

**NACHGEFRAGT:
THORSTEN HENS**



Thorsten Hens ist Professor für Finanzmarktökonomie an der Universität Zürich.

„Sich Grenzen setzen und einhalten!“

Hilft die Verhaltensforschung dabei, die Börse zu erklären?
Sie liefert keine Erklärung für das komplette Börsengeschehen. Ich jedenfalls würde mein Geld nicht auf jede Anlageanomalie privater Investoren setzen.
Sind denn nur die Privatanleger betroffen?

Nein. Auch institutionelle haben Angst hinter ihre Konkurrenten zurückzufallen, weil sie sich ja gegenüber ihren Kunden rechtfertigen müssen. Wenn im Falle einer spekulativen Blase etwa die Herde losstampft, laufen am Ende alle mit - jedoch aus unterschiedlichen Motiven.

In Boom-Phasen scheinen die Anleger kollektiv den Kopf zu verlieren. Wieso fallen immer wieder fast alle auf eine Börsenblase herein?

Wir hatten etwa zehn Blasen in den letzten 200 Jahren. Die Muster sind die gleichen. Am Anfang steht ein als unvergleichlich eingeschätztes Ereignis - wie die Erfindung des Internets. Erst springen die Profis auf, dann die Kleinanleger. Zum Schluss kommen die, die nicht mehr wissen, was die Kurse treibt, die nur noch selbst von dem Gedanken getrieben werden, wie viel Geld sie verdient hätten, wenn sie vor einem Jahr eingestiegen wären.

Und wann platzt die Blase?
Man muss sich das wie ein Schneeballsystem vorstellen. Wer sich engagiert, hofft, dass andere nach ihm einsteigen. Aber irgendwann ist der Pool erschöpft und keine Kurssteigerung mehr da. Denn die Erwartungen wurden nicht von den Unternehmensgewinnen geschaffen, sondern von den Hoffnungen auf immer mehr Einsteiger.

Steigt der kluge Anleger aus, wenn Lieschen Müller sich für die Börse zu interessieren beginnt?

Klug wäre das. Aber dann verzichtet er eben auch manchmal auf die 20 bis 30 Prozent Rendite, die der Einstieg der Kleinanleger erst einmal bringt.

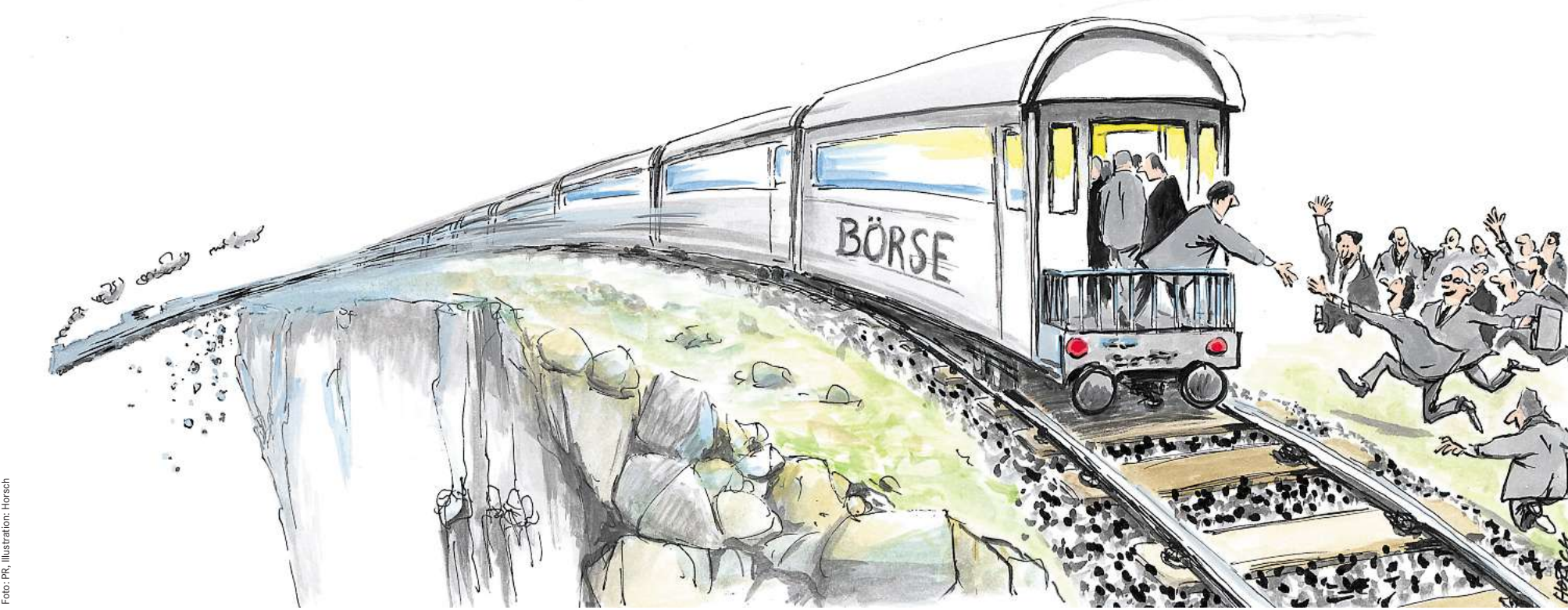
Wie kann der Anleger sonst von der Kenntnis dieser psychologischen Fallen profitieren?

