



FONDSVERTRIEB

DER INVESTMENTSPEZIALIST FÜR VERSICHERUNGSPARTNER

ANALYSEN & TRENDS ÜBERLISTE DICH SELBST.

OKTOBER 2010

Inhalt

Überliste Dich selbst!
Richtig investieren mit den Erkenntnissen der
„Behavioral Finance“ 3

Erkenne Dich selbst! 3

Summa Oeconomica 3

Das „Ich“ und sein Gehirn 5

Gehirn – Geld – Gewinn 6

Selbstüberschätzung (Hybris) 6

Heuristische Vereinfachung/
Informationsverarbeitung 9

Emotionen und Affekte 14

Soziales Verhalten 15

Überliste Dich selbst! 17

FondsEcke 20



ÜBERLISTE DICH SELBST! RICHTIG INVESTIEREN MIT DEN ERKENNTNISSEN DER „BEHAVIORAL FINANCE“

„Jeder Mensch ist ein Homo oeconomicus und entscheidet rein rational. Daraus ergeben sich effiziente Kapitalmärkte.“
Wirklich?

Erkenne Dich selbst!

Behavioral Finance – die verhaltenswissenschaftliche Finanztheorie – ist ein Denkansatz, der in der Kapitalanlage immer mehr Zuspruch erhält. Was aber steckt dahinter und wie lässt sie sich für Anleger nutzen?

Ihre Grundlagen bilden die Arbeiten von Daniel Kahneman und Amos Tversky, die mit ihrer „Neuen Erwartungstheorie“ (engl.: „Prospect Theory“) aus psychologischer Sicht eine Alternative zur bis dahin gängigen Annahme formulierten, dass der Mensch rein rational als „Homo oeconomicus“ entscheidet. Sie konnten Verhaltensmuster aufzeigen, die eben nicht rational erklärbar sind. Ihren Einzug in die Finanzwis-

senschaft dürfte die Prospect Theory mit Richard Thaler erhalten haben, der die Erkenntnisse von Kahneman und Tversky auf die Kapitalanlage anwendete, woraus dann die Behavioral Finance Theory entstand.

Die Grundaussage der Behavioral Finance lautet: Anleger neigen zu „Anomalien“, d. h. zu nicht rational begründbaren Verhaltensmustern oder Neigungen, die sich in ihren Anlageentscheidungen und damit in den Kursen der Wertpapiere und an den Börsen niederschlagen. Es gibt also keine rein rationalen Anlageentscheidungen, die – so die Gegenthese – zu effizienten Märkten führen. Im Gegenteil: Es kommt immer wieder zu Ineffizienzen.

Summa Oeconomica

- > Anleger sind auch nur Menschen. Ihre Entscheidungen sind nicht ausschließlich rational. Im Gegenteil.
- > Sie neigen zu typischen Verhaltensmustern, die sich in den Börsenkursen niederschlagen.
- > Die Verhaltensanomalien führen zu ineffizienten Märkten. Diese sind nicht nur ein Argument für das aktive Management, sondern lassen sich gezielt nutzen.
- > Wer sich selbst erkennt, kann sich selbst überlisten und bessere, d. h. rationalere Investitionsentscheidungen treffen.
- > Die Wissenschaft der Behavioral Finance liefert die Grundlagen für diese Selbsterkenntnis.

Einordnung der Behavioral Finance-Theorie

Die Verhaltensökonomik (engl.: „Behavioral Economics“) setzt sich mit irrationalem menschlichen Verhalten in wirtschaftlichen Situationen auseinander. Sie versucht vor allem, die Annahme des Homo oeconomicus, also des rational denkenden und handelnden Menschen aufzulösen. Das beobachtete Verhalten widerspricht in der Regel den Vorhersagen klassischer ökonomischer Modelle, weshalb die Verhaltensökonomik eine Erklärung für dieses irrationale Verhalten sucht. Solches Verhalten kann quer über alle Lebenssituationen beobachtet werden, weshalb sich eine breite, empirische Literatur gebildet hat. Es existiert zudem eine Vielzahl unterschiedlicher theoretischer Modelle, die jeweils bestimmte Verhaltensanomalien erklären können.

Quelle: Wikipedia.org

Damit wird die Behavioral Finance-Theorie für Anleger interessant, denn:

- Wer typische Verhaltensfehler bei sich selbst erkennt, kann nicht nur seine eigenen Entscheidungen optimieren, sondern auch die durch das Fehlverhalten anderer entstehenden Ineffizienzen nutzen.
- Und: Anomalien sind ein wichtiges Argument für aktives Management. Nur wer glaubt, dass Märkte immer vollkommen rational sind und in den Kursen alle verfügbaren Informationen enthalten sind, kann auf passives Management, also das blinde Investieren in Benchmarks setzen.

Am Anfang steht die Selbsterkenntnis darüber, wie wir denken und handeln, d. h. wie unser Gehirn funktioniert. Wer die Kapitalmärkte verstehen will, muss deshalb zuerst verstehen, wie er selbst Entscheidungen fällt und welche Rolle sein Gehirn dabei spielt.



Wer typische Verhaltensfehler bei sich selbst erkennt, kann nicht nur seine eigenen Entscheidungen optimieren, sondern auch die durch das Fehlverhalten anderer entstehenden Ineffizienzen nutzen.

Das „Ich“ und sein Gehirn

Der Aufbau des Gehirns ist das Produkt einer über Millionen von Jahren ablaufenden Evolution. In seiner heutigen Form entstand es in der Steinzeitwelt mit ihren Anforderungen an die Jagd und das Leben in einem überschaubaren Clan. Seine Grundstruktur kann – aufgrund der damaligen Anforderungen – für die Moderne mit ihrer Komplexität kaum optimal sein.

Die Gehirnforschung geht von drei Zentren im Gehirn aus, die sich unterschiedlich entwickelt haben und die zum Teil sehr gegensätzlich zusammenspielen:

- > der Kortex, in der die Logik verankert ist,
- > das limbische System, das für die Emotionen steht, sowie
- > der dazwischen liegende Teil des Gehirns – der reptilienhafte –, der grundlegende Körperfunktionen, zu denen auch das Atmen und der Herzschlag gehören, steuert. Er ist für die weiteren Betrachtungen nicht relevant.

Der vordere Teil des Kortex (der präfrontale Kortex) ist zuständig für Lernen, logisches Denken, Planen, Kalkulieren und das Fällen strategischer Entscheidungen.

Das limbische System steht für eher urgeschichtliche Motivationen und Emotionen wie Angst und Aufregung.

Das emotionale, limbische System ist der ältere Teil des Gehirns. Wir benötigen Emotionen zum Überleben, bevor wir Logik brauchten. Es arbeitet sehr schnell und – in Analogie zu Computerschaltkreisen – parallel.

Der Kortex ist für die Logik zuständig. Er arbeitet langsamer und seriell, d. h., er löst Aufgaben nicht gleichzeitig, sondern nacheinander.

