

---

# Wie „ticken“ Kleinanleger auf dem Finanzmarkt? Einblicke in ein qualitatives Forschungsprojekt

MICHAEL WALTER UND LYDIA WELBERS

---

Michael Walter, SOCIUM Forschungszentrum Ungleichheit und Sozialpolitik, E-Mail: mkwalter@uni-bremen.de  
Lydia Welbers, SOCIUM Forschungszentrum Ungleichheit und Sozialpolitik, E-Mail: welbers@uni-bremen.de

---

**Zusammenfassung:** Die Situation von Kleinanlegern\* auf dem Finanzmarkt ist in Deutschland weitgehend unerforscht. Mit Blick darauf beleuchtet der folgende Beitrag auf Grundlage der Ergebnisse eines qualitativen soziologischen Forschungsprojekts drei wesentliche Dimensionen ihrer Anlagepraxis. Es geht erstens um die Anlageberatung aus der Perspektive von Kleinanlegern, zweitens um das ihren Anlageentscheidungen zugrundeliegende Informationsverhalten und drittens um die konkreten Praktiken der Entscheidungsfindung sowie die damit verbundenen finanziellen Kompetenzen. Im Fokus der Analyse stehen typische Herausforderungen und Probleme, mit denen Kleinanleger auf dem Finanzmarkt konfrontiert sind.

**Summary:** The situation of private investors in Germany is widely unexplored. In line with that fact, the paper analyses on the basis of the results of a qualitative sociological research project three essential dimensions of their investment practice. In a first step, we focus on the experienced investment advisory from the point of view of the advised, to analyse then the underlying information behavior of their investment decisions. In a final step we look at their tangible decision-making and financial skills. By doing so, we focus on typical problems and challenges facing private investors.

→ JEL classification: D00, D18, D81, D83, D84

→ Keywords: Private investors, financial market, financial literacy, decision-making

\* In dem Beitrag werden die Begriffe „Kleinanleger“ und „Anleger“ als Typen verstanden, die sowohl männliche als auch weibliche Personen bezeichnen.

---

## I Einleitung

Infolge der zunehmenden Komplexität auf den Finanzmärkten und damit einhergehender Risiken und Krisen sind Maßnahmen zum Schutz von Kleinanlegern wichtiger denn je. Institutionell dokumentiert sich diese zunehmende Bedeutung sowohl in dem im Juli 2015 in Kraft getretenen Kleinanlegerschutzgesetz (Deutscher Bundestag 2015a) als auch darin, dass die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) seit kurzem auch für den Verbraucher- und Anlegerschutz zuständig ist (Frühauf 2017).

Als Grundlage effektiver anlegerschutzorientierter Maßnahmen ist wissenschaftlich fundiertes Wissen über die konkrete Anlagepraxis von Kleinanlegern und die mit ihrem Engagement verbundenen Herausforderungen und Probleme auf dem Finanzmarkt unabdingbar. Insbesondere empirische qualitative Studien dazu sind aber rar. Die Finanzmarktsoziologie hat in den letzten Jahren die Lebenswelten und Praktiken professioneller Finanzmarktakteure und Organisationen wie zum Beispiel von Investmentbankern, Fondsmanagern, Ratingagenturen oder politischen Regulierungsinstanzen in detail ausgeleuchtet (als Überblick: Knorr Cetina und Preda 2012). Jedoch fristen Kleinanleger in dieser Forschungsrichtung noch immer ein Schattendasein. Studien, die sich mit dieser Akteursgruppe in Deutschland auseinandersetzen, beziehen sich überwiegend auf das Anlage- und Informationsverhalten und sind zumeist deskriptiv und quantitativ (zum Beispiel Zerfaß et al. 2012). Des Weiteren gibt es Untersuchungen zum Einfluss sozioökonomischer und -demografischer Merkmale auf die Partizipation am Finanzmarkt (Deutsches Aktieninstitut 2017). Die konkrete Anlagepraxis von Kleinanlegern in Deutschland ist dagegen nach wie vor weitgehend unerforscht (von Lüde 2012: 140). Dies umfasst beispielsweise die Fragen, wie sich Kleinanleger Wissen und Kompetenzen aneignen und welche Kriterien und Prämissen ihren Entscheidungen zugrunde liegen.

Diese skizzierte Leerstelle ist Ausgangspunkt unseres seit März 2015 laufenden soziologischen Forschungsprojekts.<sup>1</sup> Mithilfe qualitativer Interviews mit individuellen Kleinanlegern und teilnehmenden Beobachtungen in Investmentclubs nehmen wir das Entscheiden von Kleinanlegern auf dem Finanzmarkt in den Blick. Im Folgenden werden wir auf Grundlage der vorliegenden Projektergebnisse zentrale Aspekte der Anlagepraxis von Kleinanlegern beleuchten. Es geht dabei nicht um das Erfassen von quantitativen Häufigkeiten, sondern darum, typische Handlungs- und Deutungsmuster zu rekonstruieren. Unser Augenmerk liegt primär darauf, typische Probleme von Kleinanlegern zu identifizieren, die sich in den erhobenen Daten dokumentieren. Zunächst widmen wir uns der Beziehung zwischen Finanzberatern und Kleinanlegern, die insbesondere für passive und unerfahrene Anleger eine maßgebliche Bedeutung einnimmt, um am Finanzmarkt partizipieren zu können. Im Vordergrund steht dabei die Frage, wie die Befragten die Erfahrungen mit ihrem beratenden Gegenüber bewerten. Sodann stehen das Informationsverhalten, das Entscheidungen zugrunde liegt, und die Aneignung von Finanzmarktwissen im Fokus. Schließlich richten wir unsere Aufmerksamkeit auf die konkrete Entscheidungspraxis und die Frage, wie es um die finanziellen Kompetenzen und die Finanzbildung der Befragten bestellt ist. Unser Beitrag schließt auf Basis der empirischen Analyse mit einigen programmatischen Gestaltungsempfehlungen, die sich gleichermaßen an Politik, Finanzdienstleistungsbranche, Regierungsbehörden und Verbraucherschutzorganisationen richten.

---

1 Das Projekt „Entscheidungspraktiken von Kleinanlegern – zwischen Selbstexpertisierung und Hilflosigkeit“ wird von Uwe Schimank geleitet. Es ist am Forschungszentrum Ungleichheit und Sozialpolitik der Universität Bremen (SOCIMUM) angesiedelt und wird vom Bundesministerium für Bildung und Forschung (BMBF) im Rahmen der Förderlinie „Finanzsystem und Gesellschaft“ finanziert.

## 2 Theoretische und methodische Grundlagen

In dem einleitend erwähnten Projekt, das die empirische Grundlage dieses Beitrags darstellt, untersuchen wir explorativ mit Hilfe qualitativer Methoden der Sozialforschung die Situation von Kleinanlegern auf dem Finanzmarkt. Als „Kleinanleger“ verstehen wir grundsätzlich alle Personen, die nicht professionell anlegen, aber direkt durch den Kauf volatiler Wertpapiere wie Aktien oder indirekt mittels Aktienfonds am Finanzmarkt partizipieren. Im Zentrum unseres Erkenntnisinteresses stehen ihre Praktiken des Entscheidens. Einer praxistheoretischen Perspektive folgend, begreifen wir Entscheidungen von Kleinanlegern als vielschichtigen Prozess, der sich in einem komplexen Kontext vollzieht, der systematisch in die Analyse einbezogen werden muss. Daher richten wir unseren Blick nicht nur auf die konkreten Entscheidungen von Kleinanlegern, sondern auch darauf, wie sie sich Finanzmarktwissen aneignen, weiterhin auf die entscheidungsleitenden Vorstellungen darüber, wie Finanzmärkte beschaffen sind. Zudem werfen wir einen Blick auf die Situation der Entscheidenden, zum Beispiel auf ihren sozioökonomischen Status, auf das Lebensalter sowie auf ihre vorhandene Börsenerfahrung und Anlagemotive.

