
Das Anlegerverhalten an den Kapitalmärkten

Betriebs- und Volkswirtschaftsstudenten lernen in den ersten Mikroökonomie-Vorlesungen das Konzept des „*homo economicus*“ kennen. Die „*Modell-Welt*“ des rational handelnden Wirtschaftssubjekts wird zur Erklärung elementarer wirtschaftlicher Zusammenhänge genutzt und ist Grundlage vieler volkswirtschaftlicher Modelle. Grundannahme dieses ökonomischen Systems ist die, dass der handelnde *homo economicus* vor der Entscheidung über alle möglichen Alternativen eine klare, sozusagen rationale Präferenzordnung bilden kann und sich dann für die nach seinen Präferenzen beste Alternative entscheidet. Eine Konsequenz dieses vermittelten Denkmusters ist der Glaube an die Effizienz der Finanzmärkte und die Rationalität der darin handelnden Akteure. Preise von Wertpapieren an den Finanzmärkten sollten dieser Lehre nach Ausdruck eines sich stets im optimalen Gleichgewicht befindenden Zustands sein. Die Ereignisse an den Anlagemärkten während des letzten Jahrhunderts und insbesondere auch die Übertreibungen und Korrekturen der letzten Jahre zeigen aber deutlich auf, dass sich Wertpapierpreise langfristig zwar durchaus rational im Sinne der unterliegenden ökonomischen Struktur (zum Beispiel die Gewinnentwicklungen von Unternehmen bei Aktienpreisen) entwickeln, kurz- und mittelfristig jedoch weit weniger von rationalen Entscheidungen, sondern vielmehr von *nicht-rationalen* Verhaltensmustern der breiten Anlegergemeinde abhängen müssen. Diese akzentuieren Haussen und Baissen - indem Wertpapierpreise weit stärker steigen und fallen als dies die Unternehmensgewinne tun - und bestimmen damit die Risiken und Chancen an den Märkten weit mehr als dies unter dem eingangs beschriebenen, klassischen Modell jemals der Fall sein kann.

Dieser Artikel versucht daher die Verhaltens- und Denkmuster von Anlegern in der „*Realen-Welt*“ und den damit hervorgerufenen Übertreibungen - insbesondere gerade auch vor dem Hintergrund der heutigen Situation an den Kapitalmärkten - zu beleuchten.

„Der nicht so rationale Akteur“

Für einen Psychologen versteht es sich von selbst, dass Menschen weder vollkommen rational noch völlig egoistisch sind und dass ihre Präferenzen alles andere als stabil sind. Der Verhaltensökonom Richard Thaler differenzierte zwischen den *Econs* („*homo economicus*“) und den *Humans* („*Normalsterblichen*“). Die *Humans* lassen sich überwiegend durch Intuitionen, Emotionen, vereinfachte Assoziationen etc. leiten. Ihr Weltbild wird durch Informationen eingeschränkt, die zum jeweiligen Zeitpunkt verfügbar sind und sie können daher gar nicht so konsistent und logisch wie *Econs* handeln. Der Psychologe und Wirtschaftsnobelpreisträger Daniel Kahneman (Mitbegründer der neuen Erwartungstheorie, *Prospect*

Theory) fasst die Merkmale der *Humans* wie folgt zusammen:

- arbeitet, denkt und handelt automatisch, schnell, weitgehend intuitiv und mühelos
- ist geprägt durch Eindrücke, Gefühle, Emotionen und Neigungen
- schliesst auf Ursachen und Absichten und erfindet beide, wenn nötig
- hat die Tendenz, Informationen zu glauben und zu bestätigen
- überzeichnet die emotionale Konsistenz. Es besteht eine grosse Kluft zwischen geäusserten Einstellungen und tatsächlichem Verhalten
- konzentriert sich auf verfügbare Informationen und blendet fehlende oft aus
- ersetzt manchmal eine schwierige Frage durch eine leichtere (Heuristik)