Die beiden, gleichermaßen für Entscheidungen wichtigen Gehirnhälften arbeiten zwar sehr unterschiedlich, wirken aber zusammen. Die mittels neuronaler Schaltkreise verknüpften Gehirnhälften formen zwei Systeme, über die zwei zielbezogene Verhaltensmuster gesteuert werden:

- > Streben nach Belohnung und
- > Verlustvermeidung.

Überspitzt formuliert kommt hier der alte Spruch zum Tragen: Die Börsen bewegen sich ständig zwischen Gier und Angst – den beiden Extremen des Strebens nach Belohnung und der Verlustvermeidung.

Selbsttest – Gute Gefühle in 60 Sekunden!

Lange Zeit wurde geglaubt, Emotionen ergäben sich aus bestimmten Ereignissen. Sie fühlen sich z. B. gut, weil Sie eine erfolgreiche Investition getätigt haben. Umgekehrt ist aber auch der Fall: Durch ein bestimmtes Verhalten lassen sich Emotionen erzeugen. Probieren Sie es aus! Nehmen Sie einen Bleistift zwischen die Zähne und lächeln Sie dabei. Nach ca. 60 Sekunden fühlen Sie sich fröhlicher.

Die Boten

Für den Informationsaustausch zwischen den Neuronen des Gehirns sind die Neurotransmitter, wie z. B. Serotonin und Dopamin, zuständig. Je nachdem ob diese Botenstoffe den Informationsfluss zwischen den Neuronen fördern oder vermindern, beeinflussen sie unser Befinden und damit unsere Urteilskraft als Anleger. Sie wirken sich u. a. auf die Wahrnehmung, Verarbeitung und Beurteilung von Informationen aus.

Hinzu kommen weitere Wirkstoffe wie Opioide, Noradrenalin, Stresshormone und Omega-3-Fettsäuren. Krankhafte Störungen, Medikamente und Drogen (inklusive Alkohol) sowie die Einnahme von Koffein wirken auf diese chemischen Prozesse ein und beeinflussen darüber ebenfalls das menschliche Verhalten.

Angst, Furcht, Panik – das sind alles Gefühle, die aus dem Verlustvermeidungssystem stammen. Das nach Belohnung strebende System hilft uns, mögliche Chancen und Annehmlichkeiten zu bewerten und anzustreben. Es wird über den Neurotransmitter Dopamin gesteuert und ist entsprechend über Dopaminmangel oder Dopaminzugabe manipulierbar.

Gehirn – Geld – Gewinn

Wären wir nur immer rational, würden wir die besten Entscheidungen treffen und unsere Geldanlage gefühlsfrei optimieren. Wir wären das, was die Lehrbücher der Ökonomie unterstellen: ein Homo oeconomicus.

Zwar steckt in jedem von uns ein Ökonom, weil wir ständig ökonomische Entscheidungen darüber treffen, was uns den größten Nutzen verspricht (z. B. morgens aufstehen und Geld verdienen statt im Bett liegen zu bleiben), aber wir sind keine Rechenmaschinen, die alle Informationen abwägen, daraus eine emotionsfreie Nutzenfunktion bilden und schließlich die optimale Entscheidung treffen.

Wir tragen unsere Entwicklungsgeschichte mit uns herum, die uns im Busch und auf der Jagd hilfreich war, die aber in der modernen Gesellschaft nicht immer nur förderlich ist. Wir verbinden logisches Denken mit aus der Steinzeit resultierenden Verhaltensmustern, die unseren Vorfahren damals das Überleben ermöglicht haben. Wir sind, wie es James Montier leicht despektierlich ausgedrückt hat, „halb Mensch, halb Affe“.

Die Struktur unseres Gehirns, unsere Denkabläufe, die Steuerung über Neurotransmitter wirken sich aber unmittelbar darauf aus, wie wir unser Geld anlegen und welchen Gewinn (oder Verlust) wir daraus erzielen. Allen Verhaltensmustern übergeordnet sind das Streben nach Belohnung und das Vermeiden von Verlusten.

Die Behavioral Finance-Theorie hat aus dieser Erkenntnis typische Verhaltensmuster abgeleitet. Wer sie kennt, ist nicht nur bei der Selbsterkenntnis einen Schritt weiter, sondern hat bereits den Weg eingeschlagen, sich selbst zu überlisten.

Hirschleifer unterscheidet dabei in vier übergeordnete Verhaltensmuster/Neigungen der Anleger, die sich in weitere, daraus resultierende Verhaltensmuster untergliedern (vgl. Schaubild 1) lassen.¹

Selbstüberschätzung (Hybris)

„Nur aus Fehlern wird man klug – einer ist dann nicht genug.“ Die tiefe Weisheit in diesem flapsigen Spruch ist die Unterstellung: Wir lernen aus unseren Fehlern. Dazu gehört aber auch die Unvoreingenommenheit, Fehler zu erkennen, diese zuzugeben, um sie in der Folge nicht wieder zu begehen. Häufig steht diesem Lernmechanismus jedoch die eigene Selbstüberschätzung im Weg: Was gut gelaufen ist, ist unser Erfolg. Was schief geht, na, das war halt Pech oder ein schlechter Rat. Hybris versperrt die Sicht – auch bei Anlageentscheidungen. Dabei kommt dieser Denkmechanismus gerne nach ersten Erfolgen in Gang, die dann den eigenen Fähigkeiten gutgeschrieben werden. Die Folgen können fatal sein.

Die häufigsten aus der Hybris resultierenden Fehlverhalten sind Überoptimismus und ein übersteigertes Selbstvertrauen, also Selbstüberschätzung. Beide Neigungen gehen gerne mit einer Kontrollillusion und einer Wissensillusion einher, d. h., es wird unterstellt, eine Entwicklung kontrollieren zu können, die nicht kontrollierbar ist, oder über ausreichend Wissen für die Entscheidungsfindung zu verfügen – was dann aber nicht stimmt. Am Ende kann es sich sogar um zufällige Entwicklungen handeln, die weder kontrollierbar noch prognostizierbar sind, deren Ergebnis der Anleger aber seinem eigenen Können zurechnet. Fatal dabei: Mit zunehmender Kontrollillusion sinkt die Bereitschaft, neue Informationen aufzunehmen und seine Meinung zu evaluieren.

Schnell entsteht dann aus ersten Anlageerfolgen eine Spirale nach dem Muster „Freude – Gier – Euphorie – Absturz“.

Fragen Sie doch mal unter Ihren Kollegen, wer sich in diesem Kreis zu den unterdurchschnittlichen, den durchschnittlichen und den überdurchschnittlichen Fahrern zählt. Da sich jeder an einem unterstellten Durchschnitt orientiert, müsste das Ergebnis eine Normalverteilung um einen Mittelwert herum sein. Vermutlich zählen sich aber mehr als 50% der Kollegen zu den überdurchschnittlichen Fahrern – was per definitionem nicht sein kann.

