

Der BhFS-Weg: Anlageberatung aus Psychologischer Sicht

Psychologisches Risikomanagement: Management der Psychologie und Bestimmung des psychologisch richtigen Risikomasses

Jeder Anleger weiss, dass man ohne Risiken einzugehen keine ansprechenden Renditen erzielen kann. Ein modernes Risikomanagement soll deshalb ermöglichen, durch Diversifikation und Absicherungsstrategien, das Risiko ertragbar zu halten. Die Psychologische Risikoforschung deckt zwei Typen von Fehlern im Risikomanagement bei Privatanlegern auf. Einerseits zeigt sie, in welche psychologischen Fallen Anleger hineintappen, wodurch sie unnötig hohes Risiko tragen. Andererseits ermittelt die psychologische Forschung, welche Art Risiken Anleger scheuen. Hierdurch wird verhindert, dass nur solche Risiken gemanagt werden, die die Anleger nicht kümmern während die aus Sicht der Anleger wichtigen Risiken auf das Portfolio durchschlagen.

Die Zehn häufigsten Anlegerfallen

1. **„Aufgeschoben ist aufgehoben“**

Viele Anleger meinen, investieren sei eine sehr anspruchsvolle Aufgabe und schieben diese immer wieder hinaus. Zuerst auf das nächste Mal, dann auf das übernächste Mal – bis ihnen bewusst wird, dass ihnen ein Grossteil der möglichen Rendite entgangen ist, weil sie sich nie die Zeit genommen haben, sich mit Anlageentscheiden zu befassen.

2. **„Ich traue mir das zu“**

Haben sich die Aktien ein paar Jahre lang gut entwickelt, wagen sich viele Anleger wieder an die Börse. Der Blick auf die ansehnlichen Renditen führt jedoch dazu, dass nicht wenige ihre Risikotoleranz überschätzen: Sie haben vergessen, welche Nerven es braucht, um auch in schlechten Aktienjahren investiert zu bleiben. Das böse Erwachen erfolgt früher oder später unweigerlich.

3. **„Der Titel war letztes Mal der Beste“**

Menschen sind „adaptive Lerner“, besagt die Psychologie. In der Praxis heisst das: Falls wir mit etwas Erfolg hatten, sind wir geneigt, es zu wiederholen. Nur bei Misserfolg ändern wir unser Verhalten. Leider ist dieses Prinzip an den Finanzmärkten nicht vielversprechend. Wer immer mit der Masse geht und die Anlagen hält, die bisher erfolgreich waren, hat meist geringe Gewinnchancen und ist gerade dann nicht dabei, wenn diese am grössten sind. Auch wenn uns dies bei unserem angeborenen „Herdentrieb“ schwer fällt: Erfolgreiche Anleger wie der amerikanische Börsenguru Warren Buffet verhalten sich antizyklisch und rennen nicht mit der Herde.

4. **„Die Kurse sagen alles“**

Zu analysieren, wie sich die Kurse von Anlagen bisher bewegt haben, kann faszinierend sein – besonders gewinnbringend sind diese Anstrengungen allerdings nicht: Die Kursbewegungen allein enthalten keine verwertbaren Informationen, wie zahlreiche wissenschaftliche Studien nachgewiesen haben. Das Studium der Kurse verleitet einen hingegen dazu, vorschnell an Trends zu glauben und zu früh aus profitablen Anlagen auszusteigen, da man glaubt, „das Ende“ sei nah.

5. **„Immer am Ball bleiben“**

Die psychologische Forschung zeigt: Je häufiger man sich über die Entwicklung einer risikobehafteten Anlage informiert, desto weniger ist man geneigt, in sie zu investieren. Denn eine risikobehaftete Anlage bewegt sich nicht nur aufwärts. Nun ist es aber so, dass Verluste psychologisch mehr schmerzen als Gewinne einen freuen. Jene, die zu häufig auf die Kurse schauen, verkraften deshalb die unabdingbaren Schwankungen nicht. Sie übersehen, dass die Wahrscheinlichkeit, auf den Finanzmärkten einen Verlust zu erleiden mit dem Anlagehorizont abnimmt. Deswegen entgeht ihnen ein Grossteil der langfristigen Rendite.