Dem Projekt liegt ein entscheidungstheoretischer Bezugsrahmen im Anschluss an Schimank (2005) und Schimank et al. (2017) zugrunde, der an dieser Stelle nur holzschnittartig skizziert werden kann. Wir gehen davon aus, dass Kleinanleger prinzipiell auf dem Finanzmarkt mit einem hohen Grad an sachlicher, sozialer und zeitlicher Komplexität konfrontiert sind. Auf der sachlichen Ebene treffen sie auf eine Vielzahl komplizierter Finanzprodukte, auf vielfältige und heterogene Informationen sowie auf ein dynamisches globales Wirtschaftsgeschehen. Die soziale Komplexität zeichnet sich zum einen dadurch aus, dass sich Kleinanleger in einer „globalen Mehrebenenkonstellation“ (Schimank et al. 2017: 224) befinden, mit zahlreichen Akteuren und Organisationen wie anderen Kleinanlegern, Fondsmanagern, Ratingagenturen oder Zentralbanken, die durch ihr aufeinander bezogenes Handeln das unüberschaubare Finanzmarktgeschehen insgesamt sowie die einzelnen Kursbewegungen hervorbringen (ebenda). Gesteigert wird diese soziale Komplexität zum anderen durch die Reflexivität von Finanzmärkten. Die Preisbildung von Wertpapieren am Finanzmarkt ergibt sich nicht einfach aus den objektiven fundamentalen Performances von Unternehmen oder den realwirtschaftlichen Rahmenbedingungen wie zum Beispiel der konjunkturellen Entwicklung. Sie ist immer auch das Ergebnis der Bewertung dieser Daten durch die Teilnehmenden am Finanzmarkt. Anders formuliert: Anleger beobachten sich wechselseitig, um herauszufinden, in welche Richtung sich der Finanzmarkt durch die Erwartungshaltung der anderen bewegt. Daraus resultiert eine relative Entkoppelung der Preisbildung an den Finanzmärkten von der Realwirtschaft – wie sich eindrücklich am regelmäßigen Platzen von Spekulationsblasen zeigt. Hinzu kommt schließlich in zeitlicher Hinsicht die Schwierigkeit, in diesem strategischen Beobachtungswettbewerb unter Zeitdruck den richtigen Zeitpunkt zu finden, also schneller als die anderen Anleger die Dynamik des Finanzmarktes zu antizipieren, um Gewinne erzielen zu können.

Angesichts dieser Komplexität finden Entscheidungen am Finanzmarkt in Situationen statt, die durch eine sehr hohe Ungewissheit geprägt sind und daher nur begrenzte Formen der Rationalität zulassen. Ausgehend von diesen Überlegungen rekonstruieren wir, wie Kleinanleger mit der beschriebenen Komplexität umgehen und welche Grade prozeduraler Rationalität in ihren Praktiken vorzufinden sind. Unter „prozeduraler Rationalität“ verstehen wir mit Herbert Simon (1976: 67) ein reflektiertes, bestimmten Regeln folgendes Vorgehen bei der Entscheidungsfindung. Praktiken des Entscheidens können grob drei Niveaus prozeduraler Rationalität zugeordnet werden: *Planung* weist ein relativ hohes, *Inkrementalismus* ein mittleres und *Coping* ein geringes

Niveau prozeduraler Rationalität auf (Schimank et al. 2005: 237 ff., Schimank 2017: 221 f.). Wir gehen grundsätzlich davon aus, dass das jeweils erreichbare Rationalitätsniveau in hohem Maße durch den sachlichen, sozialen und zeitlichen Komplexitätsgrad der konkreten Entscheidungssituation vorbestimmt ist (Schimank et al. 2017: 220).

Zur empirischen Beantwortung unserer Forschungsfragen wurden zwei Arten von Daten erhoben. Erstens wurden 57 problemzentrierte Interviews mit Kleinanlegern in Nordwestdeutschland und im Rheinland geführt, um deren alltägliche Anlagepraxis rekonstruieren zu können. Das Sampling wurde nach theoretischen Gesichtspunkten gebildet (Rosenthal 2014: 102). Übergreifendes Ziel war es, ein möglichst breites Spektrum an Anlegertypen und Praktiken des Entscheidens abzudecken. Daher versuchten wir gezielt Personengruppen zu erreichen, deren Partizipationsrate am Finanzmarkt in Deutschland eher gering ist. Dazu gehören mit Bezug auf die repräsentativen Zahlen des Deutschen Aktieninstituts (2016, 2017) Personen mit niedrigem Einkommen und Bildungsniveau sowie junge Menschen und Frauen. Im Ergebnis stimmt unser Sampling weitgehend mit der Verteilung überein, die das Deutsche Aktieninstitut ausweist. Angehörige der gut situierten, gebildeten Mittelschicht sind entsprechend auch in unserem Sample deutlich überrepräsentiert. Dies zeigt sich besonders markant beim Bildungsniveau. So verfügen 50 Befragte über eine Hochschul- oder Fachhochschulreife (87,7 Prozent), fünf über einen Realschulabschluss (8,8 Prozent) und nur zwei der Befragten haben einen Hauptschulabschluss (3,5 Prozent). Auch der Anteil von Frauen (38,6 Prozent) und der Altersdurchschnitt der Befragten (49,8 Jahre, bei einer Spannweite von 19 bis 82 Jahren) spiegeln in der Tendenz die Grundgesamtheit der Anlegerinnen und Anleger in Deutschland wider. Zweitens wurden ethnografische Beobachtungen in neun Investmentclubs durchgeführt, die es ermöglichten, Entscheidungsprozesse von Kleinanlegern unmittelbar in Augenschein zu nehmen. Bei Investmentclubs handelt es sich um Zusammenschlüsse von Kleinanlegern, die sich als Gruppe regelmäßig treffen und einen Teil ihres Vermögens zusammenlegen, um dann gemeinsam darüber zu entscheiden, wie dieses Geld auf dem Finanzmarkt angelegt wird (Schimank et al. 2017: 234). Auch für die Fallauswahl bei der Ethnografie in Investmentclubs kam ein theoretisches Sampling zum Einsatz. Bei der Analyse können wir auf eine breite Datenbasis zurückgreifen, auf Feldnotizen, Audioaufzeichnungen der Anlagesitzungen und auf Dokumente der Investmentclubs. Das methodische Vorgehen bei der Datenauswertung wurde angeleitet durch die Methodologie der „Grounded Theory“ (Strauss und Corbin 2010). So wurden beispielsweise anhand eines mehrstufigen Kodierprozesses aus den erhobenen Interviewdaten Kategorien gebildet und schließlich zu theoretischen Aussagen verdichtet.

### 3 Empirische Analyse

#### 3.1 Die Beratungssituation aus Perspektive von Kleinanlegern

Eine Möglichkeit von Kleinanlegern, der Komplexität des Finanzmarkts zu begegnen, ist die Inanspruchnahme einer Finanzberatung, die sie bei ihren Anlageentscheidungen unterstützen kann. Bei näherer Betrachtung ist hier jedoch ein basales Problem erkennbar: Die „*grundlegende [...] Wissensasymmetrie*“ (Priddat 2012: 267), die zwischen beiden Parteien besteht, erfordert ein hohes Maß an Vertrauen, das durch den immer im Raum stehenden Interessenskonflikt – das Profitinteresse der beratenden Institution – brüchig bleibt. Repräsentative quantitative Studien (zum Beispiel Pellens und Schmidt 2014: 37) weisen darauf hin, dass dieses ohnehin schon prekäre

re Vertrauensverhältnis durch die globale Finanzmarktkrise noch einmal tiefergehend erschüttert wurde. Ein Vertrauensverlust, der auch von den beratenden Institutionen wahrgenommen wird, wie eine Interviewstudie zeigt (Honegger et al. 2010).

Eine Krise der Beziehung zwischen Anlegern und beratenden Akteuren spiegelt sich deutlich bei den von uns Befragten wider. In den Interviews werden zwar auch positive Beratungserfahrungen geschildert; insgesamt herrscht aber eine überwiegend negative Sichtweise auf die Anlageberatung vor, die bei den Befragten in der Regel von Banken durchgeführt wird. Diese Gewichtung ist nicht repräsentativ, sondern auch unseren Auswahlkriterien geschuldet. Zudem ist an dieser Stelle zu betonen, dass wir keine Aussagen über den tatsächlichen Verlauf der Beratung vornehmen, sondern ausschließlich die Perspektive der von uns Befragten rekonstruieren. Ihre Perspektive speist sich dabei nur zu einem geringen Teil aus einem allgemeinen, durch Krise und mediale Berichterstattung befeuerten Misstrauen gegenüber der Anlageberatung. Sie beruht überwiegend auf konkreten eigenen Erfahrungen, die für nicht wenige der von uns Befragten den Anstoß gab, ihre Geschäfte auf dem Finanzmarkt selbst in die Hand zu nehmen.

