

NEUE DATEN ZU DEN FOLGEN VON PROVISIONSVERBOTEN

Private Haushalte erzielen keine höhere Renditen durch Provisionsverbote – stattdessen investieren sie weniger in Fonds

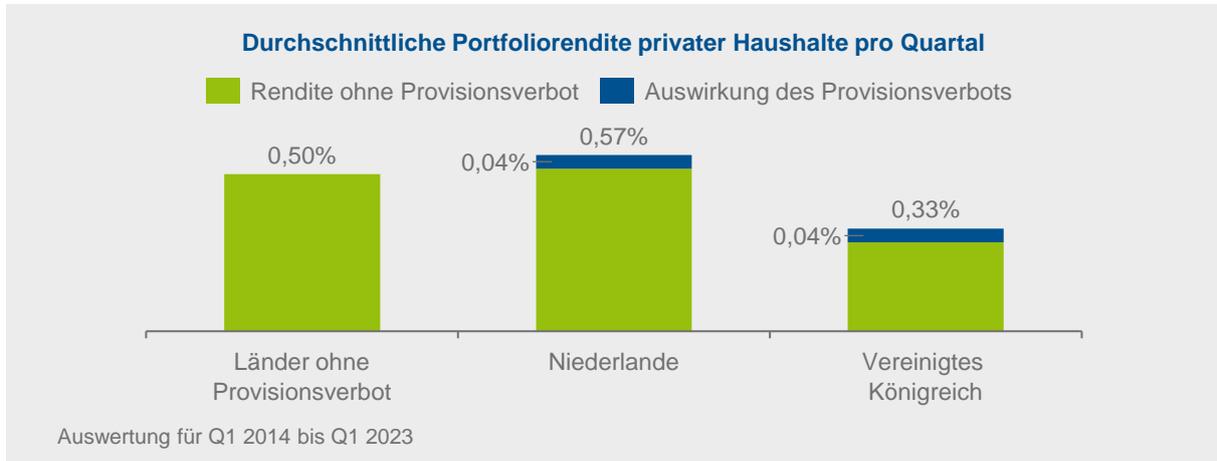
Die Portfoliorenditen privater Haushalte haben sich in den Niederlanden und dem Vereinigten Königreich durch das Verbot von Provisionszahlungen in der Anlageberatung nicht erhöht, wie eine Regressionsanalyse auf Basis von Daten der Europäischen Zentralbank (EZB) und der englischen Statistikbehörde (Office for National Statistics, ONS) zeigt. Infolge der Verbote im Jahr 2014 bzw. 2013 erzielten Privatanleger nur eine um geschätzt 0,04 Prozent höhere Rendite pro Quartal. Der Anstieg ist weder statistisch noch ökonomisch signifikant und das verwendete Modell robust gegenüber Veränderungen. Darüber hinaus zeigt eine zweite Analyse, dass Anleger durch die Verbote weniger Fonds gekauft haben. Der Rückgang der Netto-Investitionen betrug pro Quartal und Kopf 84 Euro und ist statistisch signifikant.

Unsere Ergebnisse deuten also darauf hin, dass – anders als von Kritikern der provisionsbasierten Beratung behauptet – Kleinanleger weder finanziell profitieren noch aufgrund geringerer Kosten und/oder besserer Beratung verstärkt in Fonds investieren. Das ist politisch relevant, da damit die Hauptargumente der EU-Kommission für ein Provisionsverbot im Rahmen der Kleinanlegerstrategie infrage gestellt werden: Sie nimmt an, dass aktuell die Renditen durch „hohe Kosten“ sowie eine unbefriedigende „Qualität des Anlageproduktes“ beeinträchtigt werden, sodass ein Verbot „zur Verbesserung des Nettoanlageergebnisses beitragen“ würde. Wenn dies nicht zutrifft, verändert sich das Verhältnis von Kosten und Nutzen einer Umstellung des in der EU dominierenden Vertriebsmodells erheblich. Ein weiteres Kernanliegen der EU-Kommission ist außerdem, im Rahmen der „Capital Markets Union“ Kleinanleger an die Kapitalmärkte heranzuführen. Unseren Erkenntnissen aus der Analyse von Fonds (einschließlich ETF) gemäß wirken aber gerade Provisionsverbote – und nicht etwa die provisionsbasierte Beratung – als Hemmschuh für die Beteiligung privater Haushalte an den Kapitalmärkten.

