer Bekanntheit im Weg stehen könnte. Wie eingangs besprochen, stellt die „Risikoprämie auf Aktien“ das vermutlich wichtigste Argument für eine Aktienanlage dar. Es wäre interessant zu wissen, wie viele Menschen in Deutschland den Begriff überhaupt kennen.

Niemand sollte ein Risiko eingehen, das er oder sie nicht eingehen möchte, das ein ungutes Gefühl verursacht oder gar für schlaflose Nächte sorgt. Doch vielleicht lohnt es sich darüber nachzudenken, ob das Risiko, das mit dem Aktienmarkt verbunden wird, ein überschätztes Risiko ist. Möglichkeiten, Risiken besser zu verstehen und sich ein fundiertes, relevantes Anlagewissen anzueignen, gibt es inzwischen viele: Klassische Ratgeber in Zeitschriften oder Büchern, Internetseiten, aber auch alternative Informationsquellen wie Podcasts bieten die Gelegenheit, sich anschaulich über die wesentlichen Zusammenhänge der Geldanlage zu informieren. Verschiedene Foren im Internet ermöglichen den Erfahrungsaustausch mit anderen (was bei vielen Aktienbesitzenden laut den Ergebnissen dieser Studie eine wichtige Rolle spielt). So lässt sich informierter entscheiden, ob eine Aktienanlage in Frage kommt – oder eben nicht.

## LITERATURVERZEICHNIS

---

- Agnew, J., Balduzzi, P. und A. Sundén (2003): Portfolio Choice and Trading in a Large 401(k) Plan. *American Economic Review*, 93, 193–215.
- Aktion pro Aktie (2019): Aktienkultur in Deutschland Bevölkerungsbefragung 2019, abgerufen am 20.10.2019 unter: <https://www.comdirect.de/cms/media/aktienkultur-2019.pdf>.
- Barberis, N. und R. Thaler (2003): A Survey of Behavioural Finance. In: *Handbook of the Economics of Finance*, Constantinides, G., M., Harris, M. und R. M. Stulz (ed.), Edition 1, 1051–1128.
- Bell, D. E. (1982): Regret in Decision Making under Uncertainty. *Operations Research*, 30, 961–981.
- Benartzi, S. und R. Thaler (1995): Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, 110, 73–92.
- Bernoulli, D. (1738): *Specimen Theoriae Novae de Mensura Sortis. Comentarium Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae*, 5, 175–192.
- Bucher-Koenen, T., Lusardi, A., Alessie, R. und M. van Rooij (2017): How Financially Literate Are Women? An Overview and New Insights. *Journal of Consumer Affairs*, 51, 255–283.
- Choi, J. und A. Robertson (2019): What Matters to Individual Investors? Evidence from the Horse's Mouth. *Journal of Finance*, im Erscheinen. Verfügbar unter: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3462048](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3462048).
- Deutsche Bundesbank (2019): Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2017 (Stand: 2017).
- Deutsches Aktieninstitut (2019a): Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2018 (Stand: 2018).
- Deutsches Aktieninstitut (2019b): 50 Jahre Aktien-Renditen – Das Rendite-Dreieck des Deutschen Aktieninstituts (Stand: Dezember 2018).
- Deutsches Aktieninstitut (2019c): Mehr Aktionäre in Deutschland – Gleichgültigkeit und Missverständnisse überwinden (Stand: Januar 2019).
- Dohmen, T., Falk, A., Huffman, D., Sunde, U., Schupp, J. und G. G. Wagner (2011): Individual Risk Attitudes: Measurement, Determinants, and Behavioral Consequences. *Journal of the European Economic Association*, 9, 522–550.
- Eckel, C. C. und P. J. Grossman (2008): Forecasting Risk Attitudes: An Experimental Study using Actual and Forecast Gamble Choices. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 68, 1–17.
- Federal Reserve Bank (2016). SCF Chartbook 2016, abgerufen am 08.12.2018 unter: <https://www.federalreserve.gov/econres/files/BulletinCharts.pdf>.
- Friedman, M. (1957): A Theory of the Consumption Function. National Bureau of Economic Research, Inc.
- Guiso, L. und P. Sodini (2013): Household Finance: An Emerging Field. *Handbook of the Economics of Finance*, 2, 1397–1532.
- Haliassos, M. und C. Bertaut (1995): Why Do so Few Hold Stocks? *Economic Journal*, 105, 1110–1129.
- Jianakoplos, N. A. und A. Bernasek (1998): Are Women More Risk Averse? *Economic Inquiry*, 36, 620–630.
- Kahneman, D., und A. Tversky (1979): Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 46, 263–291.
- Kaufmann, C., Weber, M. und E. Haisley (2013): The Role of Experience Sampling and Graphical Displays on Ones's Investment Risk Appetite. *Management Science*, 59, 323–340.
- Kaustia, M. und S. Knüpfer (2012): Peer Performance and the Stock Market Entry. *Journal of Financial Economics*, 104, 321–338.
- Klemm, T. (2018): „Die Entdeckung der Frau.“ *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 4. Juni 2018.
- Laudenbach, C., Niessen-Ruenzi, A. und U. Malmendier (2019): The Long-lasting Effects of Experiencing Communism on Financial Risk-Taking. Arbeitspapier.
- Loomes, G. und R. Sugden (1982): Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty. *Economic Journal*, 92, 805–824.
- Lusardi, A. und O. S. Mitchell (2008): Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare? *American Economic Review*, 98, 413–317.
- Lusardi, A. und O. S. Mitchell (2014): The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence. *Journal of Economic Literature*, 52, 5–44.
- Malmendier, U. und S. Nagel (2011): Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk Taking? *The Quarterly Journal of Economics*, 126, 373–416.
- Mankiw, N. G. und S. P. Zeldes (1991): The Consumption of Stockholders and Non-Stockholders. *Journal of Financial Economics*, 29, 97–112.

