Psychofalle Börse

BÖRSENPSYCHOLOGIE Der Anleger ist an den Börsen heillos überfordert. Die gefährlichsten Fallen, die besten Überlebenstricks.

von **ERICH GERBL,** *Text, und* **FELICE BRUNO,** *Illustrationen*

Der Kernspintomograf hat das Gehirn virtuell in Scheiben geschnitten. Hell leuchten auf dem Bildschirm die besonders stark durchbluteten Areale auf. Während die Testperson in der Röhre einen fiktiven Crash an der Börse durchlebt, feuern im Striatum die Neuronen besonders stark. Dieses Gehirnareal wird bei unerwarteten Verlusten und Schmerz aktiviert. Die Behavioral Finance oder Börsenpsychologie ist in eine neue Phase eingetreten. Um die Entscheidungen der Anleger besser zu verstehen, schaut man ihnen jetzt direkt in das Gehirn.

Was die Forscher dort entdecken, ist aufschlussreich, macht Anlegern aber wenig Hoffnung. «Die Art und Weise, wie wir auf Finanzmärkten agieren, ist nicht natürlich. Wir können keinen unserer für die Natur angepassten Sinne gewinnbringend einsetzen», sagt Thorsten Hens, einer der führenden Behavioral-Finance-Experten der Schweiz. An der Börse fährt der Investor auf einer emotionalen Achterbahn. Dabei werden die evolutionär gesehen besonders alten Teile des Gehirns wie das Striatum aktiviert. Hens: «Wie sich kürzlich zeigte, entspringt sogar die Einschätzung, wie viel riskiert werden soll, einer Interaktion des Lust- mit dem Schmerzzentrum und damit dem limbischen System.» Die für Emotionen und Gefühle zuständigen Bereiche im limbischen System arbeiten unglaublich schnell, sind sehr mächtig und vom Anleger kaum zu kontrollieren. Das ist schon seit der Steinzeit so. Die neueren Areale in der Grosshirnrinde, die für Planung und Vernunft zuständig sind, kommen gegen das Feuerwerk im Kopf nicht an.

Für die Börse nicht geschaffen

«Der Mensch ist für den kognitiv-emotional äusserst anspruchsvollen Börsenhandel nicht geschaffen», meint Karl Kriechbaum, ein Wiener Neuropsychologe, der sich seit vielen Jahren mit der Börsenpsychologie beschäftigt und sein Wissen etwa dazu nützt, Fondsgesellschaften bei der Wahl und der psychoneuronalen Optimierung der Fondsmanager zu unterstützen.

Dass Geld zu Gefühlsausbrüchen führen kann, hat seinen Grund: «Mit Geld lassen sich zumindest vordergründig die meisten Bedürfnisse des Menschen befriedigen. Das ist in den menschlichen Antrieben mittlerweile fest verankert», sagt Kriechbaum. Gerade für Kleinanleger besteht die Gefahr, an den schwankenden Börsen von einem Gefühlsstrudel mitgerissen zu werden. An den Börsen gibt es extreme Ausschläge, die schnell Gefühle von Hoffnung zu Gier werden lassen können. Parallel dazu wächst die Angst, alles wieder zu verlieren. «Wenn man ins Gehirn schaut, sieht man, dass es nicht dafür entwickelt ist, das Auf und Ab der kognitiv-emotionalen Prozesse auszuhalten. Es entstehen massive Überreaktionen im psychoneuronalen System. Aus diesen entstehen schmerzhafte Verhaltensfehler», sagt Kriechbaum.

Rund 40 derartige Fehlverhalten oder Fallen, die sogenannten Bias, hat die Börsenpsychologie mittlerweile beschrieben. Grob lassen sie sich unterscheiden in ►

Confirmation Bias Anleger suchen nach Informationen, die ihre bereits bestehende Meinung bestätigen. Eine nie versiegende Quelle von möglichen Einschätzungen finden Anleger im World Wide Web. Entwicklungen, die gegen die eingeschlagene Strategie laufen, werden ignoriert. Die Sonne scheint, die aufziehenden Gewitterwolken werden ausgeblendet. Es können keine objektiven Entscheidungen mehr getroffen werden.

Herdenverhalten/Availability Beim Herdenverhalten treiben sich die Anleger vor sich her. Bewegt sich die Masse in eine Richtung, ist es psychologisch kaum möglich, in die andere Richtung zu laufen. Welche Investments konkret eingegangen werden, entscheidet die im Gehirn abrufbare und verfügbare Information, die Availability. Besonders oft entscheiden sich Anleger für Investments, über die regelmässig berichtet wird.

► emotionale, auch Hard Bias genannte Fehlverhalten aus den alten Regionen des Gehirns und kognitive, sogenannte Soft Bias, bei denen es sich mehr um Denkfehler handelt.