Provisionsverbote beeinflussen Portfoliorenditen nicht

In einer ersten Regressionsanalyse untersuchen wir den Bestand und die Transaktionen privat gehaltener Finanzanlagen¹ für 13 westeuropäische Länder² zwischen 1999 und 2023. Dabei schätzen wir die durchschnittliche Quartalsrendite der Investitionen (siehe Anhang) und isolieren anschließend den Effekt der Provisionsverbote. Die Grafik auf der nächsten Seite zeigt, wie sich die Renditen niederländischer und britischer Haushalte verändert haben und wo sie im

1 Wir betrachten Einlagen, Schuldverschreibungen, Aktien, Fondsanteile sowie Versicherungen/Altersvorsorgeprodukte
2 Belgien, Dänemark (seit 2013), Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland (seit 2016), Italien, Luxemburg (seit 2003), die Niederlande, Österreich, Portugal, Spanien und das Vereinigte Königreich



Vergleich zum Durchschnitt der Länder mit Provisionsberatung liegen. Zur Veranschaulichung weisen wir die durchschnittlichen Portfoliorenditen seit 2014 (seitdem in beiden Ländern ein Provisionsverbot gilt) und den geschätzten Effekt³ eines Verbotes aus. In Ländern ohne Verbot erzielten private Haushalte eine Rendite von 0,50 Prozent pro Quartal. Niederländische Anleger erreichten mit 0,57 Prozent eine etwas höhere Wertentwicklung; davon sind etwa 0,04 Prozentpunkte dem Provisionsverbot zuzuschreiben, die verbleibende Differenz beruht auf länderspezifischen Faktoren. Im Vereinigten Königreich lag die Portfoliorendite deutlich niedriger (0,33 Prozent). Ein Grund für das schwache Abschneiden könnte die wirtschaftliche Unsicherheit durch den Brexit sein. In jedem Falle kann ein Großteil der Renditeunterschiede mit anderen Faktoren als dem Provisionsverbot erklärt werden. Statistisch gesprochen kann auf den üblichen Signifikanzniveaus nicht ausgeschlossen werden, dass der geschätzte Effekt null ist. Provisionsverbote beeinflussen die Portfoliorenditen also nicht.

Unser Ansatz hebt sich von den meisten anderen Veröffentlichungen zu diesem Thema ab, da der Effekt eines Provisionsverbots von anderen Einflüssen auf die Portfoliorendite isoliert wird. Wir kontrollieren dabei sowohl für länderspezifische Faktoren – wie Unterschiede im Finanzsystem, bei der Risikobereitschaft oder im Investitionsverhalten – als auch für zeitspezifische Faktoren, vor allem die Marktentwicklung. Formal werden also „country-fixed effects“ und „time-fixed effects“ in der Regression berücksichtigt. Diese Herangehensweise steht zum Beispiel im Gegensatz zum Vorgehen der EU-Kommission bei ihrer Folgenabschätzung zur Kleinanlegerstrategie. Dort werden kaum Ländervergleiche mit Kontrollvariablen genutzt. Damit bleibt unklar, ob die beobachteten Entwicklungen tatsächlich durch ein Provisionsverbot oder andere Faktoren verursacht wurden.