Der zuvor beschriebene Interessenkonflikt nimmt in den Erfahrungsberichten der von uns Befragten eine zentrale Rolle ein. In der vorherrschenden Sichtweise der Befragten stellt sich das deklarierte Beratungsgespräch primär als „Verkaufsgespräch“ (IV4, IV34)<sup>2</sup> dar, in dem das Augenmerk der Beratenden darauf liegt, provisionsträchtige Produkte – meist aus dem eigenen Hause – anzubieten. So wird in den Interviews immer wieder geklagt, die beratenden Akteure seien vornehmlich darauf bedacht, hauseigene Produkte zu verkaufen und von „irgendwelchen Prämien“ zu profitieren (IV20); „die Sparkassen empfehlen dann halt nur ihre Deko-Produkte und die von der Volksbank ihre Union-Produkte und Deutsche Bank deren Produkte eben“ (IV8). Ein damit in der Regel einhergehender Vorwurf ist, dass diese provisionsfokussierte Beratung nicht transparent gemacht oder sogar verschleiert wird, wie folgendes Zitat plastisch zum Ausdruck bringt: „Und als Endkunde erfährst du dann im, auf Seite 95 im Schriftgrad sechseinhalb oder so, mit welcher Provision das Ganze eigentlich einhergeht und spätestens dann, wenn man das Kleingedruckte auf Seite 95 ganz weit unten gelesen hat, weiß man auch, warum der Mann einem das empfohlen hat. Und wenn man so'ne Erfahrung zwei-, dreimal gemacht hat, dann, dann brauch ich einfach keinen Bankberater mehr, eben!“ (IV9).

Das der Beratungsseite zugeschriebene Profitinteresse wird von den Befragten häufig mit einem weiteren Problembereich in Verbindung gebracht: Die provisionsabhängige Bezahlung der Beratenden, die aus der Beratungssituation ein Verkaufsgespräch nach Schema F macht, führt in den Augen von befragten Anlegern dazu, dass der Beratungsprozess sich nur unzureichend an ihren Bedürfnissen und ihren spezifischen Lebenssituationen orientiert: „Und hinzu kommt, dass der, oft ja auch gar nicht mir das empfiehlt, was ich gerne haben möchte, sondern oft auch seine eigenen Produkte empfiehlt“ (IV8). Eine Anlegerin formuliert mit Blick darauf eine fundamentale Kritik, in der sie eine „Fürsorgeberatung“ einfordert – eine Forderung, die sich in ähnlicher Form auch in zahlreichen anderen Interviews wiederfinden lässt: „Aber ich glaube man sollte eine höhere Fürsorgepflicht den Banken auferlegen, dass sie sich genau erkundigen: Wie ist denn Ihr Lebensplan? Und nicht nur hier diesen komischen Fragebogen, ich bin aufgeklärt worden, sondern so wie Sie jetzt ein Interview

2 Bei den kursiv gesetzten Aussagen handelt es sich um wörtlich wiedergegebene Zitate der von uns Befragten auf Grundlage von Transkripten. Bei den in eckigen Klammern gesetzten Einfügungen handelt es sich um Hinweise auf parasprachliche oder gesprächsexterne Ereignisse. Großbuchstaben markieren, dass ein Wort oder Wortteil besonders betont wird. Die Angabe „IV“ fungiert als Kürzel für „Interview“, die Zahl dahinter markiert die oder den jeweilige(n) Befragte(n).

*machen, finde ich, müssten Banker also wirklich auch mit den Menschen sprechen wie ihr Lebensplan denn nun wirklich ist“ (IV44).*

Mit Blick auf die in den Interviews geschilderten Beratungssituationen lässt sich weiterhin schließen, dass es bezogen auf unsere Befragten oft nicht gelingt, die oben thematisierte prinzipielle Wissensasymmetrie zwischen Anlegern und Bankberatern zu überbrücken. In den Interviews wird immer wieder die Klage darüber laut, dass im Beratungsprozess anlagerelevante Sachverhalte nicht allgemeinverständlich vermittelt werden. Das dokumentiert sich zum einen in einer grundsätzlichen Kritik daran, dass die Beratenden nur unzureichend dem allgemeinen Aufklärungsbedarf der Befragten nachkommen. Dies kommt plastisch im Erlebnisbericht einer jungen Anlegerin zum Ausdruck, die ihre Eindrücke eines Beratungsgesprächs wiedergibt, das sie hilflos zurückgelassen hat: *„Der hat uns einfach Kaffee serviert und gesagt, dass sie unser Geld verloren haben, [lacht] aber sonst. Ja, hat er eigentlich nichts wirklich erklärt, warum und wie, hat dann einfach gesagt: Ja, die allgemeine Situation am Finanzmarkt halt. Und das war dann die ganze Erklärung. Und das lässt einen dann halt so als Kleinanleger so ein bisschen hilflos zurück und da denkste für dich so: Ja, und jetzt?“ (IV1).*

Zum anderen lassen sich in den Interviews auch spezifische Problembereiche identifizieren. Dazu gehören intransparent strukturierte Finanzprodukte wie Aktienfonds, deren Aufbau und Zusammensetzung nicht ausreichend erklärt werden. Diese mangelnde Transparenz wird dabei nicht nur als fehlender Aufklärungswille oder Strategie des Verschleierns, sondern auch als Inkompetenz der beratenden Akteure gedeutet, die bisweilen ihre eigenen Produkte nicht verstünden.

Ein weiterer Aspekt der mangelnden Aufklärung ist aus Sicht der Befragten eine fehlende nachdrückliche Sensibilisierung für fundamentale Risiken und Ungewissheiten, die mit einer Investition am Finanzmarkt einhergehen. Dabei wäre dies – im Paragraph 31 in den „Allgemeinen Verhaltensregeln“ des Wertpapierhandelsgesetzes (Deutscher Bundestag 2015b) kommt dies deutlich zum Ausdruck – regulatorisch betrachtet eine der wesentlichen Aufgaben der Beratung. Mehreren Anlegern wurde erst nach erlittenen Verlusten das Risiko ihrer Investitionen bewusst. Auch sie rekurrten hier indirekt auf die oben von einer Interviewten angesprochene Fürsorgeberatung. Ein unmittelbar damit in Zusammenhang stehendes Problem äußert sich darin, dass im Beratungsprozess von Beratern der konkrete Inhalt von Begriffen wie „Risiko“ oder „Sicherheit“, die von Grund auf ambiguitätsbehaftet und mehrdeutig sind, nicht expliziert wird: *„[D]ann geht man ja hin und ich will das sicher haben. Und dann wird man ja in diese, diese Typen eingeteilt. Und natürlich hat kein Mensch mir erklärt, was überhaupt Sicherheit bedeutet, oder was halt überhaupt ‘ne sichere Geldanlage bedeutet. Und natürlich hab‘ ich das irgendwie in meinem Studium schon irgendwie ‘n bisschen gehört und so. Aber zu dem Zeitpunkt war mir das alles überhaupt nicht bewusst“ (IV9).*

Bemerkenswert ist, dass es der Anlegerin ungeachtet ihrer finanzspezifischen Grundausbildung im Studium nicht gelingt, ihr Wissen im Beratungsgespräch konkret anzuwenden – dies könnte ein Hinweis darauf sein, wie weitreichend die erörterte prinzipielle Wissensasymmetrie ist. Im Zusammenspiel mit begrenzten Zeitressourcen führte dies im konkreten Fall zu einer für das Beratungsgespräch typischen und funktional notwendigen „Interaktion des Als-ob“ (Jungermann und Belting 2004). Dabei wird so getan, als würden sich beide Seiten verstehen. Dies muss jedoch mit Blick auf unsere Daten, anders als die beiden zitierten Autoren bisweilen implizieren, keinesfalls immer zur Zufriedenheit beider Seiten führen.

Das Zitat macht weiterhin deutlich, dass die Anlegerin die vorgeschriebene Form der Aufklärung mittels einer Einstufung in „Typen“ nur als bedingt hilfreich bewertet – eine Einschätzung, die sich bei mehreren Befragten widerspiegelt. Das protokollgestützte aufklärende Gespräch wird von ihnen vorwiegend als schematischer und formaler Akt betrachtet, der in erster Linie dazu dient, die beratende Institution abzusichern, wie auch die gerade zitierte Anlegerin zum Ausdruck bringt: „Und am Schluss unterschreibt man halt so'n Papierwisch, [pff] die mehr aber, in MEINER Wahrnehmung nach, MEHR der Absicherung der BANK dienen als [der] des Konsumenten.“ (IV9)

Diese kritische Perspektive auf die „regulierte“ Beratung, die sich in ganz ähnlicher Form auch in anderen Interviews dokumentiert, macht augenscheinlich, dass regulatorische Vorgaben wie das Beratungsprotokoll in der realen Beratungssituation nicht zwangsläufig zu einer Verbesserung der Beratungsqualität oder des Schutzes von Anlegern führen müssen.