Sie können auch Schulklassen oder Lehrgangsteilnehmer befragen, wer von sich erwartet, dass er überdurchschnittlich abschneiden wird. Auch hier ist damit zu rechnen, dass sich mehr als die Hälfte zu jenen zählen, die überdurchschnittlich abschneiden.

Selbstüberschätzung, einhergehend mit einer Wissens- und Kontrollillusion, kann es auch bei der Kapitalanlage geben. Wer auf eine Serie erfolgreicher Investitionen zurückschaut, wird eher dazu neigen, zu glauben, auch in Zukunft die Märkte richtig antizipieren zu können. Gerade in einer Haussephase an den Kapitalmärkten ist die Gefahr groß, sich selbst ein überdurchschnittliches Talent bei der Geldanlage zuzuschreiben. Was aber ist überdurchschnittlich, wenn alles gut geht – und: Was passiert, wenn auf die Hausse die Baisse folgt?

Auch das eigene Erinnerungsvermögen kann den Anlegern ein Schnippchen schlagen. In der Regel werden Verluste gerne verdrängt, während Gewinne im Gedächtnis haften bleiben. Auch eine Folge von Selbstüberschätzung.



**„Das größte Hindernis von Entdeckungen ist nicht Dummheit – es ist die Illusion von Wissen.“
(Daniel Boorstin)**

Die Selbstüberschätzung führt gerne zu einer Verharrensneigung: Anstatt alte Prognosen zu überdenken, werden sie beibehalten und der Realität nur zeitlich verzögert angepasst.

Gefährlich ist auch das Verlangen nach (Selbst-)Bestätigung. Dabei werden nur Informationen wahrgenommen, die der bestehenden Einschätzung entsprechen. Widersprüchliche Informationen werden verdrängt oder als weniger wichtig eingestuft.

Kognitive Dissonanzen, die entstehen können, wenn neue, unbequeme Wahrheiten auftauchen und eigentlich in den Prozess der Anlageentscheidung einfließen müssten, führen ebenfalls gerne zur Verdrängung. Tenor: Was mir nicht ins Bild passt, brauche ich auch nicht zu berücksichtigen.

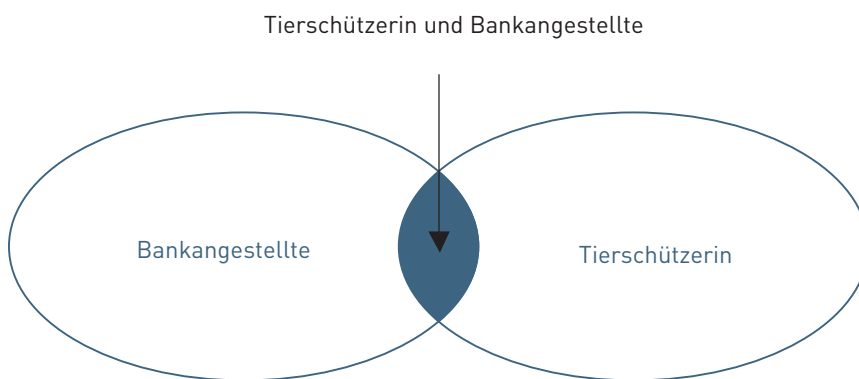
„Hindsight Bias“ – die Hinterher-sind-wir-alle-klüger-Neigung

Im Nachhinein scheint vieles „völlig klar“ zu sein: Die Entwicklung von Konjunkturindikatoren und von Aktienkursen – wer die Charts kennt, denkt: „Wie hätte es auch anders sein können? Das habe ich doch gewusst.“ Selbst der 2000 einsetzende Crash am Aktienmarkt erscheint heute als vorhersehbar und fast logisch. Wer aber hat ihn vor dem Platzen der Blase richtig vorhergesehen? Die Gefahr dieser Neigung liegt hauptsächlich in der Selbstüberschätzung: Wer glaubt, er habe in der Vergangenheit vieles vorhersehen können, wird dies fälschlicherweise auch von der Zukunft annehmen.

Schaubild 1: Eine Klassifizierung typischer Fehlerquellen nach der Theorie der Behavioral Finance

Verhaltensmuster/Neigungen			
Selbstbetrug/ Lernbeschränkungen	Vereinfachung/ Informations- verarbeitung	Emotionen & Affekte	Soziales Verhalten
Über-Optimismus Kontrollillusion Wissensillusion	Repräsentativität	Stimmung	Imitation
übermäßiges Selbstvertrauen	„Framing“	Selbstkontrolle	Ansteckung
Selbstattribution	Anker-Effekt „Anchoring“	Angst & Gier	Herdenverhalten
Selbstbestätigung	Zeitpräferenz	Bedauern	Ablaufketten
Hindsight bias	Schlüsselreize		
Kognitive Dissonanzen	Verlustaversion		
Verharrensneigung			

Schaubild 2



Heuristische Vereinfachung/ Informationsverarbeitung

Heuristische Vereinfachungen sind Faustregeln für das Vorankommen im Dschungel der Informationen. Häufig sind sie durchaus sinnvolle Abkürzungen auf dem Weg zur Entscheidungsfindung, sie können aber auch zu falschen Ergebnissen führen. Um diese Fehler geht es hier.

Repräsentativität

Bei Repräsentativität geht es um die Aussagekraft von Stichproben in Bezug auf die Grundgesamtheit, aus der sie gezogen werden. Oft wird diese Aussagekraft überschätzt und die Gesetze der Wahrscheinlichkeit werden entsprechend außer Kraft gesetzt.

James Montier verdeutlicht das an einem Beispiel² (leicht adaptiert):

Stellen Sie sich vor, eine Frau legt ihr Examen in Philosophie ab und bewirbt sich um einen Job. Während ihres Studiums setzte sie sich vor allem für den Tierschutz ein.

Was ist wahrscheinlicher?

Dass sie

- a) Bankangestellte wird oder
- b) Bankangestellte und Tierschützerin?

Antwort „b“ dürfte überwiegend zum Zuge kommen. Diese Einschätzung läuft jedoch konträr zur Wahrscheinlichkeit. Bezogen auf die gesamte Bevölkerung stellen Bankangestellte nur einen kleinen Teil, ebenso wie Tierschützer. Beides auf sich zu vereinen, also die Schnittmenge zu bilden, ist damit deutlich unwahrscheinlicher als lediglich eine von beiden Eigenschaften zu haben.

Für Investitionsentscheidungen ist die falsche Einschätzung der Repräsentativität ebenfalls von Bedeutung. Von erfolgreichen Firmen wird gerne unterstellt, dass sie das auch in Zukunft sein werden. Erfolgreiche Firmen müssen aber nicht zwingend auch für zukünftig hohe Gewinne repräsentativ sein. Oft, so Montier, ist eine Rückkehr der Gewinnentwicklung zum Durchschnitt zu beobachten. Wer sich also von aktuell hohen Gewinnen blenden lässt, trifft schnell die falsche Anlageentscheidung.

² Montier [2002b] S. 9 ff.