Wir haben auch alternative Modell-Spezifikationen getestet, um die Robustheit unserer Ergebnisse zu testen. Alle Varianten bestätigten unsere Erkenntnisse. Erstens haben wir den Effekt eines Verbots berechnet, wenn Bankeinlagen aus den Portfolios ausgeschlossen werden (Zeile 2). Dadurch werden mögliche Verfälschungen des Effekts durch nicht provisionierte Einlagen sowie Veränderungen in der Risikobereitschaft der Haushalte minimiert. In einer weiteren Spezifikation besteht das Portfolio nur aus Investmentfondsanteilen (Zeile 3). Die Auswirkungen eines Provisionsverbots auf

Auswirkungen eines Provisionsverbots auf die Quartalsrendite nach Modellvariante

Modellvariante	Geschätzter Effekt	Standardfehler
(1) Ausgangsmodell	0,04%	0,498%
(2) Einlagen aus Portfolio ausgeschlossen	0,02%	0,586%
(3) Portfolio enthält nur Fondsanteile	-0,31%	0,816%
(4) Provisionsverbot für unabhängige Vermittler	-0,17%	0,373%

3 Dabei handelt es sich um – trotz sorgfältiger Berechnung – um mit Unsicherheit behaftete Schätzungen (siehe Anhang).

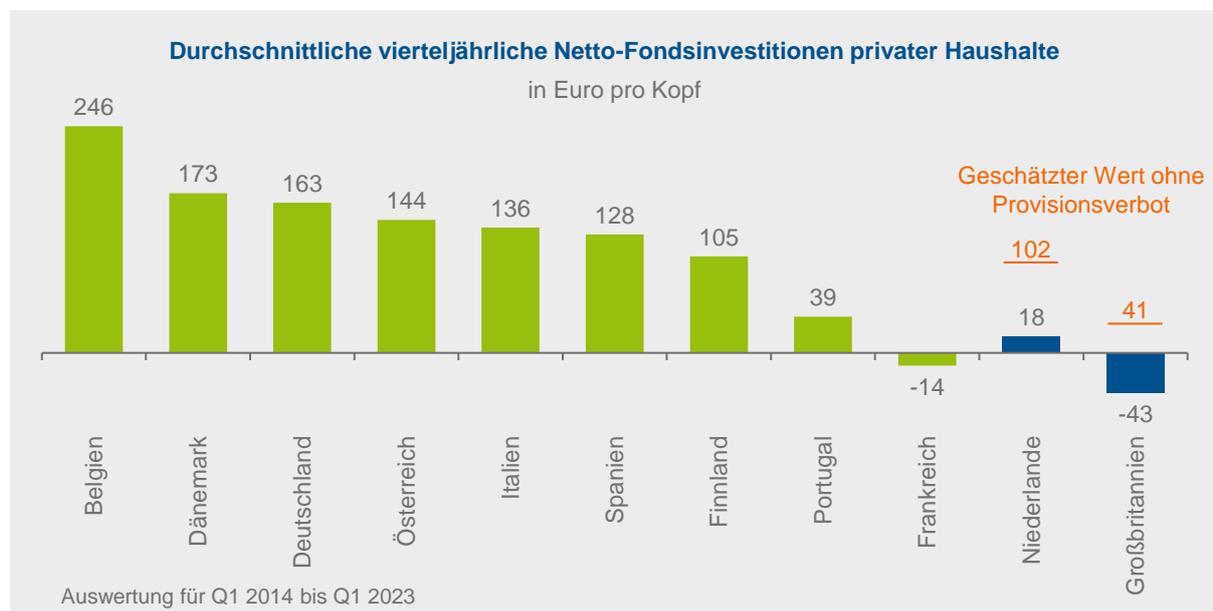
Investmentfonds sollten besonders groß sein, da Fondskäufe privater Anleger oft in Zusammenhang mit einer Provisionsberatung stehen. Außerdem berücksichtigten wir Finnland und Dänemark ab 2005 bzw. 2017 als Länder mit Provisionsverbot, als diese ein Verbot für unabhängige Vermittler einführten (Zeile 4). Bei keiner dieser Spezifikation veränderte sich die Kernaussage: Der Effekt auf die Portfoliorendite lag zwischen -0,31 und +0,02 Prozent – und keiner der Koeffizienten ist auf den üblichen Signifikanzniveaus statistisch signifikant verschieden von Null.

