



Bild Bloomberg/Frank Polich

# Blick in die Anlegerseele

Basieren unsere Anlageentscheide auf fundamentalen Analysen, oder handeln wir zu häufig aus dem Bauch heraus? Können wir aus unserer Tätigkeit etwas lernen? Diese Fragen bedürfen einer Antwort, wofür die Erkenntnisse der Behavioral Finance herangezogen werden können.

Die letzte Manifestation einer Massenhysterie an den Börsen war die Internet-Blase, ein dramatisches Beispiel dafür, dass Börsenkurse in Höhen steigen können, in denen die Bewertung jeglicher Rationalität entbehrt. Die Beweise für die Unzulänglichkeit der orthodoxen – auf der Rationalität der Akteure basierenden – Theorie werden heute etwas euphemistisch als Anomalien bezeichnet, also Beobachtungen, die mit effizienten Märkten nicht vereinbar sind und im Wider-

spruch dazu stehen. Es gibt inzwischen eine Vielzahl solcher Anomalien, die zeigen, dass Märkte als Gesamtergebnis individueller Handlungen sehr wohl in ihrer Gesamtheit irrational sein können.

## Verzerrte Risikowahrnehmung

Noch eindeutiger kommt in vielen Experimenten und Beobachtungen zum Ausdruck, dass Individuen sich in manch einer Situation höchst irrational verhal-

ten. Eine vom Autor durchgeführte Studie unter Schweizer Anlegern zeigt beispielweise eine völlig verzerrte Risikowahrnehmung. Schweizer Blue-Chip-Titeln wird das gleiche Risikoempfinden entgegengebracht wie amerikanischen Obligationen erstklassiger Schuldner. Fonds aus Schweizer Aktien werden als gleich risikoarm wie Inlandobligationen erstklassiger Schuldner wahrgenommen.

Diese Resultate erstaunen, belegen sie doch eine deutliche Risikounter-schätzung bei Inlandanlagen und eine Risikoüberschätzung bei ausländischen Instrumenten. Eine nicht erkannte Risikoquelle in Form eines systematischen Klumpenrisikos ist ferner durch die zu geringe Diversifikation des durchschnitt-



lichen Privatkundenportfolios gegeben: Im Schnitt werden Aktien von drei Unternehmen gehalten. Dies stellt ein wesentliches Klumpenrisiko dar, wenn man die deutliche Heimmarktorientierung hinzunimmt: Schweizer Anleger investieren drei Viertel ihres Portfolios in heimische Papiere. Diese Resultate stimmen nachdenklich. Engagements in

Aktien, die in unmittelbarer Nähe des Aktionärs beheimatet sind, suggerieren anscheinend Sicherheit und Kontrollierbarkeit, die aber nachweislich unfundiert sind. Eine breite Diversifikation wäre zum Schutz vor unliebsamen Überraschungen geeigneter als die vermeintlich beruhigende geografische Nähe. Weitere bekannte Anomalien im

menschlichen Verhalten sind im Textkasten aufgelistet.

Wie lassen sich die Erkenntnisse der Behavioral Finance in Anlagestrategien ummünzen? Grundsätzlich hat der Investor in Märkten, die in hohem Masse von psychologischen Elementen beeinflusst werden, zwei Möglichkeiten, damit umzugehen: Entweder er nutzt diese Effekte zu seinem Vorteil aus, oder er immunisiert sich dagegen. Die massenpsychologischen Phänomene auszunutzen versucht zum Beispiel die Contrarian-Strategie. Sie beruht auf der Einsicht, dass Märkte häufig übertreiben. Der Ansatz ist somit, Aktien zu kaufen, die deutlich verloren haben, und solche zu verkaufen, die massiv im Wert gestiegen sind. Die Grundhaltung, die der Anleger einnimmt, ist eine zum Markt konträre Meinung.

Das Problem dieser Strategie – abgesehen davon, dass der Investor eine solide psychische Grundverfassung mitbringen sollte – ist allerdings, dass sie Ausdauer erfordert, da der Markt längere Zeit eine konträre Meinung halten kann und man damit riskiert, insolvent zu werden, bevor sich die eigene Einschätzung bewahrt. Gemäss Studien ist das Contrarian-Konzept eine der wenigen systematisch erfolgversprechenden Strategien.

