

# Behavioural Finance

Wenn Gefühle  
die Märkte  
steuern

... FEHLER # 1

... SIE TREFFEN IHRE ENTSCHEIDUNGEN ANHAND VON INFORMATIONEN, DIE SIE IM KOPF HABEN, STATT ANHAND JENER, DIE SIE WIRKLICH BENÖTIGEN ...

... FEHLER # 2

... SIE GEBEN INFORMATIONEN DEN VORZUG, DIE IHRE AUSGANGSHYPOTHESE BESTÄTIGEN, STATT DENJENIGEN, DIE SIE WIDERLEGEN ...

**... FEHLER # 3**

... SIE ZIEHEN ES VOR, EINE BESTIMMTE SUMME NICHT ZU GEWINNEN, STATT SIE ZU VERLIEREN ...

**... FEHLER # 4**

... SIE ZIEHEN ES VOR, WENIG AUF SICHERE WEISE STATT VIEL MIT EINEM RISIKO ZU GEWINNEN ...

**... FEHLER # 5**

... SIE MESSEN DEN INVESTITIONEN ZU GROSSE BEDEUTUNG ZU UND SCHIEBEN ENTSCHEIDUNGEN HINAUS, DIE SOFORT GETROFFEN WERDEN SOLLTEN...

**... FEHLER # 6**

... SIE MESSEN DEN INFORMATIONEN ZU GROSSE BEDEUTUNG ZU UND INVESTIEREN VORSCHNELL ...

**«Ein Zürcher und ein Lausanner Unternehmen enträtseln die irrationalen Aspekte des Anlegerverhaltens. So verhelfen sie Investoren zu mehr Erfolg.»** Martine Brocard

Der vernünftige Anleger ist nicht einfach vernunftgesteuert. Vielmehr werden seine Entscheidungen von zahlreichen unterschiedlichen Faktoren beeinflusst: Zahlen und deren Interpretation, Gefühle und deren Wahrnehmung, Personen und die Beziehungen zu ihnen. Das beweisen mehrere Experimente, die den Glauben an den rein rational agierenden «homo oeconomicus» erschüttert haben.

## Investoren verlieren lieber gemeinsam, als dass sie alleine Recht behalten.

Der klassische Anleger hat Angst vor Verlusten. Ein Versuch hat gezeigt: Die meisten Menschen akzeptieren zwar grundsätzlich das Risiko, 100 Franken zu verlieren. Aber das nur dann, wenn ihm die Aussicht auf einen Gewinn von 200 bis 300 Franken gegenübersteht, also zwei bis drei Mal mehr als der mögliche Verlust. Dies gilt übrigens auch dann, wenn die Chancen auf Gewinn oder Verlust 50:50 stehen. Ausserdem ziehen es offenbar viele Investoren vor, mit anderen gemeinsam zu verlieren, als alleine Recht zu behalten. Andere wiederum überschätzen ihre Fähigkeit, das eigene Investment erfolgreich zu managen.

Diese Art der Entscheidungsfindung, die der Idee des «homo oeconomicus» zuwiderläuft, kennt viele Formen und ist unter anderem als psychological bias bekannt, also eine psychologische Neigung oder Voreingenommenheit. Unter diesen irrationalen Einflüssen handeln so viele Investoren, dass

sie sich auf den Märkten in Form von überbewerteten Aktien, von verschmähten Gewinnmitnahmen oder von gefährlichen Kursblasen bemerkbar machen.

Die Behavioural Finance (zu deutsch: verhaltensorientierte Finanzlehre), die in den 60er Jahren entstand, befasst sich mit diesen Voreingenommenheiten und Marktanomalien. Von einem Exotendasein hat sie sich zu einer anerkannten wirtschaftswissenschaftlichen Disziplin entwickelt. Einer ihrer Wegbereiter, der Forscher Daniel Kahnemann, wurde 2002 mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnet.

In der Schweiz gibt es zwei auf Behavioural Finance spezialisierte Unternehmen: die Behavioural Finance Solutions, eine Spin-Off des Swiss Banking Institute der Universität Zürich, und Quanteviour, ein Beratungsunternehmen in Lausanne. Allerdings verfolgen die beiden einen unterschiedlichen Ansatz.

«Wir wollen dem Anleger dabei helfen, seine Gefühle besser zu kontrollieren und seine emotionalen Faktoren zu beherrschen, indem wir uns die Erfahrungen der Psychologie und der Verhaltensökonomik zunutze machen», erklärt Enrico De Giorgi. Er ist Assistenzprofessor für Finanzwissenschaften an der Universität Lugano und für Mathematik an der Universität St. Gallen sowie Partner von Behavioural Finance Solutions. Das Unternehmen listet auf ihrer Website die zehn häufigsten Anlegerfehler auf. Dazu gehört etwa die mentale Fixierung, die dazu führt, dass man sich für eine Entscheidung auf vermeint-

lich wichtige Zahlen oder Ereignisse verlässt, auch wenn diese für einen bestimmten Fall nicht relevant sind. Ein Faktor ist auch der Herdentrieb. Er verführt die Anleger dazu, das Verhalten anderer Investoren nachzuahmen, weil er sich in der Gruppe sicherer fühlt. Bekannt ist auch die Reaktivitätsverweigerung. Diese äussert sich darin, dass man Informationen ausblendet, welche eigene Überzeugungen in Frage stellen könnten.