### 3.2 Informationsverhalten und Wissensaneignung

Sofern angehende oder aktive Kleinanleger ihre Anlagen nicht vollständig delegieren können oder wollen – etwa an die Bankberatung –, sind sie angesichts der Informations- und Wissensintensität auf Finanzmärkten dazu gezwungen, sich ein Mindestmaß an finanzmarktspezifischem Wissen anzueignen. Die Gründe für ein selbstständiges Management der eigenen Finanzmarktinvestitionen können, wie unsere Daten zeigen, sehr unterschiedlich sein: Zum einen kann sich das Managen der Anlagen auf der beschriebenen Unzufriedenheit mit der Bankberatung gründen. Zum anderen stellen der Wunsch nach Unabhängigkeit oder der Reiz des Risikos häufiger genannte Motive der befragten Anleger dar.

Während professionelle Akteure in der Regel in eine „Community of Practice“ (Wenger 2002) eingebunden sind, die ihren Mitgliedern ein breites Reservoir an Expertenwissen eröffnet, müssen sich Kleinanleger als Amateure selbst „expertisieren“. Die befragten Anleger greifen dafür auf sehr unterschiedliche mediale Informationsquellen zurück. Zur Informationsgewinnung gehören auch Aktivitäten wie der Besuch von Veranstaltungen von Banken und Vollversammlungen, auf denen Hintergrundinformationen „aus erster Hand“ (IV19) zu erhalten sind, die Möglichkeit besteht, sich mit anderen Anlegern auszutauschen, und die allgemeine „Stimmung“ (ebenda) erfasst werden kann. Nicht zuletzt sind hier die Investmentclubs zu nennen, die, wie unsere ethnografischen Beobachtungen zeigen, eine gewichtige Rolle einnehmen können, um Anlegern den Erwerb von Finanzmarktwissen zu ermöglichen.

Mediale Informationen haben im Laufe der letzten Jahre stark an Bedeutung gewonnen. Im Zuge dieses Bedeutungszuwachses, der vor allem auf das Aufkommen der Neuen Medien zurückzuführen ist, hat sich auch ein kaum zu überschauendes Medienangebot etabliert, das spezifisch auf die Informationsbedarfe von Kleinanlegern zugeschnitten ist (Walter 2015: 3). Die gestiegene gesellschaftliche Bedeutung der Medien spiegelt sich markant in der Praxis der von uns Befragten wider, die für ihre Informations- und Wissensaneignung in der Regel auf ein umfangreiches und heterogenes Medienrepertoire zurückgreifen. Dazu gehören einerseits traditionelle Printmedien wie zum Beispiel die „Frankfurter Allgemeine Zeitung“ oder das „Handelsblatt“ sowie Börsenzeitschriften wie der „Effecten-Spiegel“ oder „Der Aktionär“. Auch stellen Bücher, insbesondere von „Börsenpropheten“ (Kraemer 2010) wie André Kostolany oder Warren Buffett, eine wichtige Ressource für den Aufbau von Finanzwissen dar. Darüber hinaus wird auch das Fernsehen, insbesondere die Nachrichtensender und Börsensendungen wie „Money Money“, als regelmäßige Informationsquelle in den Alltag eingebunden.



Eine herausragende Stellung mit Blick auf die Informationsgewinnung nehmen jedoch zweifellos die Onlinemedien ein. Genutzt wird, sowohl über Personal Computer als auch via Smartphone, ein vielfältiges Spektrum digitaler Informationsangebote. Das umfasst unter anderem Finanzplattformen wie „finanzen.net“ und Onlineforen, in denen sich Anleger vernetzen können, wie auch Börsenbriefe. Zurückgegriffen wird auch auf das Informationsangebot der Onlinebroker, die Internetseiten der Aktiengesellschaften, in die investiert wird, und auf die digitalen Angebote der traditionellen Printmedien.

Die digitalen Informationsangebote bieten aus Sicht der Befragten eine Reihe von Vorteilen: Neben dem unkomplizierten und in der Regel kostenlosen Zugang schätzen sie vor allem die schnelle Verfügbarkeit von Informationen, wie zum Beispiel die Möglichkeit, aktuelle Nachrichten über einen Newsfeed abzurufen oder den Kursverlauf der eigenen Wertpapiere – etwa über die „Watchlist“ (Beobachtungsliste) der Smartphone-App – in „Echtzeit“ zu verfolgen. Ein Anleger verdeutlicht dies mit folgenden Worten: *„Eben insofern, dass man jederzeit den genauen Kursen, den Realtime-Kurs abrufen kann und dann eben auch die Entwicklung im Chart nachsehen kann. Man hat sofort, jederzeit über die Firma alle Informationen zur Hand. Das war eben vor, sagen wir mal vor 15, 20 Jahren eben nicht so der Fall, ne. Ja. Da musste man sich eben auf die Zeitschriften so verlassen. Heute gehe ich einfach rein“* (IV8).

Die Digitalisierung hat dadurch prinzipiell die Möglichkeiten für Kleinanleger erweitert und stellt Informationsangebote bereit, die vor dem Einzug der Onlinemedien in den Alltag weitgehend professionellen Akteuren des Finanzmarktes vorbehalten waren. Ein befragter Anleger bringt diesen Umstand mit den Worten zum Ausdruck, dass das Internet das Investieren auf dem Finanzmarkt *„demokratisch gemacht“* (IV41) habe.

Ungeachtet dieser umfassenden und leicht zugänglichen Informationen sehen sich die Befragten mit Blick auf die Informationsgewinnung mit einem fundamentalen Problem konfrontiert: Zeitknappheit. Eingebunden in Beruf und Alltagsorganisation, steht ihnen nur begrenzte Zeit zur Verfügung, um *„die Sachen zu verstehen“* (IV9). In den Schilderungen der Befragten dokumentiert sich ein prinzipielles Missverhältnis zwischen der ihnen zur Verfügung stehenden Zeit zur Informationsaneignung und der wahrgenommenen Komplexität des Geschehens am Finanzmarkt, wie eindrücklich an folgendem Zitat verdeutlicht werden kann: *„Also, wenn man da wirklich gut informiert sein will, muss man eigentlich den ganzen Tag damit zu tun, sich die ganze Zeit, den Tag Zeit nehmen, Stunden um Stunden, um so dahinter blicken zu können“* (IV31).

Für die Zeitknappheit wird von der zitierten Anlegerin vor allem die hohe *„Unübersichtlichkeit des Marktes“* verantwortlich gemacht, die, wie sie in dem Zitat zum Ausdruck bringt, für sie nur über die Investition von nicht verfügbarer Zeit zu bewältigen wäre. Mit dieser Formulierung, die sowohl Intransparenz als auch Unordnung konnotiert, bringt die Befragte ein generelles Strukturproblem zum Ausdruck, das sich leitmotivisch in verwandten Begriffen durch die Interviews zieht: Der Finanzmarkt erscheint etwa als *„undurchschaubar“* (IV1), *„intransparent“* (IV33), *„schwierig zu durchdringen“* (IV32), als *„konfus“* und *„chaotisch“* (IV21) und *„unberechenbar“* (IV44).

Die Informationsangebote können selbst auch eine Quelle der Irritation sein, die zu dieser Unübersichtlichkeit beiträgt. Dies ist erstens bedingt durch die schiere Quantität der Informationen. Als problematisch sehen die Befragten in dieser Hinsicht vor allem die Onlinemedien an, die aufgrund ihrer überwältigenden Menge an jederzeit verfügbaren Informationen einen *„information overload“* (Informationsüberfluss) hervorrufen können: *„Ich google das. Kriegst du alles, also Fi-*



nanzmarkt, alles rund um den Finanzmarkt ist alles online verfügbar. So viele Informationen. Du weißt gar nicht, wo du anfangen sollst, wie du filtern sollst. Du wirst [...] überrannt mit Informationen“ (IV20).

Konfrontiert mit diesem „Meer an Wissen“ (IV34), stellt sich bei vielen Befragten eine strukturelle kognitive Überforderung ein: „Ja, das ist sehr schwierig. Muss ich ehrlich sagen. Also das alles zu verarbeiten ist sehr, sehr schwierig. Und manches habe ich vielleicht gelesen und auch gleich wieder vergessen. Man kann nicht alles behalten. [...] Aber es ist ja jeden Tag, ich finde es inzwischen zu viel, ist einfach zu viel, zu viel Informationen“ (IV27).