Ein Provisionsverbot in der EU würde also die Portfoliorendite privater Haushalte wahrscheinlich nicht erhöhen. Das ist insofern überraschend, als Anlageprodukte mit geringeren Vertriebskosten naturgemäß im Durchschnitt eine bessere Wertentwicklung erzielen sollten. Für das Phänomen trotzdem unveränderter Renditen gibt es einige, teilweise zusammenhängende, Erklärungen: (1) Die Vertriebskosten werden bei einem Provisionsverbot nicht reduziert, sondern nur separat entrichtet. (2) Die Anlageentscheidungen mit provisionsbasierter Beratung sind nicht „unterdurchschnittlich schlecht oder übermäßig risikobehaftet“, wie von der EU-Kommission behauptet. (3) Durch ein Provisionsverbot verändert sich die Zusammensetzung der Portfolios nachteilig, was den Nutzen geringerer Kosten aufwiegt. Ursache könnte ein „advice gap“ sein, d. h. es kommt zu einer Abkehr von Kleinanlegern von den Kapitalmärkten, weil sie nicht bereit sind, vorab für eine Beratung zu zahlen oder sich eigenständig mit ihren Investitionsentscheidungen zu befassen.

Rückgang der Netto-Investitionen in Fonds nach Einführung von Provisionsverboten

Als ersten Schritt zur Analyse von Veränderungen in der Portfolioallokation betrachten wir die Netto-Anlagen in Investmentfonds. Sollten sich Provisionen nachteilig auf die Investitionsbereitschaft der Anleger und ihr Vertrauen in die Finanzberatung auswirken, müsste die Geldvermögensbildung über Fonds nach einem Verbot steigen. Wie haben sich die Netto-Mittelzuflüsse privater Haushalte in Investmentfonds in den Niederlanden und dem Vereinigten Königreich entwickelt? Dazu analysieren wir Quartalsdaten für 1999 bis 2023 und berücksichtigen wiederum Konstanten für einzelne Länder und Quartale als Kontrollvariablen, um den Effekt der Verbote zu isolieren. Zum einfacheren Vergleich zwischen den einzelnen Ländern geben wir alle Netto-Investitionen als Pro-Kopf-Werte auf Basis der jeweiligen Bevölkerung über 14 Jahre an.

Tatsächlich hat sich das Investitionsverhalten privater Anleger verändert – allerdings anders, als von der EU-Kommission vermutet: Infolge der Provisionsverbote investiert jeder Einwohner durchschnittlich 84 Euro weniger in Fonds. Dieser Rückgang ist so stark, dass das Ergebnis wirtschaftlich und statistisch signifikant ist, also ein Zufallsergebnis weitgehend ausgeschlossen werden kann.