- reagiert empfindlicher auf Veränderungen als auf Zustände
- übergewichtet niedrige Wahrscheinlichkeiten und unterschätzt die Regression zum Mittelwert
- zeigt verminderte Empfindlichkeit für Quantität
- reagiert stärker auf Verluste als auf Gewinne (Verlustaversion)
- fasst Entscheidungsprobleme oft zu eng und trennt verwobene Entscheidungen voneinander

Da Anleger an den Kapitalmärkten Tag für Tag zusammenkommen - heute natürlich überwiegend auf dem elektronischen Weg - und die Preise sowie das Handelsvolumen von Wertpapieren durch ihr Handeln (Angebot/Nachfrage) festlegen, ist es für den erfolgreichen Investor von entscheidender Bedeutung, ihr Anlageverhalten wenigstens im Ansatz zu verstehen und richtig einzuschätzen. Damit lassen sich die Anlageergebnisse in der Regel verbessern und die Risiken reduzieren. Das grösste Risiko beim Investieren ist der Glaube, dass es kein Risiko gibt. Es ist daher sehr zutreffend, wenn der Investor Warren Buffet sagt **„The less prudence with which others conduct their affairs, the greater the prudence with which we should conduct our own affairs“**. Wenn die Mehrheit der Anlegergemeinschaft euphorisch agiert, sollte man in der Regel sehr vorsichtig sein. Aber wenn andere sehr vorsichtig sind, sollte man den Mut aufbringen, sich aggressiver an den Kapitalmärkten zu positionieren.

Das psychologisch bedingte Investorenverhalten ist aber alles andere als konstant. Vielmehr unterliegt es einem klassischen Zyklus, der sich im Prinzip immer und immer wieder wiederholt und - um die Worte von Sir John Templeton (dem Gründer der US-Vermögensverwaltungsgesellschaft Templeton Investments) zu benutzen - Marktphasen nach oben wie aber auch nach unten zum überschliessen bringen: **„Hausmärkte beginnen im Pessimismus, wachsen im Zweifel**

und Misstrauen, reifen im Optimismus und enden in der Euphorie“.

„Veränderung im Investorenverhalten in einem Aufwärtszyklus“

Wenn man unterstellt, dass die grosse Mehrheit der Anleger mit den Merkmalen eines oben beschriebenen *Humans* ausgestattet ist und man die Zyklen an den Finanzmärkten analysiert, dann zeigt sich eine **idealtypische Aufwärtsentwicklung** in etwa wie folgt (man erinnere sich zum Beispiel an die Zyklen der jüngsten Vergangenheit 1991-2000, 2003-2008 und 2009-?):

1. Wenn das Wirtschaftswachstum schwach oder negativ ist und die Finanzmärkte bereits stark korrigiert haben, dann sorgen sich die Anleger noch mehr Geld zu verlieren und kümmern sich nicht um das Risiko mögliche Anlageopportunitäten zu verpassen (da die Preise bereits stark gefallen sind). Die Presse, welche in der Regel ebenfalls von *Humans* dominiert ist, wird in diesem Stadium nach wie vor negativ berichten, was sich auf das Anlageverhalten der Investoren verstärkend negativ auswirkt. Nur wenige, antizyklisch denkende Anleger sind in der Lage, sich vorzustellen, dass eine Verbesserung möglich ist.
2. Ab einem gewissen Punkt zeigt die Wirtschaft erste Lebenszeichen und erste Unternehmensgewinne beginnen nach oben zu tendieren anstatt weiter zu fallen.
3. Früher oder später steigt die Wirtschaftsleistung spürbar und die Gewinne zeigen beträchtliche Zuwächse.
4. Die steigende Diskrepanz zwischen der ökonomischen Faktenlage und den Investorenerwartungen führt dazu, dass Wertpapierpreise langsam zu steigen beginnen.
5. Wegen den steigenden Preisen an den Märkten, im Zusammenhang mit sich verbessernden Wirtschaftslage und Unternehmensnachrichten, realisiert der durchschnittliche Anleger, dass Verbesserungen tatsächlich stattfinden. Das Vertrauen beginnt zu steigen. Anleger fühlen sich langsam wohlhabender und klüger, vergessen ihre früheren schlechten Erfahrungen und beginnen die aktuellen Fortschritte in die Zukunft zu extrapolieren.
6. Skepsis und Vorsicht verschwinden und werden durch Optimismus und Aggressivität abgelöst.