## Behavioral Finance

Behavioral Finance ist ein Forschungsansatz, der versucht, das Geschehen auf den Finanzmärkten unter Einbeziehung der spezifischen menschlichen Verhaltensweisen zu erklären. Dabei werden neben ökonomischen Aspekten explizit auch Methoden und Erkenntnisse der Psychologie und der Soziologie berücksichtigt.

### Gambler's Fallacy

Fragt man Roulettespieler, welche Farbe nach zehn Mal Rot fallen werde, antworten sie typischerweise mit Schwarz. Dieses Verhalten, also die Meinung, nach einer Serie der einen Farbe sei die andere Farbe zu erwarten, wird als Gambler's Fallacy (des Spielers Trugschluss) bezeichnet. Menschen glauben, eine solch lange Serie sei nicht repräsentativ für den zugrundeliegenden Zufallsprozess.

### Overconfidence

Das Phänomen besteht, wenn Menschen sich ihrer Entscheidung sicher sind, obwohl sie nur wenig Kenntnis über die Sachlage besitzen. In den USA wurde eine Studie durchgeführt, in deren Rahmen Autofahrer ihr Fahrkönnen einschätzen sollten. Dabei nahmen 82% der Befragten an, dass sie zu den besten 30% gehören. Die meisten Investoren versuchen, mit ihrer Anlagestrategie das Allerschwierigste zu erreichen, nämlich diejenigen Aktien auszuwählen, die in der Zukunft eine überdurchschnittliche Rendite erreichen werden. Das ist wahrlich eine sehr schwierige Aufgabe, und gerade bei solch schwierigen Aufgaben zeigt sich eine besondere Neigung zu übersteigertem Selbstvertrauen (Overconfidence). Selbst wenn eingestanden wird, dass man den Markt nicht schlagen kann, sagen sich viele Anleger, dass das selbstredend für alle anderen gelte, nicht aber für sie selbst.

### Kontrollillusion

Menschen glauben oft, mehr Kontrolle über zufällige Ereignisse zu haben, als es tatsächlich der Fall ist – insbesondere in Situationen, die sie als bekannt ansehen oder in denen sie selbst aktiv werden können. So unterliegen Anleger, die ihre Aktiengeschäfte via Internet erledigen, diesem Effekt: Die auf dem Bildschirm zu Hause flimmernden Aktienkurse vermitteln den Eindruck, dass man die Börse nun im Griff hat. Das ist eine Illusion. Studien zeigen, dass gerade Online-Anleger eine schlechtere Rendite erzielen als der Durchschnitt der Investoren.

### Prospekttheorie

Eine der wichtigsten Erkenntnisse der Behavioral Finance: Die Freude über einen Gewinn von 100 Fr. entspricht nicht der Enttäuschung über einen Verlust von 100 Fr. Verluste werden fast doppelt so schmerzhaft empfunden, wie Gewinne glücksbringend sind. Diese Erkenntnis ist aus Sicht der klassischen Erwartungsnutzentheorie revolutionär.

## Stimmungsindikatoren

Ein anderer Ansatz besteht darin, die Marktstimmung zu erfassen. Stimmungsindikatoren gelten als Frühwarnzeichen für Veränderungen der Marktstimmung. Wer also eine Methode zur Hand hat, mit der sich ein Stimmungsumschwung sehr früh feststellen lässt, kann daraus Profit schlagen. Hierzu kann zum Beispiel das Volumen an den Derivatmärkten herangezogen werden, oder es werden spezifische Indizes anhand der Nachrichtenlage oder anhand von Anlegerbefragungen konstruiert. Einige Akteure arbeiten an Systemen, die es ermöglichen, sehr schnell zu erkennen, wo auf der Welt gerade eine neue Nachricht aufgetaucht ist, die sich, wie ein Virus, schnell verbreitet und somit anzeigt, dass sie von grosser Bedeutung sein könnte.

Eine Immunisierung gegen psychologische Beeinflussung erreicht man hin-



gegen, indem die Kauf- und Verkaufsaufträge direkt von computerisierten Handelssystemen ausgelöst werden, die anhand programmierter Formeln mechanisch Anlagestrategien umsetzen und sich somit jeglicher menschlicher Stimmungslage entziehen (algorithmisches Trading).