- Mehra, R. und E. Prescott (1985): The Equity Premium: A Puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15, 145–161.
- Merill Lynch Bank of America (2018): Women & Financial Wellness: Beyond the Bottom Line, abgerufen am 23.09.2019 unter: <https://mlaem.fs.ml.com/content/dam/ML/Registration/ml-womens-study.pdf>, durchgeführt mit Age Wave.
- Merton, R. (1969): Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case. *The Review of Economics and Statistics*, 51, 247–257.
- Pratt, J. W. und R. Zeckhauser (1987): Proper Risk Aversion. *Econometrica*, 55, 143–154.
- Saad, L. (2019): What Percentage of Americans Owns Stock? Gallup, abgerufen am 20.10.2019 unter: <https://news.gallup.com/poll/266807/percentage-americans-owns-stock.aspx>.
- Segal, U. und A. Spivak (1990): First Order versus Second Order Risk Aversion. *Journal of Economic Theory*, 51, 111–125.
- Statistisches Bundesamt (2013): Wirtschaftsrechnungen Einkommens- und Verbrauchsstichprobe Einkommensverteilung in Deutschland, abgerufen am 26.10.2019 unter: [https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Einkommen-Konsum-Lebensbedingungen/Einkommen-Einnahmen-Ausgaben/Publikationen/Downloads-Einkommen/einkommensverteilung-2152606139004.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Einkommen-Konsum-Lebensbedingungen/Einkommen-Einnahmen-Ausgaben/Publikationen/Downloads-Einkommen/einkommensverteilung-2152606139004.pdf?__blob=publicationFile).
- Statistisches Bundesamt (2016): Kinderlosenquoten nach beruflicher Stellung und Bildung nähern sich an, abgerufen am 26.10.2019 unter: [https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2018/03/PD18\\_075\\_126.html#Fussnote4](https://www.destatis.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2018/03/PD18_075_126.html#Fussnote4).
- Statistisches Bundesamt (2017): Bevölkerung im Alter von 15 Jahren und mehr nach allgemeinen und beruflichen Bildungsabschlüssen nach Jahren, abgerufen am 26.10.2019 unter: <https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bildung-Forschung-Kultur/Bildungsstand/Tabellen/bildungsabschluss.html>.
- Statistisches Bundesamt (2018a): Ausländische Bevölkerung, abgerufen am 26.10.2019 unter: <https://www.statistikportal.de/de/bevoelkerung/auslaendische-bevoelkerung>.
- Statistisches Bundesamt (2018b): Bevölkerung nach Altersgruppen, Familienstand und Religionszugehörigkeit in 1000, abgerufen am 26.10.2019 unter: <https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bevoelkerung/Bevoelkerungsstand/Tabellen/altersgruppen-familienstand-zensus.html>.
- Statistisches Bundesamt (2018c): Durchschnittsalter auf Grundlage des Zensus 2011 nach Geschlecht und Staatsangehörigkeit, abgerufen am 26.10.2019 unter: <https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bevoelkerung/Bevoelkerungsstand/Tabellen/durchschnittsalter-zensus.html>.
- Statistisches Bundesamt (2018d): Haushalte nach Haus- und Grundbesitz am 1.1 in den Gebietsständen, abgerufen am 26.10.2019 unter: <https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Einkommen-Konsum-Lebensbedingungen/Vermoeigen-Schulden/Tabellen/haus-grundbesitz-evs.html>.
- Statistisches Bundesamt (2019): Bevölkerung auf Grundlage des Zensus 2011 nach Geschlecht und Staatsangehörigkeit im Zeitverlauf, abgerufen am 26.10.2019 unter: <https://www.destatis.de/DE/Themen/Gesellschaft-Umwelt/Bevoelkerung/Bevoelkerungsstand/Tabellen/liste-zensus-geschlecht-staatsangehoerigkeit.html>.
- Strahilevitz, M. A., Odean, T. und B. M. Barber (2011): Once Burned, Twice Shy: How Naïve Learning, Counterfactuals, and Regret Affect the Repurchase of Stocks Previously Sold. *Journal of Marketing Research*, 48, 102–120.
- Targobank (2016): Geldanlagen, durchgeführt durch Forsa.
- Tufano, P. (2009): Consumer Finance. *Annual Review of Financial Economics*, 1, 227–247.
- Van Rooij, M., Lusardi, A. und R. Alessie (2011): Financial Literacy and Stock Market Participation. *Journal of Financial Economics*, 101, 449–472.
- Vissing-Jørgensen, A. (2003): Perspectives on Behavioral Finance: Does “Irrationality” Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions. *NBER Macroeconomics Annual*, 18, 139–208.
- von Neumann, J. und O. Morgenstern (1944): *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, Edition 2.