Anleger werden oft bereits durch ein Fehlverhalten in die Finanzmärkte gedrängt. Die Behavioral Finance nennt den Fehler «Herding» oder «Herdenverhalten». Je mehr Menschen im Umfeld von ihren Erfolgen an der Börse berichten, desto grösser wird der Druck, der Masse zu folgen. Weil die Märkte in solchen Phasen meist schon aufgebläht sind, sollten die Alarmglocken läuten. Doch sind die Angst, etwas zu verpassen, und die Gier auf Gewinne gross. «Die Macht der Masse ist eines der wirkungsvollsten psychologischen Phänomene. Wir sind trainiert, Herdentiere zu sein», sagt Hens.

Bei der Wahl des Investments wirkt das Availability-Bias auf den Anleger. Die verfügbare Information und das abrufbare Wissen beeinflussen die Entscheidung. So legen sich Anleger besonders gerne Investments, über die viel berichtet wird, ins Depot. Kein Marktbericht in Schweizer Zeitungen, in dem der Leitindex SMI nicht erwähnt wird, kaum ein Wirtschaftsteil kommt ohne Nestlé aus. Entsprechend oft sind Produkte auf den SMI und Nestlé-Aktien in den Schweizer Anlagedepots zu finden.

Der hohe Bekanntheitsgrad vermittelt ein Gefühl von Sicherheit. Anleger glauben, den Kursverlauf des Investments

ANZEIGE

besser einschätzen zu können. Doch nur weil etwas bekannter ist, ist die Chance auf Gewinne nicht unbedingt grösser.

Laut dem Mathematiker und Behavioral-Finance-Experten Enrico De Giorgi ist sogar das Gegenteil der Fall: Er verweist auf 179 Studien, in denen bestätigt wurde, dass Value-Aktien den sogenannten Glamour-Aktien überlegen sind. «Glamour-Aktien ziehen Aufmerksamkeit auf sich. Oft handelt es sich nur um kurzfristige Trends. Langfristig sind Glamour-Werte nicht so erfolgreich, wie man denkt», sagt der Universitätsprofessor.

Das Gesetz der kleinen Zahlen

Was in vielen Investments zum Tragen kommt, ist das Gesetz der kleinen Zahlen, eine Entdeckung von Daniel Kahneman, einem Star der Behavioral Finance, der 2002 als erster Psychologe mit dem Wirtschaftsnobelpreis ausgezeichnet wurde. Anleger glauben bereits nach wenigen aufeinanderfolgenden guten Börsentagen, dass ihr Modell repräsentativ sei. «Das ist natürlich falsch, es fehlt das statistische Fundament», sagt De Giorgi. Überhaupt haben Anleger laut dem Mathematiker oft grosse Schwierigkeiten, Wahrscheinlichkeiten zu verstehen.

Läuft es an der Börse vorübergehend in die richtige Richtung, tritt das «Confirmation Bias» ein. Für den Anleger bestätigt sich sein Modell. Er hält die Entwicklung nicht mehr für einen kurzfristigen Trend und kauft sogar zu.

Schritt für Schritt verfällt er einer Kontrollillusion. Er glaubt die Entwicklung an den Märkten mit Hilfe seines Wissens bestimmen zu können. «Was natürlich Quatsch ist, der Verlauf von Börsenkursen ist für Kleinanleger unkontrollierbar und nur Zufall», sagt Hens.

Weil Privatanleger in Hausse-Phasen oft spät einsteigen, lässt eine Korrektur meist nicht allzu lange auf sich warten. In dieser Phase setzt die Psyche dem Anleger besonders zu.

In der ersten Korrekturphase macht sich das Fehlverhalten des Konservativismus bemerkbar. Anleger glauben an eine kurzfristige Korrektur und blenden Signale, die gegen ihre Strategie sprechen, einfach aus. «Der Investor ist in dieser Phase nicht bereit, eine empirische Beobachtung, die seinem Modell widerspricht, ernst zu nehmen», sagt De Giorgi.

Besonders schwierig ist es für Anleger, wenn die dem Modell widersprechenden Signale nicht stark sind. Beispiele sind Megatrends, die kurzfristig nicht verstanden werden – etwa die zunehmende Überalterung. «Man erkennt die Signale nicht, obwohl sie statistisch relevant sind. Die Anleger ändern ihr Modell nicht, obwohl sie sollten», sagt De Giorgi. Das Gegenbeispiel sind starke, kurzfristige Signale wie etwa im Fall von Fukushima. Obwohl es sich um ein sehr seltenes Ereignis handelte, gab es in vielen Ländern starke Umwälzungen in der Energiepolitik.