«Wir haben den Risk Profiler entwickelt, ein Instrument, das zwei detaillierte, an den jeweiligen Investor angepasste Fragebögen umfasst. Damit können wir die allfälligen Voreingenommenheiten jedes einzelnen Anlegers bestimmen und seinen Begriff von Risiko verstehen, um ihm dann einen optimalen Investmentvorschlag zu machen», sagt Enrico De Giorgi. Für jemanden mit hoher Risikoscheu (risk aversion) werden das eher Obligationen sein. Bei bei Personen, die eher bereit sind, einen Verlust zu riskieren um mehr zu gewinnen, wird ein höherer Anteil an Aktien empfohlen. «Uns ist es sehr wichtig, dass wir dem Kunden ein ganz klares Feedback über sein persönliches Risikoprofil geben. Wenn er versteht, weshalb wir ihm ein bestimmtes Vorgehen empfehlen, wird er in einer schwierigen Marktsituation besser reagieren können.»

Behavioural Finance Solutions berät die Investoren nicht direkt, sondern verkauft ihr Modell und ihre Beratung an Fondsmanager. Zu ihren Kunden gehören die UBS, die Credit Suisse und die Deutsche Bank.

Quanteviour in der Romandie versucht eher «die Trends zu nutzen, die durch psychologische Effekte entstehen», wie Gründungspartner Nicolas Barile erklärt. Das Unternehmen zählt Vermögensverwalter und institutionelle Anleger wie Pensionskassen, Versicherungen und Kleinbanken zu seinen Kunden. «Wir befassen uns nicht mit den emotionalen Faktoren der Entscheidungsfindung und auch nicht mit ihren Ursachen», sagt Barile, «vielmehr versuchen wir Verhaltensmuster zu erkennen, die aus der Vergangenheit bekannt sind, um uns von diesen Voreingenommenheiten möglichst zu befreien.»

Dazu analysiert das Unternehmen quantitativ alle seit etwa fünfzehn Jahren für die Derivatmärkte vorliegenden Daten (insbesondere das Anlegerverhalten). Quanteviour hat ein Modell entwickelt, mit dem der «psychologische Zustand des Marktes qualifiziert» werden kann. «Die Logik der Analyse erlaubt uns ein klares Verständnis einer euphorischen oder einer pessimistischen Situation, deren Folgen sich systematisch reproduzieren. Sind die Anleger bei einer bestimmten Aktie euphorisch, können mit der Zeit nicht mehr ausreichend gute Nachrichten gemeldet werden, so dass sich der Trend umkehrt. Ohne diese Euphorie wäre er dagegen stabil geblieben.»

## Wenn alle über das gleiche Thema reden und alle der gleichen Meinung sind, dann hat der Zyklus sein Ende erreicht.

Quanteviour bietet unter anderem ein Abonnement für eine strategische Quartalsanalyse mit einer Vielfalt von Daten an, darunter auch verhaltensökonomische Daten. Zu dem Abonnement gehören auch E-Mail-Alerts. «Anfang Okto-



Daniel Kahneman (links) erhielt 2002 den Wirtschafts-Nobelpreis für seine Forschungen auf dem Gebiet der Verhaltensökonomik.

ber haben wir ein behavioural warning herausgegeben, weil sich die entsprechenden Parameter verschlechtert hatten. Die Märkte waren in eine Euphoriezone geraten», erklärt Barile, «das bedeutete in diesem Fall, dass die Zinsen nicht mehr den eingegangenen Risiken entsprachen.» Das Unternehmen möchte sein Modell mit einer systematischen Analyse der Finanzmarktanalysten und der Medien noch verfeinern. «Sie unterliegen den gleichen emotionalen Faktoren wie die Anleger. Wenn alle über das gleiche Thema reden und alle der gleichen Meinung sind, hat der Zyklus sein Ende erreicht.»

Nicolas Barile und Enrico De Giorgi sind überzeugt, dass Behavioural Finance eine grosse Zukunft vor sich hat. De Giorgi zitiert dazu einen weiteren Pionier des Fachs, den US-amerikanischen Professor Richard Thaler: «In nicht allzu ferner Zukunft wird der Begriff Behavioural Finance als Pleonasmus gelten. – Welches Finanzverhalten soll es denn sonst noch geben?» ▲

[www.bhfs.ch/TheBhFSWay.aspx](http://www.bhfs.ch/TheBhFSWay.aspx)

## Selbstüberschätzung – typisch Mann?

Die Behavioural Finance definiert typische psychologische Neigungen (Biases), die den Anleger daran hindern können, rational zu entscheiden. Der kognitive Bias entsteht durch eine fehlerhafte Interpretation verfügbarer Informationen, der emotionale Bias aus Gefühlen wie Angst, Bewunderung, Stolz u.ä., der soziale Bias aufgrund unserer Beziehungen zu anderen Menschen. Noch sind Untersuchungen zum kulturellen Bias im Gang, während das Vorhandensein eines geschlechtsspezifischen oder gender Bias schon nachgewiesen wurde.

Zu den Letzteren gehört die Selbstüberschätzung: Man verlässt sich zu sehr auf erhaltene Informationen und reagiert sofort darauf. Das führt dazu, dass der Anleger sehr viele Transaktionen vornimmt. Da die Bank jede Transaktion berechnet, kann dieses Vorgehen mehr kosten als es einbringt. Mehrere Studien haben gezeigt, dass dieser Bias eine Schwäche vor allem des starken Geschlechts ist.