7. All jene die auf den fahrenden Zug noch nicht aufgestiegen sind, fühlen langsam den Schmerz nicht dabei zu sein. Es ist nur eine Frage der Zeit bis auch die letzten Anleger nach und nach in den Markt „hineingezogen werden“.
8. Je länger dieser Prozess anhält, desto mehr steigt der Enthusiasmus gegenüber Investments. Die Anleger sorgen sich in dieser Phase - entgegen ihrer Grunddisposition hinsichtlich Verlustaversion - weniger darum Geld zu verlieren, als mögliche Anlageopportunitäten zu verpassen.
9. Die Risikoaversion verflüchtigt sich und Anleger beginnen Schwierigkeiten zu haben, sich vorzustellen, dass kurz- bis mittelfristig durchaus wieder eine grössere Korrektur eintreten kann.
10. Finanzhäuser, Banken unterliegen denselben Einflussfaktoren und sind in der Regel gewillt mehr Fremdkapital in Form von Kreditfinanzierungen (inkl. Hypotheken) zu vergeben. Private Equity Häuser leihen sich - zum Beispiel für Übernahmen von Unternehmen - immer mehr Geld und können dadurch höhere Kaufpreise zahlen, was die Unternehmenspreise weiter ansteigen lässt.
11. Die Märkte mutieren immer mehr zu einem „Perpetuum mobile“. Wertsteigerungen beschleunigen sich, die letzten Skeptiker kapitulieren und der letzte potentieller Käufer kauft, möglicherweise bis hin zur Bildung einer Blase.

Das erstaunliche dabei ist, dass sich solche Zyklen in der Finanzhistorie in regelmässigen Abständen wiederholen. Nur die Vermögensklassen beziehungsweise bestimmte Themen scheinen sich abzuwechseln. Einmal sind es Exzesse in Edelmetalle (Silberblase in den 1970-iger wo der Preis von USD 1.5 auf über USD 50 anstieg), dann euphorische Bewegungen in den sogenannten „Nifty Fifty“ Aktien (die 50 „besten“ und schnellst wachsenden Unternehmen in den USA) gegen Ende der 1960-iger bis Beginn der 1970-iger (deren KGVs von 80-90 nach Platzen der Blase auf rund 9 sanken und die Investoren rund 90% ihres Geldes verloren). Ein anderes Mal sind es Übertreibungen in Aktien und Anleihen der Schwellenländer (Ende der 1990-iger in Thailand, Asiatische Tigerstaaten, Russland). Zu Beginn des 21. Jahrhunderts dann

Exzesse in Technologieaktien (1997-2000) und schliesslich masslose Übertreibungen im US-amerikanischen Immobilienmarkt (bis zum Platzen der Blase in 2007-2008). Die exzessive monetäre Lockerungspolitik der westlichen Notenbanken (allen voran der US-Fed, der Europäischen Zentralbank und der japanischen Notenbank) seit Ausbruch der Finanzkrise mit ihren künstlich niedriggehaltenen Zinsen und *quantitative easing* Programmen, d.h. dem Aufkaufen von Staatsanleihen um die langfristigen Zinsen möglichst niedrig zu halten, werden wahrscheinlich künftige Übertreibungen in bestimmten Vermögensklassen noch beschleunigen.

Meist kurz vor dem Wendepunkt beziehungsweise dem Platzen einer Blase werden die meisten Investoren inklusive Finanzintermediäre wie Banken, die von der Preisblase am meisten profitieren, zu wahren Experten auf dem Gebiet. Sie verlieren dabei jegliche Objektivität im Sinne des kritischen Hinterfragens hinsichtlich möglicher Alternativszenarien. Doch die Preise können nicht ewig steigen. Hat der letzte Käufer gekauft, dann gibt es in der Regel keinen mehr, der die Preise weiter steigen lässt.