Oft lassen sich Anleger die Sicht auch durch unzureichende Informationen einschränken. Das Fenster, besser der Fensterrahmen (engl.: „Frame“), durch den sie die Anlagewelt betrachten, ist schlichtweg nicht groß genug, um alle notwendigen Informationen zu überschauen.

„Framing“

Oft lassen sich Anleger die Sicht auch durch unzureichende Informationen einschränken. Das Fenster, besser der Fensterrahmen (engl.: „Frame“), durch den sie die Anlagewelt betrachten, ist schlichtweg nicht groß genug, um alle notwendigen Informationen überschauen und auch Anlagealternativen oder sich widersprechende Fakten erkennen zu können. Investiert wird häufig in die Kurzversion der Story, ohne zu hinterfragen, wie lange diese trägt oder ob es nicht noch andere, bessere Chancen gibt.

Informationswahrnehmung und Informationsakzeptanz sind dabei unterschiedlich, je nach dem ob die Information konsonant oder dissonant mit der eigenen Einstellung ist. Dabei gilt: Je mehr die Information die eigene Sicht bestätigt, desto stärker wird sie aufgenommen.

Ein gutes Beispiel für Investitionen, die nur zwischen den bekannten, nicht aber allen möglichen Alternativen auswählen, ist i. d. R. der Kauf von Vermietungsobjekten. Da die Straße gegenüber bekannter ist, wird dort die Wohnimmobilie zu Vermietungszwecken gekauft, anstatt Chancen in anderen Ländern oder sogar auf anderen Kontinenten wahrzunehmen.

Auch der häufig zu beobachtende „Home Bias“, die Präferenz für Wertpapiere von Unternehmen aus dem eigenen Land, ist

ein klassischer Fall von Framing: Da die DAX-30-Werte den meisten Anlegern bekannt sind, ist der Anteil deutscher Aktien in den Depots der Anleger deutlich höher als deren Anteil an der tatsächlichen globalen Marktkapitalisierung.

Die Folge: mangelnde Diversifikation und Ausblenden besserer Alternativen.

Dabei ist nicht nur das Depot selbst schlecht diversifiziert, auch die Renditen von Human- und Finanzkapital korrelieren stärker als nötig, denn der Arbeitslohn eines Anlegers hängt stärker mit der Rendite inländischer als mit der Rendite ausländischer Aktien zusammen.³

„Anchoring“ – der Ankereffekt

Menschen neigen dazu, ihre Einschätzungen mit – durchaus auch irrelevanten – „Ankern“ ihres Gedächtnisses zu verknüpfen.

Tversky und Kahneman haben dies bereits 1974 mit einer berühmt gewordenen Studie nachgewiesen. Sie stellten ihren Probanden Fragen des Alltagswissen, wie z. B. „Wie viele der UN-Mitgliedsstaaten sind aus Afrika?“ und zeigten ihnen vorher mittels eines Glücksrads generierte Zahlen. Das Glücksrad selbst war aber manipuliert und ergab entweder „10“ oder „65“. Das Ergebnis war eindeutig: Personen, die vor der Befragung die Zahl 10 gesehen hatten, gaben deutlich

³ Nach FIFAM Forschungsbericht 04/05, „Zu welchen Renditeeinbußen führt der Home Bias?“

niedrigere Einschätzungen ab als Personen, die vorher die 65 sahen. Die Antworten auf diese Fragen hatten aber überhaupt nichts mit diesen beiden Zahlen zu tun.

Dieses Verhalten erklärt auch, warum Prognosen häufig in Anlehnung an die letzten Kurse als Referenzgröße gegeben werden. Der aktuelle Kurs z. B. von Aktien ist der Anker für die Erwartungsbildung. Eigentlich müsste der Kurs aber immer wieder auf Grundlage der Gewinnschätzungen mittels eines Bewertungsmodells wie z. B. dem Dividend-Discount-Modell ermittelt werden.

Zeitpräferenz

Hand aufs Herz: Wie viele Ihrer guten Vorsätze zum Jahreswechsel haben Sie eingehalten – und wie lange?

Typischerweise scheitern wir schnell an guten Vorsätzen, da die Realisierung des davon erhofften Vorteils in der Zukunft liegt und diese ungewiss ist, wir aber den schnellen, sicheren Gewinn, die aktuelle Bequemlichkeit oder den sofortigen Nutzen vorziehen. Warum also jetzt Joggen gehen, jetzt auf den Nachtschicht verzichten oder jetzt das Rauchen einstellen, wenn die erhofften Früchte dieser Anstrengung für die eigene Gesundheit und das längere Leben in der Zukunft liegen?

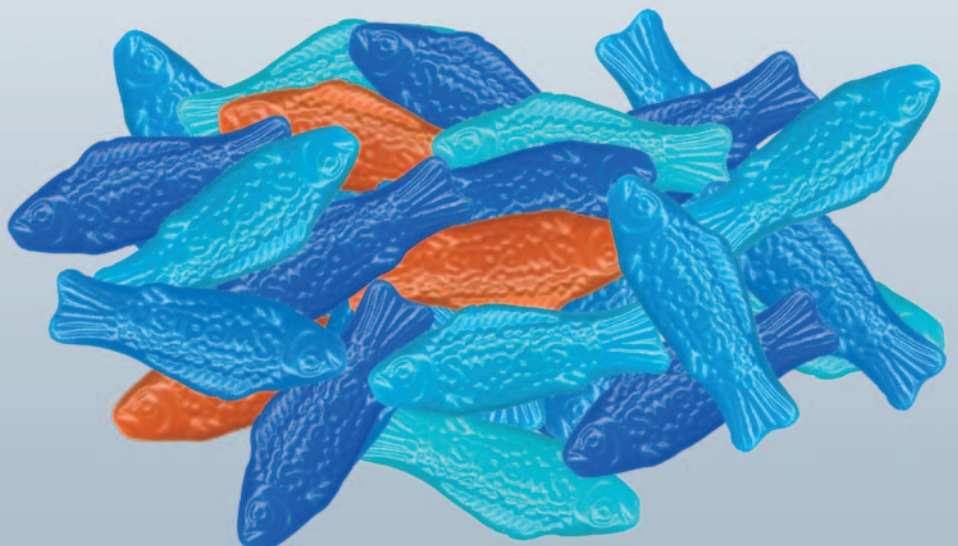
Der Genuss jetzt geht vor dem schönen Leben morgen. Das erinnert an einen Jäger, der seine Beute jetzt sofort verzehrt, weil er nicht weiß, ob er morgen überhaupt noch leben wird.

Durch die Präferenz für den Nutzen heute wird implizit der morgen erwartete Nutzen abdiskontiert. Das ist durchaus klug, aber: Der Diskontfaktor ist offensichtlich oft so hoch, dass dem morgen erwarteten Nutzen keine Bedeutung mehr zukommt.