**Kontakt (AutorInnen in alphabetischer Reihenfolge)**

Prof. Dr. Sebastian Ebert  
Frankfurt School of Finance & Management gemeinnützige GmbH  
Adickesallee 32–34  
60322 Frankfurt am Main  
Telefon +49 (0)69 154008-770

Prof. Dr. Michael H. Grote  
Frankfurt School of Finance & Management gemeinnützige GmbH  
Adickesallee 32–34  
60322 Frankfurt am Main  
Telefon +49 (0)69 154008-326

Dr. Christine Laudenbach  
Goethe-Universität Frankfurt am Main  
Theodor-W.-Adorno-Platz 3  
60323 Frankfurt am Main  
Telefon +49 (0)69 798-33675

**Danksagung**

Die AutorInnen bedanken sich bei Bernhard Kissler, studentische Hilfskraft an der Frankfurt School of Finance & Management, für seine hervorragende Unterstützung bei der Erstellung dieser Studie.

**Kurzbiografien**

Sebastian Ebert ist Professor für Mikroökonomie an der Frankfurt School of Finance & Management. Seine Forschung befasst sich mit der Psychologie von finanziellen und anderen risikobehafteten Entscheidungen und trägt so zu verschiedenen Bereichen der Verhaltensökonomie bei. Viele seiner Arbeiten sind interdisziplinär und verbinden Erkenntnisse aus Ökonomie, Statistik, Mathematik und Psychologie.