Nur wenige, disziplinierte, eher rational denkende und unabhängige handelnde Investoren werden die Weitsicht haben, dass die Bäume nicht in den Himmel wachsen können und dass sich die Wahrscheinlichkeit für eine grössere Korrektur bei immer weiter steigenden Preisen erhöht. Und damit beginnt in der Regel auch schon der Abwärtstrend, der sich mit dem oben dargestellten Aufwärtstrend (sozusagen der schmerzhafteste Weg der „*Regression zum Mittelwert*“; vergleiche weiter unten Punkt 3) analog, aber in umgekehrter Reihenfolge, beschreiben liesse. Die Tragik dabei ist, dass sich unser eingangs beschriebener *Humans* auch in einer Abwärtsphase von denselben psychologischen Verhaltensmustern

(fehl-)leiten lässt, die diesen Trend in der Regel noch verstärken und damit Wertpapierpreise weiter von der ökonomischen Realität entfernen lassen. Ein Beispiel hierzu wäre die Preisentwicklung von Unternehmensanleihen bester Bonität zwischen dem 4. Quartal 2008 und ca. Mitte 2009.

Einer der bekanntesten Spekulanten um die Wende des 20-igsten Jahrhunderts, Jesse L. Livermore (1877-1940), formulierte schon damals treffend die Logik für diese wiederkehrenden Auf- und Abwärtszyklen: **„All through time, people have basically acted and reacted the same way in the market as a result of: greed, fear, ignorance, and hope. That is why the numerical formation and patterns recur on a constant basis“.**



„Ausgewählte Verhaltens- & Denkmuster im Rahmen von Anlageentscheidungsprozessen“

1. Kompetenzillusion

Das Gehirn filtert und vereinfacht, um der grossen Menge und Komplexität der Informationen Herr zu werden. So entstehen vereinfachte Annahmen und Schätzungen, die zu einer Reihe von Fehlverhalten führen können, zum Beispiel zu jener der Selbstüberschätzung. Prof. Kahneman spricht im Zusammenhang mit Kapitalanlagen auch davon, dass eine ganze Branche - also jene der Finanzindustrie - auf einer **Kompetenzillusion** (sogenannte „*illusion of skills*“) zu

basieren scheint. Die empirische Datenmenge nach über fünfzigjähriger Forschung zu diesem Thema ist, entgegen dem Glauben der meisten Teilnehmer am Markt, eindeutig: bei der grossen Mehrheit der Anleger gleicht die Auswahl von Einzeltiteln eher einem Würfelspiel. Dies kann man an den jährlichen Ergebnissen (Performance) ablesen. Würde die Kompetenz der Anleger eine Rolle spielen, wären die Rankings von Jahr zu Jahr stabiler. In Wahrheit ist die Korrelation zwischen aufeinanderfolgenden jährlichen Anlageergebnissen von Investmentfonds in der Regel äusserst klein, kaum grösser als null. Daher besteht unter Forschern Einigkeit darüber, dass fast alle Anleger (inklusive der Mehrheit professioneller Investoren), ob sie es wissen oder nicht - und nur wenige wissen es - ein Zufallsspiel spielen. Wertpapierhändler haben subjektiv das Gefühl, in einer Situation grosser Unsicherheit rationale, wohlbegründete Vermutungen anzustellen. In hochkomplexen Märkten aber sind auch fundierte Vermutungen nicht treffgenauer als blinde Vermutungen.