6. **„Der seltsame Charme der Verlierer“**

Privatanleger neigen dazu, Kursgewinne zu früh zu realisieren und Verluste auszusitzen. Haben sie eine Anlageentscheid einmal getroffen, tätigen sie die Folgeentscheidungen nicht mit Blick in die Zukunft, sondern mit Blick zurück in die Vergangenheit. Nach einem Gewinn steigen sie aus und sind stolz, den anfangs getroffenen Anlageentscheid als tolle Leistung vorweisen zu können. Umgekehrt im Fall eines Verlust. Um nicht als Verlierer dazustehen, warten Anleger hier ab, in der Hoffnung, die Anlage könne sich erholen.

7. **„Glitzer und Glamour“**

Spannende Geschichten verkaufen sich besser als langweilige. Das gilt an den Finanzmärkten genauso wie in den Medien. Anleger investieren lieber in „spannende“ Ideen – also beispielsweise in faszinierende neue Technologien – als in altbekannte. Langfristig zeigt sich jedoch, dass rein ökonomisch betrachtet die „langweiligen Geschichten“ respektive die bewährten soliden Anlagen die ertragreicheren sind. Dieses Phänomen, die so genannte Value-Anomalie, ist in der Wissenschaft seit mehr als hundert Jahren bekannt und kann in fast allen Regionen dieser Welt nachgewiesen werden.

8. **„Besser 3 gute als 100 schlechte Aktien“**

So sinnvoll obige Aussage klingt: Wissenschaftlich gesehen ist sie falsch. Eine breite Diversifikation zahlt sich aus. Da es enorm schwierig ist, zu erraten, welche Aktien oder Anlagefonds künftig gut und welche schlecht abschneiden werden, ist es vernünftig, die Risiken zu streuen. Viele Studien zeigen jedoch, dass Privatanleger viel zu wenig diversifiziert sind. Sie misstrauen zudem Anlagen aus anderen Ländern und beschränken sich zu stark auf den Heimmarkt – womit sie auf einen Grossteil der Renditechancen verzichten.

9. „Vom Winde verweht“

Viele Anleger sind der Überzeugung, sie könnten den Anlageprozess selbst steuern. Dies führt jedoch oft dazu, dass sich Anleger ohne klare Strategie wie eine Fahne im Wind hin und her bewegen. Sie schichten ihr Portfolio zu oft um, wobei beim Kauf und Verkauf von Wertpapieren meist Gebühren anfallen. Die können zwar gut sein für die Bank – aber: „Hin und Her macht die Taschen leer“.

10. „Ich hab´s ja gleich gewusst“

Zwar heisst es im Volksmund, durch Schaden werde man klug. Aber dies trifft längst nicht immer zu, im Gegenteil: Wenn man einen finanziellen Misserfolg erleidet, so ist eine natürliche Reaktion, zu vergessen, warum man falsch investiert war. Im Nachhinein sagt sich zwar so mancher, er habe eigentlich schon zuvor die richtige Lösung gewusst - sie jedoch aus irgendeinem „dummen Grund“ nicht weiter verfolgt. Dieses verbreitete Phänomen des Verdrängens hindert uns, aus Fehlern zu lernen.

Risiko aus Psychologischer Sicht

Ist es also so, wie Benjamin Graham schon in den zwanziger Jahren des vorherigen Jahrhunderts sagte: „*The investor`s chief problem and even his worst enemy is likely to be himself.*“? Nicht nur! Denn zu den psychologischen Fallen kommt noch hinzu, dass manches Risikomanagement darauf aufgebaut ist, die für den Anleger falschen Risiken zu kontrollieren. Das seit Harry Markowitz im Jahre 1952 gebräuchliche Risikomaß im Risikomanagement, die Volatilität, ist für viele Anleger ziemlich ungeeignet. Die Volatilität misst die mittlere quadratische Abweichung einer Zufallsvariablen um ihren Mittelwert. Die Volatilität ist nur dann ein geeignetes Risikomaß, wenn alle Anlageformen Renditen erzielen, die dem statistischen Modell der Normalverteilung folgen. Diese Annahme ist für die meisten Anlageklassen (Obligationen, Aktien) ein schlechte Annäherung und sie ist sogar für alternative Anlagen (Commodities, Hedge Funds, Real Estate) falsch. Dies führt dazu, dass eine Allokation von alternativen Anlagen auf der Basis der Volatilität für die meisten Anleger zu hoch ist, da die hierdurch getragenen Extremrisiken unterschätzt werden.