Ankereffekt mit einem Referenzwert

Die Orientierung an einem (willkürlichen und daher falschen) Referenzwert, nämlich dem Einstandskurs, nach dem Motto „Ich warte ab, bis sich der Wert wieder erholt und ich ohne Verlust verkaufen kann“, ist dreifach falsch: nicht nur, weil das Wertpapier noch weiter an Wert verlieren kann, sondern weil Sie zwischenzeitlich bessere Anlagemöglichkeiten verpassen und zugleich durch die Inflation an Kaufkraft verlieren.

Sie bieten einem Kind heute drei Gummibärchen an, falls es aber darauf verzichtet, bekommt es morgen fünf. Wie entscheidet sich das Kind?



Fatal dabei: Auch die Zukunftssicherung wird deshalb gerne auf morgen verschoben, dabei hat gerade der Zinseszinsseffekt beim frühen Sparen eine enorme Wirkung. Der Verzicht heute wird als schmerzlicher empfunden als der sorgenfreie Ruhestand morgen. Wer heute spart, braucht morgen deutlich weniger zurückzulegen.

FIFAM („Forschungsinstitut für Asset Management“) kommt zu dem Schluss, dass die drohende Altersarmut kaum als Bedrohung empfunden wird.⁴ Viele schätzten das Risiko als kontrollierbar und im Vergleich zu anderen Risiken als harmlos ein.

Drei Verhaltensweisen dürften hier sehr unglücklich zusammentreffen:

- > Kontrollillusion
- > Verdrängung kognitiver Dissonanzen
- > Zeitpräferenz

Anstatt den Barwert des gesamten Lebenseinkommens zu maximieren, wird das Hier und Jetzt zulasten der Zukunftssicherung überbewertet.

Schlüsselreize

Die Intensität, mit der wir eine Information wahrnehmen, und die Wahrscheinlichkeit, mit der wir uns an sie erinnern, steigt mit der Intensität des Schlüsselreizes, mit der wir sie aufnehmen.

Erinnern Sie sich noch, wo Sie am 9. November 1989 waren? Vermutlich erinnern Sie sich sehr genau, wo Sie waren und was Sie am Tag des Mauerfalls fühlten.

Erinnern sich aber auch noch, wann sich Indien für den Weltmarkt öffnete und der Marktwirtschaft zuwendete? Es war 1991.

Beide Ereignisse liegen ähnlich weit in der Vergangenheit, beide Ereignisse hatten große wirtschaftliche und politische Bedeutung. Mit der Wendung Indiens Anfang der 90'er hin zur Marktwirtschaft gewann die Globalisierung an Intensität. Aber an den Mauerfall können wir uns besser zurückerinnern, da der Schlüsselreiz deutlich stärker war.



⁴ FIFAM Forschungsbericht 05/05, „Kundennutzenorientierte Gestaltung der Anlageberatung im Privatkundengeschäft“.



Nach welchen Kriterien wählen Sie die Wertpapiere aus, in die Sie investieren? Steht ein stringenter Auswahlprozess am Anfang oder eher die Penetranz, mit der manche Lieblingswerte in der Presse auftauchen? Es ist interessant zu wissen, dass Aktienrenditen und Presseberichterstattung in einem engen – negativen – Zusammenhang stehen. Gadarowski fand heraus, dass Aktien, die in einem Jahr häufig in der Presse genannt werden, in den beiden Folgejahren nur unterdurchschnittliche Renditen erbrachten.⁵

Verlustaversion

Jemand bietet Ihnen ein Spiel mit einer fairen Münze an. Wenn Sie verlieren, müssen Sie 100 Euro zahlen. Ab welchem Gewinn sind Sie bereit, sich auf das Spiel einzulassen?

Eine richtige Antwort gibt es in diesem Fall nicht. Sie hängt von Ihrer Risikoneigung ab. Würden Sie das Spiel bei einem

Gewinn von 100 Euro akzeptieren, wären Sie risikoneutral. In aller Regel lassen sich Menschen aber erst darauf ein, wenn sie mehr als den möglichen Verlust gewinnen können. Menschen haben eine Aversion gegen Verluste. Was sie besitzen, wollen sie behalten. Oft führt dies auch zu Verdrängungseffekten bei der Geldanlage. Wertpapiere, die sich schlechter als erwartet entwickeln, werden nicht verkauft, sondern bleiben im Depot. „Das wird schon wieder“, heißt es dann. Verluste werden eben nur ungern realisiert.

⁴ FIFAM Forschungsbericht 05/05, „Kundennutzenorientierte Gestaltung der Anlageberatung im Privatkundengeschäft“.



Emotionen und Affekte

Rationale Entscheidungen werden überlagert von Emotionen und Affekten. Hier kommt das Zusammenspiel der beiden Gehirnpartien, Kortex und limbischem System, besonders zum Tragen. Die wichtigste Ausprägung ist das Pendeln zwischen Angst und Gier, feiner ausgedrückt: das Streben, Verluste zu vermeiden und Belohnungen zu erhalten.

Stimmungen sind es dann auch, die unsere Anlageentscheidung beeinflussen. Ob wir glücklich oder unglücklich, ängstlich oder gelassen sind, gestresst oder entspannt, hat einen Einfluss auf unser Anlageverhalten. Nicht zu vergessen natürlich: Stimuli wie Kaffee, Alkohol oder Medikamente, die sich in unserem Stimmungsbild niederschlagen.

Glückliche Menschen z. B. sind entscheidungsfreudiger und neigen eher zur Selbstüberschätzung. Sie sind risikofreudiger und übersehen gerne schon mal wichtige Detailinformationen. Verluste stecken sie leichter weg und probieren es aufs Neue.

Eher depressive Menschen sind detailorientiert und unentschlossen. Verluste wollen sie möglichst vermeiden.

Extrovertierte, optimistische Menschen sehen weniger auf die Risiken als ängstliche.

Dabei können Stimmungen selbst von Anlageergebnissen beeinflusst werden. Das Glücksgefühl eines guten Investments vermindert häufig den Blick auf die Risiken, steigert

die Selbstüberschätzung und kann zu weiteren Käufen führen. Eine Erfolgsserie kann dann in blinde Gier münden, die jeden rationalen Gedanken ausblendet und gegen warnende Informationen immunisiert – was in einem ausgewachsenen Börsenkater enden kann. Die Selbstkontrolle wurde ausgeblendet.

Anders bei Misserfolgen. Dieses Unglück führt zu Verdrängungseffekten und Abneigung.

Bedauern: Die meisten Menschen empfinden mehr Bedauern über etwas, das sie getan haben, als über etwas, das sie nicht getan haben.

Beispiel: Sie besitzen einen Aktienfonds A und überlegen sich, ob Sie nicht doch in Aktienfonds B wechseln, unterlassen es dann aber. Im Nachhinein stellen Sie fest, dass Ihnen auf diesem Weg 10.000 Euro entgangen sind.

Ihr Freund besitzt Aktienfonds B und tauscht in Aktienfonds A. Dadurch bekommt er 10.000 Euro weniger, als er mit Aktienfonds B hätte erzielen können.

Wer ärgert sich mehr? Sie oder Ihr Freund?