Der häufigste Anlagefehler

In der Korrekturphase tritt der häufigste Anlagefehler auf: Investments, die in die falsche Richtung laufen, werden zu spät verkauft. Hintergrund ist die Verlustaversion oder der Dispositionseffekt. «Verluste rufen beim Menschen doppelt so starke Gefühle hervor wie Gewinne», erklärt Neuropsychologe Kriechbaum. Im Gehirn werden sogar ähnliche Areale aktiviert wie bei Schmerzen. Um den schmerzhaften Verlust zu umgehen, wird der Verkauf des missglückten Investments auf die lange Bank geschoben. Bis dahin sind es nur Buchverluste, die Verluste sind noch nicht realisiert und damit nicht real. «Es gibt sehr wenige, die bei Verlust verkaufen können, es ►

Psycho-Experten

Karl Kriechbaum
Laut dem Psychologen ist das Gehirn nicht für die Börse gebaut.

Thorsten Hens
Laut dem Ökonomen können wir keinen unserer Sinne gewinnbringend einsetzen.

Enrico De Giorgi
Laut dem Mathematiker verstehen viele Anleger Wahrscheinlichkeiten nicht.

Verluste rufen beim Menschen doppelt so starke Gefühle hervor wie Gewinne. Der Verkauf wird auf die lange Bank geschoben.

Fotos: KellenbergerKaminski, PR (2)

ANZEIGE

+283 %*

*ZUNAHME DER ANZAHL DER VERSICHERTEN IN 10 JAHREN.
UNSER GEHEIMNIS? TRANSPARENZ UND LEISTUNG.

copré
LA COLLECTIVE DE PRÉVOYANCE

0848 000 488 | www.copre.ch

Verlustaversion/Dispositionseffekt Ein Verlust von 1000 Franken löst doppelt so starke Gefühle aus wie ein Gewinn in derselben Höhe. Im Gehirn werden Verluste im selben Areal verarbeitet wie Schmerzen. Aus Angst vor dem schmerzhaften Verlust geben Anleger die Hoffnung nicht auf und zögern den Verkauf viel zu lange hinaus. Andererseits werden Gewinne aus Angst, sie wieder zu verlieren, viel zu früh realisiert.

► ist so schwer wie die Entscheidung, einen vergifteten Arm zu amputieren», sagt Psychologe Kriechbaum in Anlehnung an eine Weisheit des Börsen-Altmeisters André Kostolany. An und für sich ist der durchschnittliche Mensch wenig risikofreudig. Doch gerade wenn er verliert, steigert sich der Hang zum Risiko. Für die Börsengeschäfte meist ein katastrophales Timing.

Der Dispositionseffekt vergrössert nicht nur die Verluste, er schmälert auch die Gewinne: Weil bereits ein kleiner Profit das Belohnungszentrum aktiviert, lassen Kleinanleger die Gewinne nicht laufen, sondern nehmen sie schneller mit, als sie sollten. Den oft monatelangen Aufwärtstrends schaut der Investor dann

Quelle: Bloomberg ©BILANZ-Grafik

In den Köpfen der Anleger hat sich ein neues Modell festgesetzt. Die Ampel steht jetzt nicht mehr auf Grün, sondern Rot.

wehmütig hinterher. Gehen die Verluste weiter, sind Gewinne längst nicht mehr das Ziel. Es geht nur noch darum, den Einstiegspreis wieder zu erreichen und möglichst schadlos davonzukommen. Dabei setzt der Ankereffekt ein: Der Anleger gibt dem Einstiegskurs eine Bedeutung, die er für den Markt nicht hat. Für den Kursverlauf ist er daher irrelevant.

Laufen die Kurse weiter in die falsche Richtung, ist die Spannung zum Zerreissen gross. Im Anleger entsteht ein innerer Konflikt, die sogenannte Kognitive Dissonanz. Er ärgert sich über die Verluste und entwickelt Reuegefühle. Gleichzeitig hält er an seiner Position fest und sucht nach Gründen, die dies rechtfertigen. Im Internet lassen sich für viele noch so schlechte Aktien die entsprechenden Kaufargumente finden. Die eigene Meinung bestätigt zu bekommen, Kognitive Konsonanz, tut der Anlegerseele gut.

Geht der Verlust noch weiter, kommt der Punkt, an dem die Spannung unerträglich wird. Der Anleger nimmt die Schmerzen auf sich, verkauft und löst damit die Spannung.

Zu diesem Zeitpunkt hat sich im Kopf des Anlegers ein neues, dem vorhergehenden meist diametral entgegenstehendes Modell festgesetzt. «Jetzt steht die Ampel nicht mehr auf Grün, sondern Rot», sagt De Giorgi. Eine kurze Fortsetzung der Korrektur bestätigt die Richtigkeit der Entscheidung.

10

Franken sofort sind Anlegern lieber als 20 Franken in einer Woche. Dieses Verhalten fördert zu schnelle Gewinnmitnahmen.