Indem er sich selbst Grenzen setzt und sich daran hält. Während sich der Kleinanleger höchstens selbst kontrollieren kann, versuchen Hedge-Fonds, aktiv von Markt-Trends zu profitieren. Sie bauen darauf, dass die Marktteilnehmer aus der Vergangenheit auf die Zukunft schließen, spüren Marktimpulse auf und spekulieren darauf, dass diese noch kurzfristig weiter wirken.

Was hilft der Blick auf die Kursgrafik?

Charts haben eine ähnliche Aufgabe wie die Medien. Sie signalisieren, was die anderen schon wissen. Wie eine unserer Umfragen ergeben hat, schauen Anleger als erstes auf den Chart, wenn sie ein Gerücht hören - um herauszufinden, ob die anderen auch daran glauben.

Die Fragen stellte Carolyn Braun.



Der gefährliche Zug der Börse

Die Verhaltensforschung erklärt, wieso Anleger zum falschen Zeitpunkt ein- und aussteigen

CAROLYN BRAUN

HANDELSBLATT, 15. 10. 2004
DÜSSELDORF

Menschen handeln nicht immer rational. Und auch Anleger sind Menschen. Überspitzt formuliert ist das die Grundannahme der Behavioral Finance, einer jungen Wissenschaft, die die Verhaltensforschung auf das Börsengeschehen anwendet. „An der Börse Geld zu verdienen, erfordert Disziplin“, sagt Joachim Goldberg vom Frankfurter Finanzdienstleister Cognitrend. „Die meisten Anleger maximieren an der Börse aber nicht ihren Gewinn, sondern ihr Wohlbefinden.“ Und so fällt es ihnen schwer, gegen den Trend zu handeln. „Denn dem Anleger droht nicht nur der mögliche finanzielle Verlust, er verliert auch sein Gesicht, wenn er sich anders als die Masse entscheidet“, erläutert Goldberg.

hat.“ So führt eine systematische Überbewertung nicht zwangsläufig zu einer Gegenbewegung, sondern kann durchaus lange anhalten. So dauerte der holländische Tulpenboom 18 Monate. Die teuerste Tulpe kostete auf dem Höhepunkt 5 500 Gulden - das entspricht heute etwa 530 000 Euro.

Anleger, die sich allein an den grundlegenden ökonomischen Daten orientieren, sind dann schon längst ausgestiegen. Die anderen stecken sich gegenseitig mit ihrer Begeisterung an - ein sich selbst verstärkender Trend.

Das Problem: Das Erkennen eines Herdentriebs ist nur schwer in Geld umzumünzen. Sicherlich - wenn die Mitfahrer in der U-Bahn den Aktienblätter lesen, wenn die Boulevard-Zeitungen mit Börsentipps aufmachen, wenn Menschen sich für Dividendenpapiere interessieren, die damit bislang überhaupt nichts im Sinn hatten, ist es vielleicht höchste Zeit auszusteigen. Dennoch „ist es schwer vorauszusehen, wann sich die Herde dreht“, sagt Heidorn - also wann die Blase platzt.