Michael H. Grote ist Vizepräsident und Professor für Unternehmensfinanzierung an der Frankfurt School of Finance & Management. Seine Lehrveranstaltungen sind mehrfach ausgezeichnet, in der Forschung befasst er sich unter anderem mit Börsen, der Erklärung des Erfolges bzw. Misserfolges von M&A-Transaktionen und Finanzplätzen.

Dr. Christine Laudenbach ist wissenschaftliche Mitarbeiterin an der Goethe Universität in Frankfurt. Ihr Forschungsbereich liegt in der Verhaltensökonomie mit einem Schwerpunkt auf der Analyse von Finanzentscheidungen von Privathaushalten. Neben dieser Tätigkeit als Forscherin ist sie Gründungsmitglied des ARERO-Weltfonds, eines White Label Fonds der DWS, der 2010 von der Professor Weber GmbH initiiert wurde.

**Risikohinweis**

Die Auswahl und Beschreibung der Wertpapiere dient ausschließlich Informationszwecken und stellt kein Angebot, keine Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder anderen Finanzinstrumenten dar. Eine Anlageentscheidung kann stets nur nach sorgfältiger Prüfung der persönlichen Situation sowie einer anleger- und anlagegerechten Beratung erfolgen. Die hier dargestellten Informationen und Wertungen genügen nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit einer Anlageempfehlung oder Anlagestrategieempfehlung. Alle Angaben sind ohne Gewähr. Wir haften nicht für Schäden, die durch den Erwerb oder die Veräußerung einer Aktie oder eines Finanzinstruments auf Grundlage dieses Dokuments entstanden sind.

Aktien unterliegen Kursschwankungen; damit sind Kursverluste bis zum Totalverlust möglich. Bei Wertpapieren, die nicht in Euro notieren, sind zudem Währungsverluste möglich. Der Wert von Anlagen und der daraus erzielte Ertrag kann fallen oder steigen, sodass der Kunde möglicherweise einen geringeren Betrag als den Anlagebetrag zurückerhält. Vergangenheitsbezogene Daten sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Wir weisen darauf hin, dass die geäußerten Ansichten unter Umständen nicht mehr aktuell sind.

**Gruppe Deutsche Börse**

Als international tätige Börsenorganisation und innovativer Marktinfrastrukturanbieter deckt die Gruppe Deutsche Börse mit ihren Produkten, Dienstleistungen und Technologien die gesamte Wertschöpfungskette im Finanzgeschäft ab. Auf diese Weise organisiert sie integrale, transparente und sichere Märkte für Investoren, die Kapital anlegen, und für Unternehmen, die Kapital aufnehmen.

Ihre Geschäftsfelder reichen vom Vorhandel (Pre-Trading), d. h. der Berechnung von Indizes und der Bereitstellung von Marktdaten, über den Handel und das Clearing (die Verrechnung) von Anlageinstrumenten bis hin zum Nachhandel (Post-Trading), d. h. der Verwahrung von Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten wie auch Sicherheiten- und Liquiditätsmanagement. Darüber hinaus entwickelt die Gruppe moderne IT-Lösungen und bietet weltweit IT-Services an.

Das Unternehmen hat seine Zentrale am Finanzplatz Frankfurt / Rhein-Main und ist mit rund 6.000 Mitarbeitern darüber hinaus global präsent: in Luxemburg, Prag, London und Zug, in New York und Chicago, in Hongkong, Singapur, Peking, Tokio und Sydney – und an weiteren Orten für seine Kunden in aller Welt.



---

## Frankfurt School of Finance & Management gemeinnützige GmbH

Adickesallee 32–34  
60322 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (0) 69 154008-0  
info@frankfurt-school.de

www.frankfurt-school.de



@frankfurtschool



instagram.com/frankfurtschool



facebook.com/FrankfurtSchool



youtube.com/FrankfurtSchoolLive



linkedin.com/company/frankfurtschool



xing.com/company/frankfurtschool



Frankfurt School