Auch sogenannte Experten unterliegen damit der Kompetenzillusion. Es fällt auch ihnen schwer, die Grenzen ihrer Vorhersagefähigkeit anzuerkennen, weil der Mensch dazu neigt, kohärente Erzählungen über vergangene Ereignisse zu konstruieren und daran zu glauben. Im Rückblick ergibt alles einen Sinn (vergleiche was alles nach 2009 über die Ursachen der Finanzkrise geschrieben wurde), eine Tatsache, die Finanzexperten jeden Tag ausnutzen, wenn sie überzeugende Erklärungen für die Ereignisse des Tages liefern (zum Beispiel die Kommentatoren bei Finanznachrichten Kanäle wie Bloomberg, CNBC, n-tv, etc.).

Die Illusion, wir verstünden die Vergangenheit, fördert die Überschätzung unserer Fähigkeit die Zukunft vorherzusagen. Der Psychologe Philip Tetlock

(Universität Pennsylvania), der im 2005 veröffentlichten Buch „*Expert Political Judgement: How Good Is It?*“ seine Studienergebnisse zusammenfasste (er trug 80'000 Vorhersagen über einen Zeitraum von 10 Jahren zusammen anhand von Befragungen von 284 Personen, die ihren Lebensunterhalt als Berater, Kommentatoren für ökonomische und politische Trends verdienen), kam ebenfalls zum Schluss, dass „diejenigen, die mehr wissen, nur geringfügig bessere Vorhersagen liefern, als diejenigen, die weniger wissen“. Selbst auf dem Gebiet, das sie am besten kannten, waren die Experten nicht deutlich besser als Nichtexperten. Vergleiche diesbezüglich die Treffsicherheit von Finanzanalysten und Ökonomen betreffend Wechselkursprognosen oder den Indexständen von Aktien zum Ende eines bestimmten Jahres. Trotzdem lassen sich die Anleger tagtäglich von den Prognosen und Einschätzungen von Marktkommentatoren etc. leiten und beeinflussen, obwohl im Rückblick eigentlich jedem auffallen sollte, dass die **Prognoseillusion** ein weit verbreitetes Problem darstellt. Es gibt wohl weit mehr als eine Million ausgebildeter Ökonomen auf der Erde. Praktisch kein einziger hat aber das Timing der Finanzkrise exakt vorausgesagt, geschweige denn, wie die Sequenz vom Platzen der Immobilienblase in den USA über den Zerfall der Credit Default Swaps bis hin zur ausgewachsenen Wirtschaftskrise ablaufen würde.

Der Harvard-Ökonom John Kenneth Galbraith sagte einmal: „**es gibt zwei Arten von Menschen, die Zukunft vorhersagen: jene, die nichts wissen und jene, die nicht wissen, dass sie nichts wissen**“. Das Problem ist im Prinzip Folgendes: Experten bezahlen für falsche Prognosen keinen Preis - weder in Geld noch über einen Reputationsverlust. Es gibt kein Sanktionsmechanismus beim Verfehlen der Prognose, aber eine Prämie (im Sinne einer Gratisoption) an

Aufmerksamkeit, Beratungsmandaten und medialem Interesse, falls die Prognose stimmt oder nur extrem genug ist. Weil der Preis der Option null ist, erleben wir eine wahre Flut an Vorhersagen. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass immer mehr Vorhersagen rein zufällig richtigliegen. Je komplexer ein System - und dazu gehört im grossen Masse das Wirtschafts- und Finanzsystem - und je länger der Zeithorizont, desto verschwommener wird der Blick in die Zukunft. Obwohl der Ölpreis, Wechselkurse, der Goldpreis, Aktienindizes oder Wachstumsraten fast unmöglich vorherzusagen sind, beschäftigen Banken, nationale und supranationale Institute (Internationale Währungsfonds, Weltbank etc.) hunderttausende Ökonomen und Experten, die den ganzen Tag nichts anderes tun als Prognosen hierzu zu erstellen.