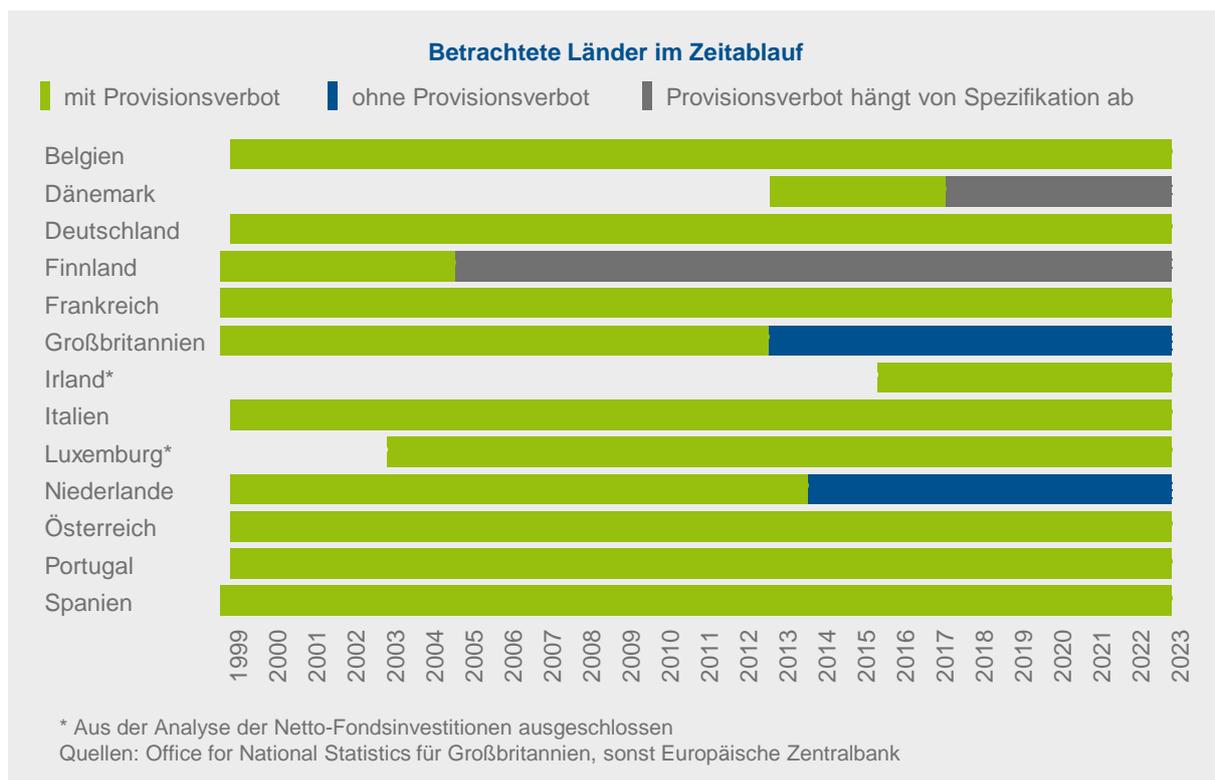
Die Grafik zeigt die durchschnittlichen Netto-Investitionen in Fonds pro Kopf im Zeitraum 2014 bis 2023. In den Niederlanden hat der durchschnittliche Anleger lediglich Fondsanteile im Wert von 18 Euro pro Quartal erworben. Im Vereinigten Königreich verkauften private Haushalte sogar Fondsanteile im Wert von 43 Euro pro Quartal. In Ländern ohne Verbot lagen die Netto-Fondsinvestitionen dagegen deutlich höher. In Deutschland, Österreich und Italien waren es jeweils etwa 150 Euro pro Quartal, in Belgien sogar 246 Euro. Dabei ist jedoch zu beachten, dass Fondskäufe in den Niederlanden und Großbritannien auch ohne ein Provisionsverbot (bedingt durch länderspezifische Faktoren) nur moderat gewesen wären. Dennoch hätte die Kapitalmarkteteiligung ohne ein Verbot immerhin auf dem Niveau von Ländern wie Finnland und Portugal gelegen.

Die Auswertung der Mittelzuflüsse von Fonds deutet daher darauf hin, dass etwaige Renditevorteile aus geringeren Fondskosten durch höhere Investitionen in weniger ertragsreiche Finanzprodukte aufgewogen werden. Das stellt in Frage, ob ein Provisionsverbot tatsächlich über eine (1) „höhere Qualität der Beratung [...] dazu beitragen könnte, die Zurückhaltung mancher Haushalte zu überwinden, die sich über Risiken Sorgen machen“ sowie (2) über die „Verfügbarkeit von kosteneffizienteren Produkten [...] einige der Haushalte überzeugen könnte, die wegen zu geringer Renditen von Investitionen abgesehen haben“. Die Entwicklung in den beiden Ländern mit Verbot legt vielmehr nahe, dass Anleger von Investitionen in Fonds (und vermutlich anderen Kapitalmarktprodukten) abgehalten würden.