Die Problematik der unüberschaubaren Quantität der Informationen ist in der Perspektive der Befragten zweitens eng mit der Qualität der Informationen verbunden. Die zur Verfügung stehenden Informationen werden tendenziell als heterogen, mehrdeutig und widersprüchlich wahrgenommen, wodurch es erschwert wird, zu Entscheidungen zu gelangen und die Entscheidungsfindung bisweilen gar paralysiert ist. Ein maßgeblicher Grund ist die Schwierigkeit, diese Informationen hinsichtlich ihrer Güte und Vertrauenswürdigkeit zu bewerten, wie exemplarisch das folgende Zitat einer Anlegerin veranschaulicht: „Überforderung ist glaub ich wirklich ... auch auch auch, auch die Schwierigkeit die seriösen Angebote von den Unseriösen zu differenzieren. [...] Ich glaube auch, es würde helfen, wenn man auch so 'n mehr Fachliteratur hätte, die verständlich wäre, die das für einen schon mal so 'n bisschen aufarbeitet. [...] Oder auch schon vorsortierte Empfehlungen, ja? Also ich denke, es muss mehr vorgelagert passieren. Die Informationen, die da sind, die FÜLLE der Information, die da ist, die MUSS schon durchgekaut werden. Und FÜR Kleinanleger aufbereitet“ (IV21).

In der Forderung nach verständlicher Fachliteratur klingt schließlich eine weitere strukturelle Schwierigkeit an: So wird in den Interviews häufig auf den durch Fachjargon entstehenden hermetischen Charakter der Informationen insbesondere seitens professioneller Akteure hingewiesen. Diese verschleiende „Aktiensprache“ (IV31), mit der sich die Befragten konfrontiert sehen, stellt offenkundig eine hohe Schwelle für den Einstieg in den Finanzmarkt dar. Dieses Problem veranschaulicht eine von uns befragte Volkswirtin am Beispiel der komplexen Geschäftsberichte von Aktiengesellschaften, die aus ihrer Sicht sowohl hinsichtlich ihres Umfangs als auch ihrer Verständlichkeit die zeitlichen und fachlichen Ressourcen von Kleinanlegern übersteigen:

„[W]enn ich zum Beispiel auch 'n Geschäftsbericht lese, ich meine ich bin Controllerin, ich weiß, dass ich auf bestimmte Zahlen gucken muss, ne? [...] Und ich muss mich dann durch Informationen durch hindurch wälzen, muss dann verschiedenste Kennzahlen angucken, und so und das ist halt so mühsam, und das ist, das finde ich das größte Hindernis, weil ICH bin ja, ich bin ja vom Fach, ne? Von den Kennzahlen her. Ich weiß zumindest, wo ich gucken müsste und 'n bisschen macht mir das auch Spaß. Aber als Kleinanleger muss ich [...]. Und das ist so viel, das ist so zeitintensiv und das ist, also da kommt so viel, so wenig Nutzen bei raus. [...]“ (IV38).

### 3.3 Entscheidungspraxis, Financial Literacy und Finanzbildung

Wir widmen uns nunmehr den Berichten der Interviewten über ihre konkreten Anlageentscheidungen und den ihnen zugrunde liegenden Entscheidungsprämissen. Zudem erörtern wir die Frage, welches Maß an Financial Literacy sich darin dokumentiert. Diesbezüglich ist zunächst grundsätzlich festzuhalten, dass wir ein breites Spektrum an Rationalitäten vorgefunden haben, an denen sich die Entscheidungen der Befragten orientieren und die von ihnen durchaus pragmatisch miteinander kombiniert werden.

Einerseits findet sich ein breites Repertoire an Heuristiken, mit denen der Komplexität und der Ungewissheit des Finanzmarkts begegnet wird. Heuristiken können als einfache kognitive Faustregeln verstanden werden, die ein geringes Niveau an prozeduraler Rationalität aufweisen und meist in komplexen Entscheidungssituationen angewendet werden. Wie die Behavioral-Finance-Forschung gezeigt hat, ist das ökonomische Entscheidungshandeln abweichend von der neoklassischen Theorie nicht ausschließlich durch rationales, planerisches Abwägen geprägt, sondern auch durch den Einsatz simpler Heuristiken (Kahneman 2012, Gigerenzer et al. 1999). Dieses Verhaltensmuster beschränkt sich nicht nur auf Laien, sondern ist auch bei Experten beobachtbar. Im Folgenden beleuchten wir einige Heuristiken, die auf Grundlage der Interviews identifiziert wurden.

Eine typische Heuristik der Befragten zur Bearbeitung von Zukunftsungewissheit besteht darin, auf Aktien von Unternehmen zurückzugreifen, die etwa aufgrund ihrer Bekanntheit, Größe oder ihres Alters als besonders zukunftsicher bewertet werden. Meist angeleitet von zirkulierenden Börsenweisheiten, werden bekannte Namen gekauft, die „*nie pleitegehen*“ (IV12) können und bei denen folglich „*nie was falsch*“ (ebenda) gemacht werden kann. Andere setzen auf einen „*großen Konzern*“ (IV30) wie Volkswagen (VW) oder die Bremer Vulkan AG, die „*man nicht fallen lassen*“ (ebenda) kann. Eine etwas anders gelagerte, häufig angewendete Heuristik zur Bearbeitung von Unsicherheit zeichnet sich durch Investments in Unternehmen aus, die Produkte herstellen, die vermeintlich invariante menschliche Grund- und Konsumbedürfnisse befriedigen: „*Ja gut, ich mein Energie brauch'ste immer*“ (IV10); „*naja, ich denke auch, Frauen werden immer Schmuck kaufen, so also gutes Geschäftskonzept*“ (IV38). „*Und so habe ich mir gedacht, okay, wenn Menschen Produkte täglich brauchen, läuft das Geschäftsmodell*“ (IV41).

Schließlich kommen auch spezifische Entwicklungsheuristiken zum Einsatz, in denen – häufig unter Rückgriff auf Maxime von Börsenpropheten – Entwicklungsgesetze der Aktienmärkte zugrunde gelegt werden. Zu diesem Repertoire gehören Glaubenssätze wie „*es ist runtergegangen, es wird auch wieder raufgehen*“ (IV4) oder dass es „*auf lange Sicht*“ (IV8) immer nach oben gehe. Auch der Kostolany zugeschriebene Ratschlag, die Aktien unter das Kopfkissen zu legen und einfach ein paar Jahre abzuwarten, ist nach wie vor eine beliebte Handlungsmaxime. Heuristiken dieser Art werden, wie die Interviews nahelegen, von den Anlegern auch als emotionsregulierende Bewältigungsstrategie eingesetzt, um zwischenzeitliche Krisen und Kursverluste, wie zahlreiche Anleger es formulieren, „*aussitzen*“ zu können.

Anhand dieser Beispiele kann die Funktion von Heuristiken für Investitionsentscheidungen von Kleinanlegern am Finanzmarkt verständlich gemacht werden. Es handelt sich um abkürzende „Rationalitätsfiktionen“ (Schimank 2005: 373–387), die eine Antwort auf komplexe Entscheidungssituationen unter Zeitknappheit und auf begrenzte kognitive Kapazitäten darstellen. Anders als bei rationalem Abwägen, das für zeitintensives planerisches Handeln kennzeichnend ist, müssen Anleger keine „*aufwendigen Such- und Bewertungsprozesse durchführen*“ (ebenda: 375), um zu einer Entscheidung zu kommen, sondern haben aufgrund der suggestiven Wirkung der Heuristik „*ohne großes Kopfzerbrechen ein klares Bild davon, was zu tun ist*“ (ebenda: 375). Die zeitlose Gültigkeit der behandelten Heuristiken absorbiert in diesem Kontext Unsicherheit, indem die fundamentale Zukunftsungewissheit des Finanzmarktgeschehens außer Kraft gesetzt wird.

Mit Blick auf unseren analytischen Bezugsrahmen (Kapitel 2) lassen sich die beschriebenen Heuristiken als Bewältigungsstrategien verstehen, um angesichts der beschriebenen Zeitknappheit in einem komplexen Handlungskontext Entscheidungen treffen zu können – die durchaus zu

guten Ergebnissen am Finanzmarkt führen können (Borges et al. 1999). Problematisch ist jedoch die weitgehend unreflektierte Abkoppelung solcher zeitlos gültigen Heuristiken von konkreten und sich ständig verändernden Marktbedingungen – etwa von der Frage, wie es um die Wettbewerbssituation eines Unternehmens bestellt ist oder ob ein ausgewähltes Unternehmen aktuell überbewertet ist. Dies kann etwa aufgrund einer daraus resultierenden falschen, Sicherheit suggerierenden Risikowahrnehmung zu gravierenden Fehlentscheidungen und unerwarteten Kursverlusten führen – wie sich in drastischer Weise an der Insolvenz der Bremer Vulkan AG offenbart, die im obigen Beispiel genannt wurde.