2. Tunnelblick und adverse Informationsselektion

Ist einmal eine subjektive Meinung zu einem Anlagethema gebildet worden, zum Beispiel „*der Goldpreis wird wieder über USD 1'900 pro Feinunze steigen*“, dann haben Anleger die Tendenz, neue Informationen so zu interpretieren, dass sie mit ihren Theorien, Weltanschauungen und Überzeugungen kompatibel sind (sogenannte „**confirmation bias**“). Mit anderen Worten, neue Informationen, die im Widerspruch zu ihren bestehenden Ansichten stehen, werden ausgefiltert. Sie lesen daher lieber Berichte und Prognosen, die ebenfalls von einem weiter steigenden Goldpreis ausgehen oder kommunizieren eher mit gleichgesinnten Investoren, anstatt zu versuchen, nach gegenteiligen Meinungen zu suchen (sogenannte „**disconfirming evidence**“).

Dessen ist sich auch Warren Buffet bewusst, wenn er sagt „**was die Menschen am besten können ist, neue Informationen so zu filtern, dass bestehende Auffassungen intakt bleiben**“. Je grösser die Selbstüberschätzung der Anleger und je ausgeprägter deren

confirmation bias, desto eher haben sie Mühe, Trendumbrüche an den Märkten frühzeitig zu erkennen, zu akzeptieren und entsprechend die richtigen Schlussfolgerungen zu ziehen.

3. Zyklen und Regression zum Mittelwert

Viele der grössten Fehler in der Finanzwelt haben mit einem fehlenden Verständnis von Zyklen und dem **Phänomen der Regression** zu tun. Anleger extrapolieren Aufwärtsbewegungen und Abwärtstrends zu stark. Die Wahrheit ist aber, dass Trends nie ewig anhalten, sie sind Zyklen ausgesetzt, sie korrigieren und bewegen sich zum langfristigen Mittelwert hin. Zudem, je ausgeprägter ein Trend desto grösser die Wahrscheinlichkeit, dass dieser bricht und eine starke Gegenbewegung eintritt (Platzen der Blase beziehungsweise Start eines Aufschwungs).

Das Phänomen der Regression zum Mittelwert ist dem menschlichen Geist in der Regel fremd. Sir Francis Galton, ein berühmter Universalgelehrter, entdeckte das Phänomen und gab ihm den Namen (1886). Die Schlussfolgerung ist einfach, hat jedoch überraschende Folgen: immer wenn zwei Messwerte nicht perfekt miteinander korreliert sind, kommt es zu einer Regression zum Mittelwert und Extremsituationen (Exzesse und Aktienmarktbrüche) regredieren mit der Zeit zurück zum Mittelwert.

4. Herdentrieb, soziale Bestätigung und Gruppendenken

Anleger gehen oftmals angesichts von Ereignissen von ihrer ursprünglichen Strategie ab und folgen der Masse. Beispiel: der konservative Anleger X hat für sich seit Jahren eine maximale Aktienquote von 40% definiert. Nach Verkündung (im Sommer 2012) von EZB Präsident Mario Draghi „*alles daran zu setzen den EURO zu stützen, im Notfall auch durch den unlimitierten Kauf von Staatsanleihen*“, entscheidet

sich Anleger X ein paar Monate später, trotz anfänglicher Skepsis, einige Aktienkäufe zu tätigen, welche die Quote auf über 40% ansteigen lässt. Er glaubt zwar nach wie vor nicht wirklich, dass der Aktienmarkt weiter steigen wird, doch da die Kurse weiter anziehen kauft er hinzu, erhöht seine maximale Grenze auf 45% und wird gegen Ende des Jahres selbst zum Überzeugungstäter. Er glaubt jetzt, dass es so weitergeht und erhöht daher seine maximale tolerierbare Quote nochmals um 5% auf nun 50%. **Die Macht der Masse stellt das sich am markantesten auswirkende psychologische Phänomen dar. Ist die Herde erst am Laufen, gibt es oft kein Halten mehr.** Der Anleger X hat Angst, etwas zu verpassen. Die Herde und die Berichterstattung in den Medien geben ihm Bestätigung und seine individuelle Risikosituation ist nun unwichtig. Wenn alle so handeln und beim Anleger X zudem Gruppendenken eintritt, zum Beispiel aufgrund seiner Angehörigkeit zu einer bestimmten Investorengemeinschaft (wie Internet Blogs, Communities), dann passt auch er seine Meinung immer mehr dem vermeintlichen Konsens innerhalb der Gruppe an. So kommen letztlich Entscheidungen zustande, die jedes einzelne Gruppenmitglied unter normalen Umständen abgelehnt hätte. Dieser Herdentrieb ist das Übel hinter Blasen und Panik an der Börse.