Anhang: Definitionen und Modelle

Stichprobe und Provisionsverbote

Die Analyse umfasst 13 westeuropäische Länder von 1999 bis 2023. Die beiden Fondshubs (Irland und Luxemburg) haben wir bei Betrachtung der Auswirkungen auf den Netto-Erwerb von Fondsanteilen nicht berücksichtigt. Die hohen Schwankungen beim Netto-Mittelaufkommen sind mutmaßlich auf andere Ursachen als tatsächliches Privatanlegergeschäft zurückzuführen. Zu den Ländern mit Provisionsverbot zählen wir die Niederlande (seit Q1 2014) und das Vereinigte Königreich (seit Q1 2013). In alternativen Spezifikationen erweitern wir diesen Kreis um Finnland (ab 2005) und Dänemark (ab 2017), wo ein Provisionsverbot für unabhängige Vermittler eingeführt wurde.



Finanzielles Vermögen

Wir betrachten das finanzielle Vermögen privater Haushalte und privater Organisationen ohne Erwerbszweck (wie Sportvereine oder Stiftungen). Unser Ausgangsportfolio enthält folgende Anlageinstrumente: Bankeinlagen (ohne Bargeld), Schuldverschreibungen (z. B. Anleihen), Aktien, Fonds sowie Versicherungen und Ansprüche an Alterssicherungssysteme. Alle Daten stammen von der EZB bzw. dem ONS für Großbritannien. Alle Werte sind in Euro, falls nötig, erfolgte eine Umrechnung zum jeweilig gültigen EZB-Referenzsatz am Periodenende.

Portfoliorendite

Wir definieren die Portfoliorendite als prozentuale Veränderung der finanziellen Vermögenswerte zwischen den jeweiligen Quartalen, welche nicht durch finanzielle Transaktionen (also dem Erwerb und Verkauf von Vermögenswerten) erklärt werden kann. Annahmegemäß erfolgen alle Transaktionen am Quartalsende:

$$Rendite_{\text{Quartal}} = \ln \left(\frac{\text{Finanzielle Vermögenswerte}_{\text{Quartal}} - \text{Finanzielle Transaktionen}_{\text{Quartal}}}{\text{Finanzielle Vermögenswerte}_{\text{Quartal-1}}} \right)$$

dabei beschreibt *Quartal* die Periode. Beispiel: Für das vierte Quartal 2022 betrachteten wir die Vermögenswerte per 31. Dezember 2022 und subtrahieren die Netto-Finanztransaktionen im Quartal. Das Ergebnis wird anschließend durch den Bestand an finanziellen Vermögenswerten per 30. September 2022 dividiert. Die Verteilung der Renditen in unserer Stichprobe spiegelt das konservative Anlageverhalten europäischer Haushalte wider: mehr als 80 Prozent der beobachteten Quartalsrenditen liegen zwischen -3 und +3 Prozent.



Netto-Investitionen in Fonds

Für die vierteljährlichen Investitionen von privaten Haushalten (und Organisationen ohne Erwerbszweck) in Fonds berechnen wir pro-Kopf-Werte auf Basis der Bevölkerung über 14 Jahren. Für die Länder der EU nutzen wir Bevölkerungsdaten von Eurostat. In weniger als 5 Prozent fehlten einzelne Werte, diese wurden interpoliert. Für das Vereinigte Königreich sind nur jährliche Daten verfügbar. Diese haben wir unter der Annahme eines unterjährigen linearen Trends für Quartale interpoliert. Zusätzlich haben wir die Zeitreihe von Q1 2022 bis Q1 2023 auf Basis der Wachstumsrate aus der offiziellen Bevölkerungsschätzung fortgeschrieben. Die Formel für die Netto-Fondsinvestitionen ist:

$$\text{Netto-Fondsinvestitionen pro Kopf}_{\text{Quartal}} = \frac{\text{Netto-Fondsinvestitionen}_{\text{Quartal}}}{\text{Geschätzte Bevölkerung über 14 Jahre}_{\text{Quartal}}}$$