Vermutlich sagen Sie, Ihr Freund ärgere sich mehr. Er hat sich aktiv für den Wechsel entschieden und dadurch weniger Gewinn erzielt. Nur: In Ihrem Fall handelt es sich um entgangene Chancen („Opportunitätskosten“), im Falle Ihres Freundes um tatsächliche Verluste. Beide haben Sie aber das gleiche Ergebnis. Darin liegt der Unterschied, wie etwas bedauert wird.

Soziales Verhalten

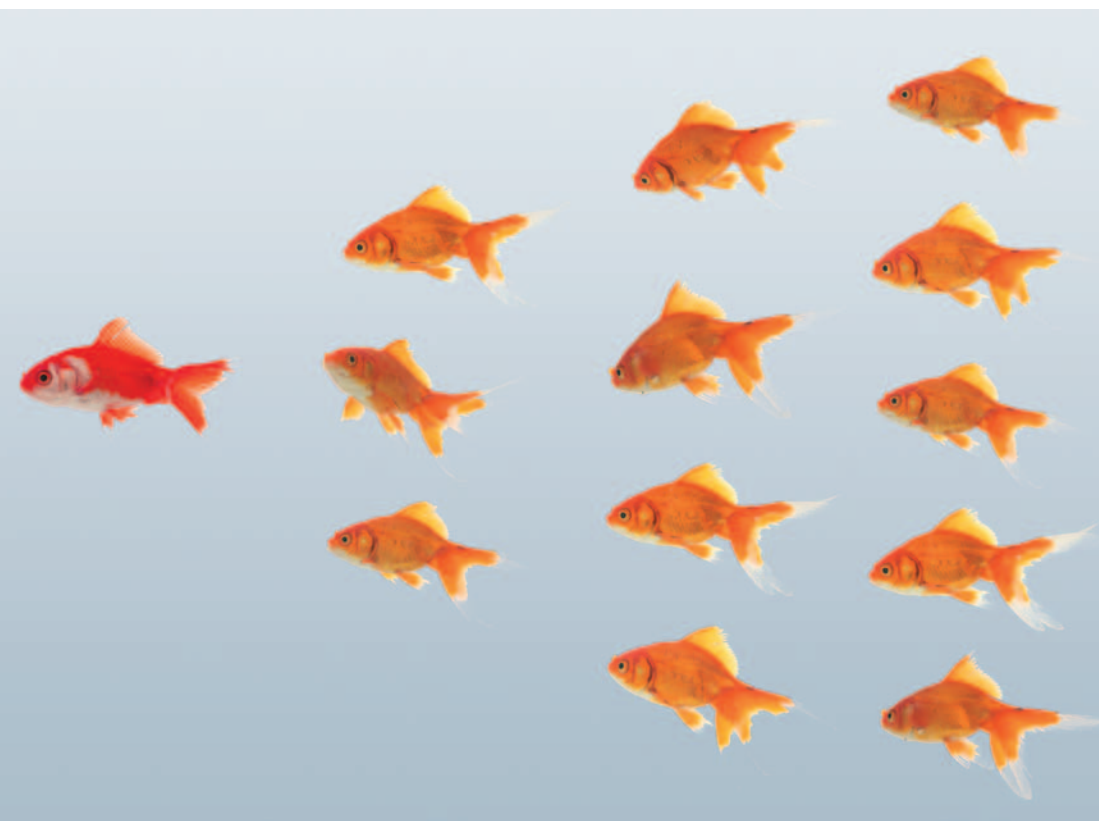
Menschen sind Herdentiere. Sie entscheiden selten autark, d. h. ohne ihr soziales Umfeld zu berücksichtigen. Und: Herden haben Alpha-Tiere, die das Rudel leiten und die Richtung vorgeben. Erfolgreiche Alpha-Tiere werden in ihrem Gebaren gerne imitiert.

Kennen Sie das auch? Haben Sie schon mal einen „heißen Tipp“ gekauft, der sich hinterher als Rohrkrepierer herausstellte? „Heiße Tipps“ kann es gar nicht geben. Hinter Erfolg versprechenden Empfehlungen steckt harte Arbeit. Warum sollte jemand die Früchte seiner Arbeit verschenken? Er tut das vielleicht nur, weil er jemanden sucht, der ihm seine Tipps wieder abkauft, damit er einen Gewinn einstreichen kann oder weil er an den Gebühren verdienen will. Bei allen rationalen Schwächen sind Menschen dennoch Ökonomen.

Was haben Sie also mit Ihrem Kauf wirklich gemacht? Sie haben jemanden imitiert, der „es ja wissen muss“. Weil er ein Broker ist z. B., oder ein „ausgewiesener Experte“ in Internetwerten, oder, oder, oder. Ein Alpha-Tier eben.

Vielleicht haben Sie sich auch nur anstecken lassen, weil viele andere auch diesem Tipp vertraut haben. Es stand in allen Zeitungen und hat sich wie eine Seuche ausgebreitet. Eine Seuche, der mit Rationalität nur schwer beizukommen war.

Dazu kommt: Fühlen wir uns in der Herde nicht am wohlsten, da sie Geborgenheit gibt? Warum eine andere Meinung entwickeln, die Mehrheit muss doch Recht haben, oder? Wenn sich aber jeder nur auf die Mehrheit verlässt, wer entscheidet dann wirklich noch etwas – und das rational?



Menschen sind Herdentiere. Sie entscheiden selten autark, d. h. ohne ihr soziales Umfeld zu berücksichtigen. Und: Herden haben Alpha-Tiere, die das Rudel leiten und die Richtung vorgeben. Erfolgreiche Alpha-Tiere werden in ihrem Gebaren gerne imitiert.

Informationskaskaden sind von ihren Folgen her dem Herdenverhalten nicht unähnlich. Sie entspringen jedoch nicht der bewussten Orientierung an der Herde, sondern resultieren aus dem Teilen gemeinsamer Informationen und dem Austausch darüber. Researchberichte, Tickermeldungen, aktuelle Kurse ... – das sind Informationen, die allen zum gleichen Zeitpunkt zugänglich sind. Anlageentscheidungen

speisen sich dann aus den gleichen Quellen und werden häufig von Menschen ausgewertet, die miteinander in Kontakt stehen, z. B. da sie sich auf dem gleichen Börsenparkett bewegen. Wen wundert es, wenn sie zu gleichen oder zumindest ähnlichen Einschätzungen und Entscheidungen kommen? Oft kann schon ein steigender Kurs genügen, um Nachkäufe auszulösen.

Die Anatomie eines Aktien-Hypes

Peterson zeigt an dem schönen Beispiel eines minderjährigen Börsenfreaks, nennen wir ihn Goldfinger, wie es diesem gelang, bei mehreren Aktien einen regelrechten Hype zu entfachen und durch „Frontrunning“ satte Gewinne einzustreichen.⁶ Sein Ziel war klar: Aktien mit kleiner Marktkapitalisierung („Pennystocks“) kaufen, dann versuchen die Kurse nach oben zu treiben und zu verkaufen, wenn andere (zu spät) gekauft hatten.