5. Klammerung & Orientierung an den „sunk cost“ (aufgelaufene Kosten)

Anleger orientieren sich bei Verkaufsentscheidungen in der Regel am Einstandspreis. Liegt der Kurs einer Aktie über dem Einstandspreis wird verkauft (in der Regel viel zu früh). Liegt dieser unter dem Einstandspreis, wird nicht verkauft. Das Schema ist: je mehr Geld man mit einer Aktie bereits verloren hat, desto stärker hält man an dieser Position fest. Verluste möchte man ungern realisieren, es wird lieber noch zugewartet und gehofft, dass sich die Aktie wieder erholt. Ein nicht

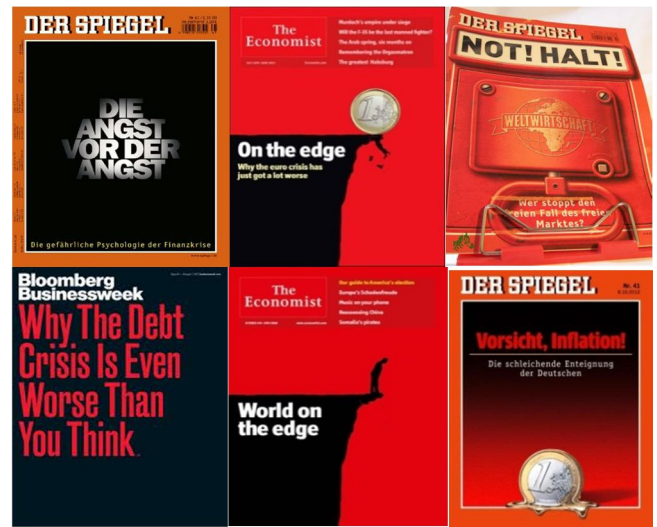
realisierter Verlust ist eben noch kein Verlust. Das ist irrational. Der Einstandspreis darf überhaupt keine Rolle spielen. Was zählt ist einzig die Aussicht auf die künftige Kursentwicklung der Aktie beziehungsweise das künftige Potential alternativer Anlagen (Opportunitätskosten). Für einen rationalen Anleger ist der Kaufpreis eine irrelevante Tatsache der Vergangenheit. Nicht so für die meisten Anleger (*Humans*).

Zudem spielt der Besitz eines Vermögensgegenstandes für den Verkaufsentscheid bei den meisten Anlegern eine nicht unbedeutende Rolle (*sogeannter Besitztum- oder „Endowment“-Effekt*). Was wir besitzen - zum Beispiel eine langjährige Aktienposition eines bestimmten Unternehmens, von dem man im täglichen Leben auch noch die Produkte kauft, oder die eigene Immobilie, Kunstsammlung, etc. - empfinden wir als wertvoller, als was wir nicht besitzen. Anders formuliert: wenn wir etwas verkaufen, verlangen wir mehr Geld, als wir selbst dafür bereit wären, auszugeben. Dieser Effekt tritt erstaunlicherweise auch schon beim Fast-Besitz ein: bei Auktionen fühlen sich die Bieter, die bis zuletzt mitbieten bereits als Besitzer. Entsprechend hat das Objekt der Begierde für die potentiellen Käufer an Wert zugenommen. Sie sind plötzlich bereit einen höheren Preis zu bezahlen, als jenen, den sie sich vorgenommen haben. Beispiele hierzu sind Immobilien-, Kunst- oder Unternehmenskäufe, die in einem Auktionsverfahren erworben werden.