Die beschriebenen Heuristiken gehören zum Grundrepertoire der Entscheidungspraktiken der Befragten, auf das sowohl der junge Anleger ohne Fachkenntnisse als auch die börsenerfahrene Volkswirtin zurückgreift. Darüber hinaus kommen jedoch auch, abhängig vom Kenntnis- und Erfahrungsstand der Befragten, am anderen Ende des Spektrums des Rationalitätsniveaus, durchaus planvollere Formen der Entscheidungspraxis zur Anwendung. Dies umfasst einerseits die Bewertung des Geschäftsmodells von Aktienunternehmen, bei der, insbesondere bei Anlegern, die aufgrund beruflicher Erfahrungen über Fach- und Branchenwissen verfügen, durchaus detaillierte Kenntnisse zu beobachten sind. Zudem finden sich auch spezifisch fundamentalanalytische Bewertungspraktiken, bei denen die wirtschaftliche Situation eines Unternehmens auf Grundlage bestimmter Kennzahlen bewertet wird. Aufgrund der notorischen Zeitknappheit und der Komplexität der meist umfangreichen Geschäftsberichte beschränken sich die meisten befragten Anleger hierbei auf wenige populäre Kennzahlen wie zum Beispiel das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) oder den Cash-Flow (Kapitalfluss) eines Unternehmens, wie folgendes Zitat veranschaulicht: *„Also ich würde nie einen ganzen Geschäftsbericht lesen, aber natürlich Fundamentaldaten wie ein KGV zum Beispiel, gucke ich mir schon an, das ja, aber ich würde da jetzt nicht analytisch vorgehen und auch nicht die Entwicklung der, ich sage mal, einer, einer Kurve irgendwo analysieren“* (IV28).

Mit Blick auf die Biographie der Befragten lässt sich eine charakteristische Entwicklung der Anlagestrategien und auch der damit verbundenen finanziellen Kompetenzen beobachten. Am Beginn der Finanzmarktkarriere steht oft das inkrementalistische und spielerische Ausprobieren sowie die Suche nach dem Thrill (Nervenkitzel) als Motiv für das Börsenengagement im Vordergrund. Diese Phase fungiert in vielen Fällen als Lernphase, in der rückblickend nicht selten *„Lehrgeld“* (IV34) gezahlt wird in Form von Fehlinvestitionen und schmerzhaften Kursverlusten – wie etwa bei der Telekomaktie, die angesichts der Euphorie des Neuen Marktes zu Höchstständen gekauft wurde. Im Laufe der Jahre und mit steigendem Alter gewinnen infolge dieses Lernprozesses dann in der Regel planerisch-rationale Anlagestrategien an Bedeutung. Dies dokumentiert sich primär in einer Verschiebung des Fokus auf fundamentale Aspekte wie zum Beispiel regelmäßige Dividendenzahlungen, wie in folgender Schilderung des zuvor zitierten Anlegers zum Ausdruck kommt: *„Und das ist zum Beispiel die [Befragter lacht] Post jetzt. Ohne jetzt mein, das jetzt so zu sagen, weil ich da vorher gearbeitet habe, aber das ist jetzt ein Beispiel, ne, wo man sehr gute Dividenden einnimmt und der Wert ist nicht so volatil eben, ne. Also das ist für mich jetzt wichtiger denn je geworden, das ist am Anfang nicht so gewesen. Ich glaube ich wusste gar nicht, was eine Dividende war, als ich 1999 die erste Daimler-Aktie kaufte. Wirklich, also es war mir nicht, eigentlich nicht bekannt. Und inzwischen hat das einen anderen Stellenwert bekommen“* (IV28).

Hand in Hand einher mit dieser Verschiebung gehen in der Regel eine Verlängerung des Anlagehorizonts und ein bewussteres Risikomanagement als zu Beginn der Finanzmarktkarriere. Letzteres drückt sich unter anderem durch die stärkere Diversifikation des Portfolios oder die Einrichtung von Sparplänen aus, um das Volatilitätsrisiko von Wertpapieren durch den Cost-average-

Effekt (Durchschnittskosteneffekt) zu begrenzen. Bezüglich ersterem lässt sich beobachten, dass die befragten Anleger mit zunehmender Erfahrung tendenziell ein planvolleres Zeitmanagement entwickeln, indem eine gezielte Kalibrierung des Zukunftshorizonts des Anlagemotivs – wie zum Beispiel die Altersvorsorge – mit der persönlichen Lebenssituation und den Strukturen der Volatilität der Börse vorgenommen wird (dazu auch Schimank et al. 2017: 229–231). Als weiteres Kennzeichen einer durch Erfahrung gewachsenen Financial Literacy lässt sich schließlich auch eine zunehmende Affektkontrolle beobachten. Die befragten Anleger behalten dann aus ihrer Sicht, anders als in den Anfangsjahren, eher einen kühlen Kopf, wenn es an der Börse mal bergab geht.

Hinsichtlich der strukturellen Bedingungen, sich Kompetenzen für die Partizipation am Finanzmarkt anzueignen, zeigen sich aus Sicht der Befragten deutliche Defizite. So wird von mehreren Befragten auf Grundlage eigener Erfahrungen beklagt, dass das Thema Finanzbildung in der Schule nach wie vor, wie es eine Anlegerin ausdrückt, ein „*absolutes Schattendasein*“ (IV44) friste und sich überwiegend auf die Vermittlung von abstraktem Wissen etwa zur Funktionsweise von Wirtschaftssystemen beschränke. Diese defizitäre schulische Bildung wird von den Befragten als eine der zentralen Ursachen für das im Umfeld wahrgenommene allgemein geringe Wissen über das Thema Finanzmarkt identifiziert – das potentielle Kleinanleger dazu zwingt, eigene Wege zu beschreiten, um sich Finanzmarktwissen anzueignen. Auf Basis dieser Beobachtungen wird immer wieder die teils sehr konkrete Forderung artikuliert, eine allgemeine Finanzbildung in den Schulunterricht zu integrieren, wie das folgende Zitat eines Anlegers exemplarisch veranschaulicht: *„Es ist, nein, die, die Schwelle für den Zugang ist sehr hoch. Wenn du niemanden hast, der dich da rein bringt und dir das nicht selbst beibringt, ist das sehr schwer. Also, das, das nötige Wissen vermittelt zu bekommen. Ich finde eigentlich so was könnte man prima in der Schule lernen, aber jetzt vielleicht nicht in der, nicht in der achten Klasse in der Hauptschule, aber für so eine gymnasiale Oberstufe wäre das durchaus interessant. Und im Zweifelsfall könnte das bestimmt in irgendso einen spannenden Kooperationsunterricht, Mathe, Sozialwissenschaft reingequetscht werden oder so was. Also ich glaube das ist wirklich die, die größte Hemmschwelle, dass die meisten Menschen einfach nicht wissen was sollen oder können sie wie tun“* (IV14).

In der Ausgestaltung einer solchen schulischen Finanzbildung nimmt der Praxisbezug für die Befragten einen hohen Stellenwert ein. Finanzbildung soll nicht nur theoretisches Wissen vermitteln, sondern auch verhaltensbezogenes Wissen wie zum Beispiel *„Anlageinvestitionsregeln“* (IV38).