Goldfinger ging mehrstufig vor:

1. Goldfinger pickte sich Aktien heraus, die er mit einem Neuigkeitswert anpreisen konnte. Er tat das auf mehreren Internetplattformen, in Chatforen und per Spam-Mails. Er konnte darauf setzen, dass der vermeintliche Neuigkeitswert für Aufmerksamkeit sorgt. „Neu“ ist ein Schlüsselreiz, der zu erhöhter Wahrnehmung führt.
2. Dann versprach er große Gewinne und setzte genau auf die Gier, die alles kritische Denken außer Kraft setzen kann.
3. Alle seine Empfehlungen überlud er mit (scheinbaren) Informationen. Seine Leser konnten oder wollten diese nicht verarbeiten und freuten sich auf die kurze „Zusammenfassung“: „Kaufen“.
4. Natürlich war angeblich alles billig: „Ramschpreise“, „unterbewertet“ waren Schlüsselwörter, welche die Gier nach schnellen Gewinnen antrieben.
5. Er selbst mimte mit seinem Vokabular den Experten, und verführte damit andere ihm zu folgen.
6. Wer dann noch nicht weich geklopft war, bei dem drückte er mit angeblichem Zeitdruck auf die Tube. Er wollte bewusst die Verharrensneigung seiner Leser aushebeln. Anleger neigen ja dazu, Entscheidungen auf das Morgen zu vertagen.
7. Natürlich konnte er auch auf das Framing zählen: Seine Adressaten blickten fast zwangsweise nur auf die von ihm empfohlenen Werte und ließen viele andere Anlagemöglichkeiten außen vor.

Am Ende fiel er allerdings der Börsenaufsicht auf und bekam saftige Strafen. Dennoch ist er ein Lehrbuchbeispiel, wie Hypes entstehen und wie unbedarfte Anleger damit verlieren können.

⁶ Peterson, Richard (2007), S. 94 ff.



Überliste Dich selbst!

Niemand ist frei von verhaltensorientierten Anlageentscheidungen, die in ihrer Folge zu suboptimalen Investitionen führen. Wir sind Menschen, keine Roboter. Bei uns wirken Herz und Hirn zusammen – und selbst das Hirn ist keine Maschine, die nur den einen Prozess zum richtigen Ergebnis kennt.

Deshalb gilt bei jeder (Anlage-)Entscheidung: Überliste Dich selbst! Damit dies leichter gelingt, hier eine Checkliste, die jeder Entscheidung vorausgehen sollte:

- > Gegen Selbstüberschätzung hilft ein **stringenter Investmentprozess**, der emotionales Verhalten möglichst ausschaltet. Die Beschränkung auf ein Investmentuniversum, in dem der Anleger besondere Kenntnisse hat, sind ein erster Schritt der Selbstbindung. Dann sollte die fundamentale Analyse folgen, die auf zukünftig zu erwartende Erträge und nicht auf vergangene Erfolge blickt.
- > Suchen Sie nach Informationen, die Ihrer Meinung widersprechen, und suchen Sie das Gespräch mit Menschen, die die Rolle des „**Advocatus Diaboli**“ übernehmen, das schützt vor der Sucht nach Selbstbestätigung.
- > **Denken Sie an die Gefahr**, zu glauben, alles vorher gewusst zu haben, auch wenn Ihre Erinnerung dies suggeriert.
- > Ist das „Fenster“, aus dem heraus Sie die Anlagewelt betrachten, groß genug, damit Sie zwischen den wichtigen Anlagealternativen entscheiden können, oder schauen Sie aus einem zu kleinen „**Fenster**“ („**Framing**“) in die Welt, weil Sie etwas besonders gut kennen („deutsche Unternehmen“), Ihnen eine Geschichte besonders gut gefällt („Internetwerte“) oder Ihnen etwas besonders nahe liegt (die Mietimmobilie in Ihrer Straße statt Immobilienanlagechancen rund um den Globus)? Schauen Sie häufiger einmal über den Tellerrand.
- > **Reduzieren Sie die Komplexität Ihrer Entscheidungen** so, dass sie nicht zu eingengt in der Sichtweisen sind („Framing“), aber gleichzeitig nicht vor einem Informationswirrwarr stehen. Hier können langfristig getroffene Regelbindungen helfen: Wer einmal bestimmt hat, welcher Risikotyp er bei der Anlage ist, muss nicht dauernd aufs Neue seine Aktien-Anleihen-Quote neu festlegen und ist auch davor geschützt, ständig auf den Aktienkurssticker zu starren. Wer einmal bestimmt hat, welche besonderen Investmentthemen (aufstrebende Staaten, neue Energien, Rohstoffe) er beimischen will und was ihm nicht ins Konzept passt, muss nicht ständig über alle möglichen neuen Angebote nachdenken.

„Menschen machen Märkte. Die Lehre des Behavioral Finance zeigt, dass Menschen nicht nur rational agieren bei ihren Anlageentscheidungen. Wenn es aber keinen Homo oeconomicus gibt, wie können Märkte da effizient sein? Ineffizienzen am Markt können durch aktives Management genutzt werden.“

Hans-Jörg Naumer
Leiter Kapitalmarktanalyse

- > Welchen gefühlsgesteuerten Verhaltensmustern unterliegen Sie möglicherweise? **Neigen Sie zur Selbstüberschätzung?** Lassen Sie sich gerade von einer bestimmten Marktphase oder von erzielten Kursgewinnen anstecken? Wurden auch negative Informationen bzw. Informationen, die Ihrer Meinung nicht entsprechen, berücksichtigt, oder blenden Sie sie einfach aus, weil sie Ihnen unangenehm sind bzw. weil sie nicht in Ihr Weltbild passen? Schlafen Sie lieber eine Nacht über eine Entscheidung und/oder suchen Sie gezielt Informationen, die Ihrem positiven Bild widersprechen.

- > Komplexitätsreduktion kann auch bedeuten, grundsätzlich **nur in das zu investieren, was man auch tatsächlich verstanden hat**. Was nutzen die schönsten Investmentideen, die hohe Renditen versprechen, deren Risiken aber nicht abschätzbar sind?
- > Und: Ein **gutes Grundverständnis** hilft ebenfalls bei der Komplexitätsreduktion. Wer z. B. verstanden hat, dass eine höhere Renditeerwartung grundsätzlich mit einem höheren Risiko zusammenhängt, der ist gefeit vor waghalsigen Investments, die am Ende doch nicht aufgehen.
- > Die Gefahr eines fehlenden Grundverständnisses ist auch, dass Sie gute Chancen verpassen, weil Sie die Entscheidung darüber immer wieder – mangels Verstehens – vertagen. Deshalb investieren Sie in Ihre **finanzielle Allgemeinbildung**.
- > Werden Sie sich Ihrer Gefühlslage zum Zeitpunkt der anstehenden Entscheidung klar: Sind Sie vielleicht gerade besonders aufgeputscht durch Koffein oder eine Erfolgsserie in der Kapitalanlage, die zu Überheblichkeit führt? **Schlafen Sie grundsätzlich eine Nacht über weitreichende Entscheidungen**. Was dann noch gut ist, ist des zweiten Blickes würdig.