Doch auch wenn sich das Donnerwetter an der Börse längst verzogen hat, hindert den Anleger wiederum sein Konservativismus an der Rückkehr. Er ist auch in dieser Phase nicht bereit, sein Modell zu ändern. Wieder werden nur Argumente aufgenommen, die der eigenen Theorie nicht widersprechen. «Es dauert meist recht lange, bis die Anleger nach Verlusten an die Börse zurückkommen. Die erste Erholungsphase, die das grösste Potenzial birgt, ist dann längst vorbei», sagt De Giorgi. Hat der Anleger die Lust an der Börse nicht verloren, beginnt das Spiel wieder von vorne.

Psycho-Fonds auf dem Markt

Es gibt einige Fonds, die das Geld ihrer Kunden mit Hilfe der Erkenntnisse der Behavioral Fi- ►

ANZEIGE

Overconfidence/Kontrollillusion Gewinne trüben die Urteilsfähigkeit der Anleger. Sie überschätzen sich und glauben, dass sie der breiten Masse überlegen sind. Im Übermut werden Aktien nachgekauft. Das Risiko pro Position steigt auf ein ungesundes Mass. Nach und nach unterliegt der Anleger der Kontrollillusion. Er glaubt, das Geschehen an den Börsen im Griff zu haben – was natürlich nicht der Fall ist.

► nance vermehren. LSV Asset Management, eine solche Gesellschaft, hat von 350 Kunden bereits 88 Milliarden Dollar eingesammelt. Auch die Pariser Capital Fund Management (CFM) ist mit der Psycho-Anlage erfolgreich unterwegs. Indirekt sind viele Fonds als Behavioral-Finance-Investoren aktiv. «Alle Fondsmanager, die eine Überrendite machen wollen, sei es durch Trendfolge oder Value-Ansätze, glauben nicht an effiziente Märkte und können sich so nicht auf die traditionelle Ökonomie berufen. Auf die eine oder andere Art setzen sie auf Behavioral Finance», erklärt Hens. Seine Studien zeigen, dass die Psychofallen einen Privatanleger jährlich vier bis sieben Prozent an Performance kosten.

«Gelingt es ihm, die Fehler wegzukriegen, ist sogar eine Überrendite möglich. Meist muss er dafür allerdings gegen den Strom schwimmen, was psychologisch eine der grössten Herausforderungen ist», sagt Hens. Bei der Fehlerkorrektur lasse sich in der Grosshirnrinde und im Stirnhirn ansetzen. «Manche Dinge hat man nach einer Stunde begriffen. Gefühle bleiben jedoch Gefühle», sagt Hens.

Wirkungsvolle Börsentricks

Auch wenn der Mensch an der Börse an sich überfordert ist, kann er sich mit einigen Tricks besser schlagen. Zur Verlustbegrenzung sind automatische Stop-Loss-Limits ein Muss. Der maximale Verlust pro Position sollte auf ein bis zwei Prozent des Depots begrenzt sein. Stress- und Kognitionstherapeut Kriechbaum rät zuallererst zur Entspannung. «Das bewusst-willentliche Stirnhirn arbeitet im Entspannungszustand am besten. Es ist dann in der Lage, ein Veto gegen destruktive unbewusste Antriebe und Emotionen einzulegen.»

Aber auch eine Optimierung hat nur begrenzte Chancen auf Erfolg. Wie die Hirnforschung zeigt, sind die Voraussetzungen für die Börse keineswegs gleich. «Wie die Gliedmassen können die Gehirne sehr unterschiedlich sein», sagt Hens. Nicht jeder Mensch habe das Zeug zum Börsenstar. In einem Gehirn sei das Angst-, in einem anderen das Lustzentrum besonders ausgeprägt.

Wichtig seien ausgeklügelte psychologische Tests, um sich besser einschätzen zu können. Ein Test, der sich von den in der Not entwickelten Standardtests abhebt, ist der Financial Personality Test der UBS. Hens arbeitet inzwischen aber an noch kreativeren Lösungen. Für ein Family Office eines Multimillionärs wird gerade ein viele Millionen Franken teurer Flugsimulator umgebaut. Mit Hilfe des Gerätes wird ein Crash an der Börse spürbar gemacht. Ein Feuerwerk im Gehirn ist garantiert. ■

ANZEIGE

Die Börse macht Sie reich.

Auch an Wissen.

BIS 4.11. MITSPIELEN UND GEWINNEN.

Investor-X. Das Börsenspiel der FuW mit 0% Risiko.

Investieren Sie in Ihr Wissen: Lernen Sie alles über das Handeln mit Wertpapieren und gewinnen Sie Preise im Gesamtwert von CHF 35 000
Jetzt unter **www.investor-x.ch**

FINANZ und WIRTSCHAFT

Hauptsponsor: Postfinance Co-Sponsoren: Schroders pro aurum