Mit Blick auf das Defizit an Angeboten zum Erwerb finanzieller Kompetenzen nehmen die von uns unter die Lupe genommenen Investmentclubs eine bemerkenswerte Rolle ein. Sie fungieren prinzipiell als eine Community of Practice – also eine Praxisgemeinschaft –, die es insbesondere unerfahrenen Kleinanlegern ermöglicht, in der Gruppe zu lernen und von den unterschiedlichen Perspektiven und Wissensbeständen der anderen Mitglieder zu profitieren (Schimank et al. 2017: 234 f.). Eine solche Art des Empowerments (der Befähigung) wird in der folgenden Aussage eines Kleinanlegers sichtbar, der darüber spricht, wie ihm die Mitgliedschaft in einem Investmentclub geholfen hat, sich Grundlagenwissen anzueignen, als er anfang, sich auf dem Finanzmarkt zu engagieren: *„[I]ch fange jetzt mal so an, dass ich Glück hatte bei dem [Name des Investmentclubs] gelandet zu sein. Die sich in meinen Augen wirklich sehr darum bemühen und sehr drum kümmern, dass Leute da einen Einblick gewinnen, die sonst keine Ahnung haben. Demzufolge würde ich jetzt sagen das größte Problem ist zu lernen damit umzugehen, also, oder da einzusteigen. Klar kann ich mich im Internet informieren, aber das ist schon schwierig. Also ich glaube, dass es besser ist, wenn man Leute hat, oder für mich war es besser, dass ich Leute hatte, die mir halt so gute Beispiele gegeben haben [...] und dann kriegt*

*man mal so Zusammenhänge mit und, ja, woraus speist sich denn so ein Aktienkurs eigentlich theoretischerweise. Also im Prinzip das Wissen wie mache ich das. Das wird ja auch von der Finanzbranche immer, in meinen Augen, nett geheim gehalten, weil die damit wirklich ihr Geld verdienen. Es gibt, wie gesagt, diese Informationssachen, die, wie gesagt, in meinen Augen sehr gut sind. Aber auch da muss man sich halt sehr alleine durch schlagen. Und deswegen finde ich diesen [Name des Investmentclubs] eigentlich toll“ (IV36).*

Investmentclubs können unter anderem aufgrund dieses Empowerments einen wichtigen Beitrag dazu leisten, traditionell eher finanzmarktfernen Akteursgruppen die Partizipation am Finanzmarkt zu ermöglichen, wie sich in unseren teilnehmenden Beobachtungen in Investmentclubs herausstellte. Exemplarisch sind hier die von uns in den Blick genommenen und sich selbst so bezeichnenden „Frauen-Investmentclubs“ zu nennen, die sich ausdrücklich der Mission verschrieben haben, die Financial Literacy ihrer Mitglieder zu verbessern.

#### 4 **Schlussfolgerungen**

Unser Beitrag gibt einen Einblick in die Welt von Kleinanlegern mit dem Ziel, empirisch fundiertes Wissen bereitzustellen, das Politik, Finanzwirtschaft, Regulierungsbehörden oder Verbraucherschutzorganisationen für ihre Entscheidungen nutzen können. Wir konzentrierten uns hierfür auf drei Dimensionen, die uns dafür als besonders relevant erscheinen. Mit diesem Fokus geht einher, dass andere Aspekte der Situation von Kleinanlegern nur am Rande behandelt werden konnten, wie zum Beispiel die genaue Differenzierung der Entscheidungspraxis nach sozioökonomischen und -demografischen Merkmalen der befragten Anleger, der Einbezug von Motivlagen oder die Kombination von Entscheidungspraktiken mit unterschiedlichen Rationalitätsniveaus.

Die Situation auf dem Finanzmarkt stellt sich aus der Perspektive der befragten Kleinanleger als herausfordernd dar. Sie sehen sich mit einem unübersichtlichen Finanzmarkt konfrontiert, der ein hohes Maß an finanzieller Kompetenz und finanziellem Wissen erfordert, um entscheidungsfähig zu werden – für deren Aneignung ihnen aufgrund ihres Status als Amateure nur begrenzte Zeitressourcen zur Verfügung stehen. Dieses Missverhältnis stellt eine hohe Hürde für den Einstieg in den Finanzmarkt dar.

Aus der Perspektive der Befragten fehlt es grundlegend an allgemeinverständlichem Orientierungswissen, das dabei helfen könnte, die Hürde substantiell zu senken. In Bezug darauf kommt in den Interviews zum einen der nachdrückliche Wunsch zum Ausdruck, bereits in der Schule praxisbezogene Finanzbildung zu erhalten, die in den Augen der Befragten bisher nur eine Randstellung einnimmt. Zum anderen fordern die interviewten Kleinanleger auch über die Schule hinaus Möglichkeiten, um sich pointiertes und allgemeinverständlich Wissen zum Finanzmarkt aneignen zu können. Hier sind neben Informationsangeboten etwa von Verbraucherschutzorganisationen insbesondere auch Finanzdienstleister gefragt – die in den Augen der Anleger häufig zu verklausuliert kommunizieren – entsprechende Angebote bereitzustellen. Es gibt diesbezüglich durchaus Ansätze, die aus unserer Sicht in die richtige Richtung weisen, wie zum Beispiel die digitale Lernplattform „Capital Markets Academy“ der Gruppe Deutsche Börse (2018).

Auch die alternative Möglichkeit, sich bei der Entscheidung auf die Bankberatung zu stützen, wird von den Befragten problematisiert. Grundlegendes Problem ist der von ihnen wahrgenommene Interessenkonflikt, der aus der provisionsbasierten Beratungspraxis resultiert, die zudem als intransparent bewertet wird. Im Hinblick auf die Vertrauenskrise, die darin zum Ausdruck kommt, plädieren wir für einen offenen Umgang mit Kosten- und Provisionsstrukturen sowie dafür, ein breites Spektrum provisions- und honorarbasierter Beratungsangebote bereitzustellen, zwischen denen Kleinanleger bedarfsorientiert auswählen könnten. Ein denkbare Modell, um den thematisierten strukturellen Interessenkonflikt zu entschärfen, könnte etwa eine Kombination aus Grundgebühren und erfolgsbasierter Bezahlung der Beratungsleistung sein. Auch eine Ausweitung von Beratungsangeboten ohne Gewinnerorientierung, zum Beispiel durch Verbraucherschutzorganisationen, könnte eine hilfreiche Alternative darstellen.

Zudem wird anhand der Interviews deutlich, dass vonseiten der Beratenden offensichtlich bisweilen ein unterkomplexes Bild der zu beratenden Anleger zugrunde liegt, was in der Regel mit einer standardisierten Beratung einhergeht, die aus Sicht der Befragten häufig an ihren Bedarfen vorbeiläuft. Diese subjektive negative Sichtweise deckt sich weitgehend mit quantitativen Studien zur bedarfsgerechten Anlageberatung (Verbraucherzentrale Baden-Württemberg 2015). Mit Blick darauf erscheint es uns notwendig, im Sinne der von einer Anlegerin eingeforderten „Fürsorgeberatung“ (Kapitel 3.1), differenzierte Beratungskonzepte zu entwickeln, die sich deutlich an den vielschichtigen Motivlagen, Bedürfnissen und Lebensumständen der zu beratenden Anleger orientieren.

Wir ziehen aus unserer Befragung schließlich den Schluss, dass auch der gesetzlichen Regulierung ein unzureichendes Anlegerleitbild zugrunde liegt. Auf Basis der in den Interviews geschilderten Erfahrungen lässt sich schließen, dass die Regulierung der Anlageberatung der Komplexität der Beratungswirklichkeit und den Bedarfen der Anleger nur unzureichend gerecht wird. Eine Ursache dafür kann darin gesehen werden, dass sich die Regulierungspraxis primär am Modell des Homo oeconomicus orientiert (vergleiche dazu auch Eberius 2013). So geht das Wertpapierhandelsgesetz hinsichtlich der Beratungssituation prinzipiell von einem rational agierenden Akteur aus, das heißt von einem „durchschnittlich informierten, in vernünftigem Maße aufmerksamen und verständigen“ (ebenda: 8) Anleger. Unsere Daten machen deutlich, dass diese Prämissen der Alltagswirklichkeit nur bedingt entsprechen. Die Entscheidungspraktiken von Anlegern gründen nicht nur auf rationalem Abwägen. Vielmehr stellen, wie wir herausgearbeitet haben, Heuristiken einen grundlegenden kognitiven Modus dar, mit dem sich – insbesondere unerfahrene – Anleger angesichts des geschilderten Zeitdrucks auf dem Finanzmarkt orientieren. Damit gehen Fehleinschätzungen wie zum Beispiel eine inadäquate Risikowahrnehmung einher, die berücksichtigt werden müssen. Dies wirkt sich auch auf die Beratungssituation aus. Einerseits sind für die beratende Aufklärung maßgebliche Begriffe wie etwa der des „Risikos“ voraussetzungsvoll und mehrdeutig. Andererseits stehen sowohl Kleinanleger als auch Beratende unter Zeitdruck. Mit Blick darauf erscheint etwa die Vorgabe des Wertpapierhandelsgesetz (Paragraf 31 Allgemeine Verhaltensregeln), Anleger so zu beraten, dass sie mit ihren „*Kenntnissen und Erfahrungen*“ (Deutscher Bundestag 2015b) die mit einem Investment „*erwachsenden Anlagerisiken verstehen*“ (ebenda) können, in der realen Beratungssituation kaum einlösbar. Auch hinsichtlich der Regulierung der Informationspraxis von Wertpapieranbietern besteht hier zweifellos Änderungsbedarf. So kann angesichts der porträtierten Situation von Kleinanlegern ernsthaft bezweifelt werden, ob die meist sehr umfangreichen und von Fachterminologie geprägten Informationen über Anlageprodukte den Zeitressourcen und kognitiven Kapazitäten zur Informationsverarbeitung von Anlegern angemessen sind. Zu betonen ist in diesem Zusammenhang, dass diese Informationspraxis auch



der Vielzahl von Regulierungsvorgaben geschuldet ist und primär der rechtlichen Absicherung dienen dürfte.