- > Was lässt Sie eigentlich an einem Wertpapier, das Verluste produziert, festhalten? Der Kaufkurs als Referenzgröße oder die begründete Erwartung zukünftiger Gewinne, auf deren Grundlage Sie den zu erwartenden Kurs neu berechnet haben? **Stellen Sie sich die grundsätzliche Frage:** Würde ich dieses Wertpapier heute wieder kaufen? Falls nicht:
 - > „Verluste begrenzen, Gewinner laufen lassen“ ist meist eine gute Regel gegen das Verdrängen von Fehlentscheidungen oder die verfrühte Gewinnrealisierung, die den schnellen Gewinn jetzt über zukünftig noch höhere Erträge stellt („**Zeitpräferenz**“).
 - > **Aktiv gemanagte Fonds** können ein gutes Mittel gegen Verlustaversion und Verharrensneigung sein: Das Management übernimmt Kauf und Verkauf der Wertpapiere. Der Anleger delegiert diese Maßnahmen und bleibt nicht gefangen in der Neigung, Verlierer zu spät und Gewinner zu früh zu verkaufen.
 - > Folgen Sie nur der Herde, weil jeder über bestimmte Kapitalanlagen spricht, oder haben Sie eine eigene Meinung, die sich nicht von selbst ernannten Experten mit „heißen Tipps“ beeindrucken lässt? **Recherchieren Sie selbst** und suchen Sie dabei andere Pfade.
 - > „Was Du heute kannst besorgen, das verschiebe nicht auf morgen“ ist eine wirklich kluge Volksweisheit, welche die Präferenz für das **Hier und Jetzt** zulasten der Vorsorge und die Neigung, im Bekannten zu verharren, aushebelt.
 - > **Disziplin** ist wichtig. Wer regelmäßig seine Finanzanlage überprüft, läuft weniger Gefahr, Opfer des „Vogel-Strauß-Verhaltens“ bei Verlusten zu werden.
- Auch Anleger sind Menschen – und als solche sind wir intelligent genug, das zu erkennen, um unsere menschlichen Schwächen zu überwinden. Deshalb:
- Überliste Dich selbst!**

hjn

Literaturtipps

Hirschleifer, David (2001), „Investor Psychology and Asset Pricing“, Journal of Finance 56

Daniel Kahneman und Amos Tversky (1979): „Prospect theory: An analysis of decision under risk, Econometrica“, Vol. 47, No. 2, S. 263–291.

Peterson, Richard L. (2007), „Inside the Investor’s Brain“, New Jersey

Montier, James (2002a), „Part man, part monkey“, Dresdner Kleinwort

Montier, James (2002b), „Behavioural Finance – Insights into Irrational Minds and Markets“, Chichester

Thaler, Richard (1985), „Does the stock market overreact?“, Journal of Finance

Wikipedia.org zu Verhaltensökonomik und der Prospekttheorie:

<http://de.wikipedia.org/wiki/Verhaltens%C3%B6konomik>

http://de.wikipedia.org/wiki/Prospect_Theory

FondsEcke

Gespart werden kann direkt mit Aktien- und/oder Rentenfonds. Beispielhaft seien hier folgende Fonds genannt:

Geldmarktfonds

CB Geldmarkt Deutschland 1

(ISIN: LU0052221412; TER 0,66 %)

Rentenfonds

Adirenta

(ISIN: DE0008471079; TER 0,81 %)

Adireth

(ISIN: DE0009769554; TER 0,69 %)

Mischfonds mit Wertsicherungskonzept

Total Return Protect

(ISIN: LU0172205352, TER 1,33 %)

Mischfonds

Plusfonds

(ISIN: DE0008471087; TER 1,53 %)

Dachfonds

Aktien-Renten-Dachfonds Europa

BIO Europe Balanced I

(ISIN: DE0006372568; TER: 1,31 %)

Aktien-Dachfonds Welt

BIO World I

(ISIN: DE0009787002; TER: 1,56 %)*

Aktienfonds

Fondak

(ISIN: DE0008471012; TER 1,51 %)*

cominvest Fondak Wait or go

(ISIN: LU0391761227)

CONVEST 21 VL

(DE0009769638; TER1,53 %)

Fondis

(ISIN: DE0008471020; TER 1,52 %)

Garantiefonds

Garant Dynamic

(ISIN: LU0253954332; TER 1,37 %)

cominvest Dynamic SAFE 80

(ISIN: LU0301268404; TER 1,24 %)

Die von uns genannten Fonds können sich sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstehen, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Ertrag-Risiko-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder bei der ADIG Fondsvertrieb GmbH. Fällt beim Erwerb der Fondsanteile ein Ausgabeaufschlag an, wird dieser bis zu 100 % vom Vertriebspartner vereinnahmt. Daneben kann die KAG aus der Verwaltungsvergütung eine laufende Vertriebsprovision an den Vertriebspartner zahlen. Im Rahmen der Anlageberatung teilt der Vertriebspartner die genaue Höhe der Vertriebsprovision und des von ihm vereinnahmten Ausgabeaufschlages mit.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.

*Die Volatilität (Wertschwankung) der Fondsanteilswerte kann erhöht sein.

Kapitalmarktanalyse - unser besonderer Service für Sie!

„Strategie – Taktik – Portfoliooptimierung“ heißt der Dreiklang der Geldanlage, dem sich die in der Kapitalmarktanalyse tätigen Ökonomen und Analysten verschrieben haben. U.a. veröffentlichen sie jeden ersten Freitag im Monat den „Börsen-Navigator“, der eine schnelle Einschätzung zu den wichtigsten Segmenten der Kapitalmärkte gibt.



FONDSVERTRIEB

DER INVESTMENTSPEZIALIST FÜR VERSICHERUNGSPARTNER

ADIG Fondsvertrieb GmbH

Seidlstraße 24–24a
80335 München

Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn),
Dennis Nacken (dn),
Stefan Scheurer (st)

Unsere aktuellen Studien finden Sie
direkt unter **www.adig.de/kapitalmarktanalyse/index.html**

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von Thomson Financial Datastream.

Auf die Vergangenheit bezogene Daten erlauben keine Prognose für die Zukunft.

Dieser Veröffentlichung liegen Daten bzw. Informationen zugrunde, die wir für zuverlässig halten. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen unserer bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt, können sich jedoch – ohne Mitteilung hierüber – ändern.

Für die Richtigkeit bzw. Genauigkeit der Daten können wir keine Gewähr übernehmen. Diese Publikation dient lediglich Ihrer Information. Für eine Anlageentscheidung, die aufgrund der zur Verfügung gestellten Informationen getroffen worden ist, übernehmen wir keine Haftung.

Stand: Oktober 2010