Andere Phänomene, die die Behavioral Finance analysiert, sind durchaus zu Geld zu machen - wenn der Anleger es schafft, sein Verhalten zu kontrollieren. So schmerzen der Prospekt-Theorie von Daniel Kahnemann und Amos Tversky zufolge Verluste etwa zweieinhalb mal so stark wie Gewinne erfreuen. Was dazu führt, dass Investoren an Verlusten zu lange festhalten, in der Hoffnung, dass es bald wieder aufwärts geht - und Gewinne zu früh realisieren, weil sie befürchten, dass der Kurs demnächst wieder sinken könnte (siehe Grafik).

Denn der typische Anleger sieht die Kursentwicklung in der Regel relativ zum Einstiegskurs. Der Frankfurter Professor Heidorn hat mit Tindaro Siragusano, dem Leiter der Abteilung Model Trading bei der Hypo-Vereinsbank (HVB) ein Modell entwickelt, das diese Erkenntnis für das Verhalten am Devisenmarkt umsetzt und mittlerweile von der HVB eingesetzt wird. Es hilft, Fehlentscheidungen schnell und emotionslos zurückzunehmen. „Das ist der Unterschied zwischen einem guten und einem schlechten Anleger“, sagt Heidorn. „Der gute Anleger trifft keine besseren Entscheidungen, aber er korrigiert seine schlechten schneller.“

Bestimmte Fehler sollte man aber gar nicht erst machen. Das CFA Institute, ein Verband von Finanzexperten, befragte vor kurzem ausgewählte Mitglieder nach den häufigsten und kostspieligsten Fehlern, die sie bei Privatanlegern beobachtet ha-

ben - und stellte fest, dass Anleger häufig ohne eine klare Anlagestrategie investieren oder sogar blind auf vermeintliche Insiderinformationen vertrauen (siehe „Irren ist teuer“).

Davon sind vor allem diejenigen Investoren betroffen, die sich selbst für Experten halten. „Jemand, der von vornherein akzeptiert hat, dass er nichts von Finanzen versteht, überschätzt sich nicht“, sagt Schie-

reck von der European Business School. Auch der institutionelle Investor handelt im Gegensatz zum selbst ernannten Profi nur rational, weil ihn bestehende Limits im Zaum halten.

Der typische Investor

Gedanken eines Anlegers



Ein guter Anleger trifft keine besseren Entscheidungen, aber er korrigiert seine schlechten schneller.

Die spektakulären Crashes der Vergangenheit haben immer wieder gezeigt, was passiert, wenn Anleger wie die Lemminge der Herde hinterherlaufen - von der Tulpenmanie im 17. Jahrhundert in Holland bis zum Crash der New Economy im Jahr 2000 (siehe „Historische Blasen“). „Alle 40, 50 Jahre rufen Marktteilnehmer und Journalisten eine neue Ära aus“, sagt Dirk Schiereck, Professor für Bank- und Finanzmanagement an der European Business School (EBS) in Oestrich-Winkel. Dann heißt es, die allgemein anerkannten Gesetzmäßigkeiten hätten ihre Berechtigung verloren - und die Märkte geraten völlig aus dem Gleichgewicht. „Der Generation, die das erlebt, passiert so etwas nicht wieder“, sagt Schiereck. „Die nächste aber scheint die Erfahrung selbst machen zu müssen.“

Und dennoch ist es selten sinnvoll, sich gegen den Herdentrieb zu stemmen. Gerade bei der Aktienanlage sei es sehr schwer, einem Papier seinen fundamentalen Wert zuzuordnen, sagt Thomas Heidorn, Professor für Bankbetriebslehre an der Hochschule für Bankwirtschaft in Frankfurt. „Schließlich gibt es bei Aktien im Gegensatz zu Anleihen keinen Endzeitpunkt, an dem man sehen kann, wer nun Recht gehabt