Welche Alternative zur Volatilität hat die psychologische Risikoforschung entwickelt? Zunächst betont die psychologische Risikoforschung, dass Anleger mit ihrem Portfolio meist ein konkretes Anlageziel verfolgen. Wird dieses Ziel verfehlt, empfinden sie es als Verlust. Jede Rendite über diesem Ziel ist ein Gewinn. Im Gegensatz zur Volatilität empfinden Anleger Gewinne und Verluste aber nicht symmetrisch. Die meisten Anleger reagieren mehr als doppelt so stark auf Verluste wie auf Gewinne. Ein Verlust von 100`000 CHF zum Beispiel ist psychologisch erst dann wieder kompensiert, wenn mindestens 200`000 CHF gewonnen wurden. Das heißt zum Beispiel, dass ohne konkretes Anlageziel die meisten Anleger bereit relativ viel für den Schutz ihres Kapitals auszugeben. Auf dieser Beobachtung basieren die heute weit verbreiteten strukturierten Produkte mit Kapitalschutz. Aus psychologischer Sicht ist Verlustaversion wichtiger als eine

Aversion gegen Volatilität, welche in der Fachsprache weiterhin Risikoaversion heisst. Kahneman und Tversky sagen sogar, dass Anleger im Verlustbereich teilweise risikofreudig sein können. D.h. bevor man sich damit begnügt, einen sicheren Verlust zu erleiden, erhöht man das Risiko um noch die Chance zu haben, aus der Verlustzone herauszukommen.

Eine weitere wichtige Konsequenz der Verlustaversion ist, dass bei mittleren Verlusten aus psychologischer Sicht die Höhe des Verlustes weniger stark zählt als die Wahrscheinlichkeit des Verlustes. Für extrem verlustaverse Anleger führt diese Einsicht auf das Risikomanagement Prinzip von Roy zurück, welches mit „Safety First“ umschrieben werden kann. Zu jeder Zielrendite wird die Wahrscheinlichkeit des Verlustes minimiert. Falls, auf der anderen Seite, ein Anleger keine klare Zielrendite hat und mit jeder Performancesteigerung gleichmäßig zufrieden ist, wie es bei der konstanten Risikoaversion der Fall ist, so führt die psychologische Risikoforschung auf das Markowitz Kriterium der Volatilitätsminimierung zurück. Die psychologische Risikoforschung bietet also ein breites Spektrum an Risikoverhalten, das das Safety First Prinzip und das Prinzip von Markowitz als Randfälle mit einschließt. In ihrem Zentrum wägt sie die Verlustaversion gegen die Risikoaversion ab. Die psychologische Risikoforschung erlaubt es, der Vielfalt der Anleger gerecht zu werden.

Anlegen mit System

Das A und O beim Investieren ist systematisch vorzugehen. Die Anlageberatung muss die Risikofähigkeit, die Risikopräferenzen und die Risikowahrnehmung der Anleger zunächst sauber ermitteln und hierbei einen Risikobegriff zugrunde legen, der psychologisch begründet ist. Hierbei ist ein Risikofragebogen unerlässlich. Er ermittelt nicht nur die Ausgangslage des Kunden, sondern er kann als Mittel dazu dienen, den Kunden mit den Trade-offs die die Finanzmärkte bieten besser vertraut zu machen. Da ein und derselbe Kunden typischerweise verschiedene Anlageziele hat, bietet es sich an, die Anlagen nach diesen Zielen zu strukturieren. Das Resultat des Fragebogens muss dann in eine Anlagestrategie münden, die langfristig betrachtet den Risikocharakteristika des Anlegers entspricht. Schliesslich muss die Anlagestrategie mit konkreten Titeln oder Fonds ausgefüllt werden mit denen sich die Anleger identifizieren können. Dies erhöht die Bindung an die Strategie, was vor allem in schwierigen Marktphasen sehr wichtig ist.

BhFS
Behavioural Finance Solutions GmbH
c/o University of Zurich
Plattenstrasse 32
8032 Zürich – Switzerland

Telefon: +41 (0)44 634 48 25
Website: www.bhfs.ch
Email: info@bhfs.ch