### Der Mensch als «Problemfaktor»

Diese Strategie war in den vergangenen Jahren bei Hedge Funds und Investmentbanken besonders beliebt. Allerdings hat sie sich während der Börsenturbulenzen der letzten Wochen nicht immer so entwickelt wie gewünscht. Auch wenn die Verluste inzwischen zum Teil aufgeholt worden sind, steht fest, dass auch diese Strategie ihre Schwächen hat: Die Modelle sind nur so gut, wie sie programmiert wurden. Wieder ist also der Mensch auf eine gewisse Art der «Problemfaktor». Ist es nun leicht

oder schwer, durch unsere Handlungen einen Erfolg zu erreichen? Wir armen Investoren: Gerade unsere Handlungen machen es uns so schwer, einen Investorfolg zu erringen. Unsere Beeinflussbarkeit ist gerade das Problem. Unser grösster Feind sind wir selbst.

Rückblickend betrachtet ist es häufig erschreckend, wie leichtfertig und unüberlegt Anleger Aktiengeschäfte eingehen. Wie schnell erliegt man den in der Kunst der intellektuellen Verführung geübten Medien und lässt sich von Titelschlagzeilen und Expertenmeinungen täuschen. Neue Nachrichten nehmen wir sofort zum Anlass, unsere vermeintlich gefestigte Meinung umzustossen, ohne dabei die Gesamtinformationslage zu beachten.

Manchmal vergessen wir, wie wertlos einige der Informationen sein müssten, da sie doch von Tausenden von Investoren schon gelesen wurden und

sich demnach bereits in den Aktienkursen spiegeln. Wie häufig trifft man Anlageentscheide aus dem Bauch heraus, obwohl man so viel Zeit in die minutiöse Informationssuche gesteckt hat. Die Entscheidung fällt dann oftmals nicht für die Aktie, die man eigentlich aus rationaler Sicht hätte kaufen sollen, sondern für diejenige, die uns aus einer Laune heraus anspricht.

### Heikle Spontanentscheide

Die Leichtigkeit des Seins als Anleger zeigt sich beispielsweise daran, dass 20% der Schweizer vor allem aus einem spielerischen Reiz heraus an der Börse handeln. Menschen haben eine Spielermentalität: Irgendetwas motiviert uns immer wieder, Risiken einzugehen – indem wir spielen oder Unternehmer werden. Oder an die Börse gehen. Und diesem Reiz können wir uns schwer

Anzeige



## GREY GOOSE®

### World's Best Tasting Vodka

**GREY GOOSE** ist ein besonderer Vodka, kreiert in der französischen Region Cognac. Feinste natürliche Zutaten und höchste Qualität zeichnen diesen Superpremium Vodka aus und verleihen ihm den aussergewöhnlichen, einzigartigen Geschmack.

**GREY GOOSE** basiert auf der ausgewogenen Komposition von Weizen und reinem Quellwasser, welches durch die Kalksteine der Region Champagne natürlich gereinigt wird. Für die erlesene Qualität, den exzellenten Geschmack und den milden Abgang wurde dieser elegante Vodka international mehrfach ausgezeichnet und prämiert. Und das ist

**GREY GOOSE: World's Best Tasting Vodka.**



Imported and distributed by Bacardi-Martini (Schweiz) AG, 8032 Zürich.  
[www.bacardi-martini.ch](http://www.bacardi-martini.ch) – Enjoy Responsibly.

widersetzen. Menschen leben von und mit Emotionen, und die Börse verspricht emotionale Feuerwerke.

Unsere Psyche trickst uns in diesem emotionalen Umfeld häufig aus. Warnungen werden oft ausgeblendet oder aber sogar im Sinne der eigenen Entscheidungen umgedeutet, oder man verfällt einem Wunschdenken. Der Weg zum Erfolg führt über die Analyse der eigenen Psyche. Statt viel Zeit in die Ak-

tienanalyse zu stecken und dann doch die falschen Anlageentscheide zu fällen, sollte man vielmehr systematisch beobachten, welche psychologischen Muster sich jeweils abspielen, wenn man Aktien kauft oder verkauft. Mache ich immer die gleichen Fehler? Lasse ich mich immer von der gleichen Art von Investments (von der Highflyer-Aktie, dem Turnaround-Kandidaten, dem unbekanntem Small-Cap-Titel, dem Warrant,

der nur noch 5 Rp. wert ist, etc.) überzeugen? Börsenpsychologie beginnt beim Anleger selbst. Dies gilt sowohl für Private als auch für die sogenannten Profis. Nur wem es gelingt, die eigenen psychologischen Schwächen zu analysieren, der wird den ersten Schritt auf dem langen Weg machen, ein besserer Anleger zu werden.

**Teodoro D. Cocca**, Swiss Banking Institute  
der Universität Zürich