Irren ist teuer: Die zehn häufigsten Fehler von Privatanlegern

- **Keine Anlagestrategie:** Viele Anleger haben keine klare Vorstellung davon, wie viel Risiko und Volatilität sie für ihre Ziele in Kauf nehmen wollen.
- **Einzelaktien statt Diversifikation:** Wer sein Risiko nicht genügend streut, ist den Schwankungen einzelner Wertpapiere oder Sektoren ausgesetzt.
- **Aktien statt Unternehmen:** Anleger sollten die Fundamentaldaten von Unternehmen und Branche analysieren, nicht nur die aktuelle Kursentwicklung betrachten haben.
- **Hoch kaufen:** Anleger fällen ihre Entscheidungen ausschließlich auf Grund vergangener Entwicklungen.
- **Verluste anhäufen:** Viele scheuen sich, ein Papier zu verkaufen - und hoffen oft vergeblich, die Verluste wieder gut machen.
- **Ständiges Umschichten der Anlagen:** Allzu häufiges Kaufen und Verkaufen zehrt die Anlagerendite auf.
- **Anlagen auf Grund von „Tipps“ und „Werbesprüchen“:** Was man selbst gehört hat, haben viele andere auch schon gehört - und ist wahrscheinlich schon eingepreist.
- **Zu hohe Ausgaben für Gebühren und Provisionen:** Viele Privatanleger informieren sich nicht ausreichend über die Gebührenstruktur ihres Finanzdienstleisters.
- **Entscheidungsfindung durch Steuervermeidung:** Nicht unbedingt bis zum Ablauf der einjährigen Spekulationsfrist halten, nur um von einer niedrigeren Kapitalertragssteuer zu profitieren!
- **Unrealistische Erwartungen:** Anleger, denen es an Geduld mangelt, gehen übermäßige Risiken ein.
- **Vernachlässigung:** Viele private Investoren überprüfen ihre Positionen nicht regelmäßig.
- **Unkenntnis der wahren Risikotoleranz:** Es gibt keine risikofreien Investments. Jeder sollte sich überlegen, wie er mit einem realen Vermögensverlust umgehen würde.

ANLEGER-AKADEMIE: Aktienmärkte



Seit Januar treten viele Aktienindizes auf der Stelle. Wann ist diese Phase der Stagnation vorbei? In dieser Serie werden Perspektiven der einzelnen Marktsegmente und das Wichtigste rund um die Börse vorgestellt.

Diese Folge (5): Börse und Psychologie - wie viel Einfluss hat der Bauch auf Anlageentscheidungen? Die Behavioral-Finance-Wissenschaft erklärt das Börsengeschehen mit Hilfe der Verhaltensforschung.

Nächste Woche lesen Sie: Was Sie tun müssen, um bestens für Ihr Alter vorzusorgen.

Historische Blasen

Die Tulpenspekulation: In der Zeit von 1634 bis 1637 schossen die Preise für Tulpenzwiebeln in Holland von 400 Gulden auf bis zu 5 500 Gulden. Sogar ein Terminmarkt für die Knollen entstand. Im Februar 1637 kam dann der Kollaps: Die Preise fielen teilweise unter 400 Gulden.

The South Sea Bubble: 1720 traumatisierte England ein spektakulärer Börsencrash. Die Aktie der South Sea Company stieg von 128 Pfund im Januar auf 1 000 Pfund im August, um im September wieder bei 150 Pfund zu liegen. Die Aussichten auf den lukrativen Handel mit Südamerika verlockten die Anleger zur Spekulation.

Der „schwarze Freitag“: Der Aktiencrash von 1929 war Mitauslöser der bislang schwersten Weltwirtschaftskrise. Zwischen 1924 und 1929 hatte sich der Dow Jones mehr als verdreifacht - bis am 25. Oktober 1929 die Stimmung drehte.

Jetzt neu!
Der Activest TotalReturn Wachstum, die dynamischere Variante des erfolgreichen Activest Lux TotalReturn.

www.activest.com oder Tel. 01803/76 77 78*

Eine aktive Fondsgesellschaft begrenzt nur Ihr Risiko, nicht Ihre Rendite: Der Activest TotalReturn Wachstum.

Die aktive Fondsgesellschaft.

Activest

Activest TotalReturn Wachstum - WKN AOCAS0 ISIN LU0191070787
Aufflegende Fondsgesellschaft: Activest Investmentgesellschaft Luxemburg S.A.
Verkaufsprospekte bei Activest oder Ihrem Anlageberater.
*9 Cent je angefangene 60 Sekunden bei Inlandsgesprächen aus dem Festnetz der Deutschen Telekom (Stand 09/2004).
Ein Unternehmen der HVB Group