Wir plädieren im Lichte dieser Überlegungen – dies gilt sowohl für die Finanzdienstleistungsbranche als auch für die politische Regulierung – für ein realistischeres Anlegerleitbild, das stärker am tatsächlichen alltäglichen Handeln und Entscheiden von Anlegern ansetzt. Oder um es zugespitzt mit den Worten von Richard Thaler (2016) auszudrücken: Ein Leitbild, das nicht „Econs“, sondern „Humans“ ins Zentrum stellt. Dafür ist aus unserer Sicht ein prominenter Einbezug soziologischer und psychologischer Perspektiven oder ein prominenterer Einbezug als bisher notwendig, durch die subjektive Situationsdeutungen und Sichtweisen von Anlegern ein größeres Gewicht erhalten könnten.

## Literaturverzeichnis

- Borges, Bernhard et al. (1999): Can Ignorance Beat the Stock Market? In: Gerd Gigerenzer, Peter M. Todd & The ABC Research Group (Hrsg.): Simple Heuristics That Make Us Smart. New York/Oxford, Oxford University Press, 59–72.
- Deutscher Bundestag (2015a): Kleinanlegerschutzgesetz vom 3. Juli 2015 (BGBl. I S. 1114).
- Deutscher Bundestag (2015b): Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 14 des Gesetzes vom 17. August 2017 (BGBl. IS. 3202) geändert worden ist.
- Deutsches Aktieninstitut (2016): Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2015. Tabellen. [www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/Statistiken/2016-02-09%20Aktionaerszahlen%202015%20Datentabellen%20Web%20FINAL.pdf](http://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/Statistiken/2016-02-09%20Aktionaerszahlen%202015%20Datentabellen%20Web%20FINAL.pdf) (aufgerufen am 15.12.2017).
- Deutsches Aktieninstitut (2017): Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2016. [www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/studien/2017-02-14%20DAI%20Aktionaerszahlen%202016%20Web.pdf](http://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2017-02-14%20DAI%20Aktionaerszahlen%202016%20Web.pdf) (aufgerufen am 15.12.2017).
- Eberius, Robert (2013): Regulierung der Anlageberatung und behavioral finance: Anlegerleitbild: homo oeconomicus vs. Realität. Köln, Kölner Wissenschaftsverlag.
- Frühauf, Markus (2017): Neue Aufgaben für Bafin: Die Finanzaufsicht wird zur Verbraucherschutzbehörde. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 10.5.2017. [www.faz.net/aktuell/finanzen/geldanlage-trotz-niedrigzinsen/ueberwachte-finanzprodukte-staerken-verbraucherschutz-15007812.html](http://www.faz.net/aktuell/finanzen/geldanlage-trotz-niedrigzinsen/ueberwachte-finanzprodukte-staerken-verbraucherschutz-15007812.html) (aufgerufen am 15.12.2017).
- Gigerenzer, Gerd, Peter M. Todd & The ABC Research Group (Hrsg.) (1999): Simple Heuristics That Make Us Smart. New York/Oxford, Oxford University Press.
- Gruppe Deutsche Börse (2018): Capital Markets Academy – Digitales Lernen. <https://e-academy.deutsche-boerse.com/portal/home> (aufgerufen am 15.12.2018).
- Honegger, Claudia, Sighard Neckel und Chantal Magnin (Hrsg.) (2010): Strukturierte Verantwortungslosigkeit: Berichte aus der Bankenwelt. Berlin, Suhrkamp.
- Jungermann, Helmut und Julia Belting (2004): Interaktion des Als-ob: Privatanleger und Anlageberater. Zeitschrift für Angewandte Organisationspsychologie, 35 (3), 239–257.
- Kahneman, Daniel (2012): Schnelles Denken, langsames Denken. München, Penguin.
- Knorr Cetina, Karin K. und Alex Preda (Hrsg.) (2012): The Oxford Handbook of the Sociology of Finance. Oxford, Oxford University Press.
- Kraemer, Klaus (2010): Propheten der Finanzmärkte. Zur Rolle charismatischer Ideen im Börsengeschehen. Berliner Journal für Soziologie, 20 (2), 179–201.

- Lüde, Rolf von (2012): Rationalität und Anlageverhalten auf Finanzmärkten. In: Anita Engels und Lisa Knoll (Hrsg.): *Wirtschaftliche Rationalität: Soziologische Perspektiven*. Wiesbaden, VS, 129–162.
- Pellens, Bernhard und André Schmidt (2014): Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre. Eine Befragung von privaten und institutionellen Anlegern zum Informationsverhalten, zur Dividendenpräferenz und zur Wahrnehmung von Stimmrechten. Deutsches Aktieninstitut, Frankfurt a. M. [www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/studien/2014-11-02%20Studie%20Aktionaersverhalten.pdf](http://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2014-11-02%20Studie%20Aktionaersverhalten.pdf) (aufgerufen am 15.12.2017).
- Priddat, Birger P. (2012): Vertrauen, Wissen, Nichtwissen – Bank-Kunden-Beziehungen in der Finanzkrise. In: Klaus Kraemer und Sebastian Nessel (Hrsg.): *Entfesselte Finanzmärkte. Soziologische Analysen des modernen Kapitalismus*. Frankfurt a. M., Campus, 263–277.
- Rosenthal, Gabriele (2015): *Interpretative Sozialforschung. Eine Einführung*. Weinheim, Beltz Juventa.
- Schimank, Uwe (2005): *Die Entscheidungsgesellschaft. Komplexität und Rationalität der Moderne*. Wiesbaden, VS.
- Schimank, Uwe, Michael Walter und Lydia Welbers (2017): Zeitprobleme des Entscheidens: Kleinanleger auf dem Finanzmarkt. In: Anna Henkel, Henning Laux und Fabian Anicker (Hrsg.): *Raum und Zeit. Zeitschrift für Theoretische Soziologie, Sonderheft 4*, 216–249.
- Simon, Herbert A. (1976): From substantive to procedural rationality. In: T. J. Kastelein et al. (Hrsg.): *25 Years of Economic Theory: Retrospect and Prospect*. Boston, Springer, 65–86.
- Strauss, Anselm L. und Juliet M. Corbin (2010): *Grounded Theory: Grundlagen qualitativer Sozialforschung*. Weinheim, Beltz.
- Thaler, Richard H. (2016): *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics*. New York, Norton.
- Verbraucherzentrale Baden-Württemberg (2015): Erhalten Verbraucher bedarfsgerechte Anlageprodukte? [www.marktwaechter.de/sites/default/files/downloads/bedarfsgerechte-anlageprodukte-untersuchungsbericht\\_markwaechter-finanzen-dezember-2015.pdf](http://www.marktwaechter.de/sites/default/files/downloads/bedarfsgerechte-anlageprodukte-untersuchungsbericht_markwaechter-finanzen-dezember-2015.pdf) (aufgerufen am 15.12.2017).
- Walter, Michael (2015): *Der digitale Kleinanleger. Praktiken der Unsicherheitsbearbeitung in Internetforen*. Working Paper No. 9. Forschungsverbund Kommunikative Figurationen, Zentrum für Medien-, Kommunikations- und Informationsforschung, Universität Bremen. [www.kommunikative-figurationen.de/fileadmin/redak\\_kofi/Arbeitspapiere/CoFi\\_EWP\\_No-9\\_Walter.pdf](http://www.kommunikative-figurationen.de/fileadmin/redak_kofi/Arbeitspapiere/CoFi_EWP_No-9_Walter.pdf) (aufgerufen am 15.12.2017).
- Wenger, Etienne (2002): *Communities of Practice: Learning, Meaning, and Identity*. Cambridge, Cambridge University Press.
- Zerfaß, Ansgar, Kristin Köhler, Patrick Kiss et al. (2012): *Anlegerstudie 2012: Informationsanforderungen von Privatanlegern und Perspektiven für Investor Relations*. Universität Leipzig. <http://zertif.de/anlegerstudie/Chartbericht%20Anlegerstudie%202012%20Universit%E4t%20Leipzig.pdf> (aufgerufen am 15.12.2017).