Unsere Modelle

Um die Auswirkungen von Provisionsverboten auf die vierteljährlichen Portfoliorenditen und Netto-Fondsinvestitionen zu schätzen, nutzen wir eine lineare Regression (Kleinste-Quadrate-Schätzer). Wir berücksichtigen dabei drei Arten erklärender Variablen:

- „Country-fixed effects“ für länderspezifische Effekte, die über Zeit konstant sind. Das sind zum Beispiel nationale ökonomische oder politische Besonderheiten und die Investitionsneigung der jeweiligen Bevölkerung. Insbesondere fallen darunter auch Unterschiede zwischen den Altersvorsorgesystemen.
- „Time-fixed effects“, die in einem bestimmten Quartal alle Länder in ähnlicher Weise betreffen. Dazu zählen vor allem die Entwicklung an den Finanzmärkten, wie zum Beispiel die Aktienmarktrendite.
- Ein Provisionsverbot (falls vorhanden).

Daraus ergibt sich folgende ökonometrische Gleichung für die beiden linearen Regressionen:

$$\text{Portfoliorendite}_{\text{Land, Quartal}} = \alpha_{\text{Land}} + \beta_{\text{Quartal}} + \gamma \cdot \text{Provisionsverbot}_{\text{Land, Quartal}} + \varepsilon_{\text{Land, Quartal}}$$

$$\text{Netto-Fondsinvestitionen pro Kopf}_{\text{Land, Quartal}} = \alpha_{\text{Land}} + \beta_{\text{Quartal}} + \gamma \cdot \text{Provisionsverbot}_{\text{Land, Quartal}} + \varepsilon_{\text{Land, Quartal}}$$

Ziel der Regression ist, das unerklärte Residual (ε) zu minimieren. Ergebnis ist ein geschätzter Einfluss für jede Variable (Koeffizient). Der Effekt eines Provisionsverbot beläuft sich in unserem Ausgangsmodell auf eine Steigerung der Rendite um 0,04 Prozent und einen Rückgang der Netto-Fondsinvestitionen um 84 Euro pro Kopf. Wir berechnen außerdem alternative Spezifikationen, unter anderem mit zusätzlichen Kontrollvariablen. Die Tabelle unten enthält die Kernergebnisse für die wichtigsten Alternativmodelle. Koeffizienten, die signifikant verschieden von null sind, werden dabei mit einem (oder mehreren) Sternchen gekennzeichnet.

	Rendite (in Prozent)				Netto-Fondsinvestitionen (in EUR pro Kopf)	
Einfluss eines Provisionsverbots (Standardfehler)	+0,045 (0,498)	+0,022 (0,586)	-0,314 (0,816)	-0,169 (0,373)	-84,02*** (22,58)	-53,43** (20,87)
Portfolio	mit Einlagen	ohne Einlagen	nur Fonds	mit Einlagen	nur Fonds	nur Fonds
Länder mit Provisionsverbot	NL, GB	NL, GB	NL, GB	NL, GB, FI, DK	NL, GB	NL, GB, FI, DK
Beobachtungen	1.115	1.115	1.115	1.115	1.005	1.005
Korrigiertes R²	0,444	0,479	0,292	0,444	0,359	0,356

Anmerkungen: Gegenüber Heteroskedastizität robuste Standardfehler; * p-Wert<0,1, ** p-Wert<0,05, *** p-Wert<0,01

Hinweis

Diese Studie stellt den derzeitigen Stand unserer Arbeit dar. Für Kommentare und Verbesserungsverschlage sind wir dankbar. Um weitere Forschung zu dieser wichtigen Frage für den Vertrieb von Finanzprodukten in Europa zu fördern, stellen wir unsere Daten, die Methodik und den verwendeten Code gerne auf Anfrage zur Verfügung.

Kontakt

jan.simanovski@bvi.de
+49 69 15 40 90 237

markus.michel@bvi.de
+49 69 15 40 90 242