6. Verlustaversion

Das Konzept der Verlustaversion ist eines der wichtigsten Beiträge der Psychologie zur Verhaltensökonomik. Für die meisten Menschen ist die Furcht, EUR 100 zu verlieren, stärker als die Hoffnung, EUR 150 zu gewinnen. **Selbst auf rein symbolische Bedrohung reagiert das Gehirn schnell.** Emotional aufgeladene

Wörter in den Medien ziehen rasch die Aufmerksamkeit auf sich, und negativ besetzte Wörter (**Verbrechen, Finanzkollaps, Pleite Griechenlands, Auseinanderbrechen des EURO, etc.**) ziehen die Aufmerksamkeit schneller auf sich als positiv besetzte (**Frieden, Stabilisierung des Immobilienmarktes, abnehmende Arbeitslosigkeit, etc.**).



Die neue Erwartungstheorie (Daniel Kahneman / Amos Tversky) - welche gerade das Versagen der Rationalität in ihre Forschung einbaut - setzt sich eingehend mit dem Verhalten der *Humans* auseinander. Diese werden von der sofortigen emotionalen Wirkung von **Gewinnen** und **Verlusten** geleitet und eben weit weniger von langfristigen Vermögensaussichten oder der globalen Nutzenerwartung, auf welche die klassische Nutzentheorie abstellt. Die Präferenzen und Entscheidungsmuster werden in der neuen Erwartungstheorie in vier Szenarien („**das viergeteilte Muster**“) unterteilt:

Gewinne

a) **Möglichkeitseffekt:** dies ist der klassische Fall eines Lotterieloses oder eines Besuchs im Casino (Roulette). Beispiel: 5% Eintrittswahrscheinlichkeit („WS“) im Sinne einer Lotterie EUR 10'000 zu gewinnen. Obwohl

die WS sehr niedrig ist, genügt die Möglichkeit auf einen Gewinn und Menschen lassen sich zum Eingehen einer solchen Wette verleiten (sie sind diesbezüglich **risikofreudig**).

b) Sicherheitseffekt: Menschen sind risikoscheu. Sie sind bereit, sich mit weniger als dem Erwartungswert eines Glücksspiels zufriedenzugeben, um einen sicheren Gewinn festzuschreiben. Beispiel: 95% WS EUR 10'000 zu gewinnen oder 100% WS EUR 9'500 sicher zu erhalten. Die sichere, das heisst die zweite Option, wird in der Regel vorgezogen und nicht die Lotterie (**risikoscheues** Verhalten).

Verluste

a) Möglichkeitseffekt: dies entspricht dem klassischen Fall des Versicherungsschutzes. Beispiel: 5% WS EUR 10'000 zu verlieren. Obwohl die Wahrscheinlichkeit sehr niedrig ist, besteht hier die Angst vor einem hohen Verlust (**risikoscheues** Verhalten). Die Versicherungsbranche bedient sich diesen Verhaltens und verdient durch Versicherungsprämien ihr Geld. Menschen sind bereit, weit mehr für eine Versicherung zu bezahlen, als dies dem Erwartungswert des Risikos entspricht. Dies ist auch ein Grund dafür, dass die Preise für Optionen an den Kapitalmärkten oder allgemeine Absicherungsstrategien unmittelbar nach einer grösseren Korrektur in der Regel sehr teuer zu erwerben sind.

b) Sicherheitseffekt: die Erkenntnisse aus diesem Szenario sind äusserst interessant und entsprechen nicht den intuitiv erwarteten Mustern. Beispiel: 95% WS EUR 10'000 zu verlieren oder 100% WS einen Verlust über EUR 9'500 zu realisieren. Der sichere Verlust ist sehr aversiv, weil die Reaktion auf einen Verlust von EUR 9'500 mehr als 95% so intensiv ist wie die Reaktion auf einen Verlust von EUR 10'000. *Die Empfindlichkeit gegenüber dem sicheren Verlust nimmt bei steigender WS einer Lotterie ab, beziehungsweise*

die Aversion gegen den sicheren Verlust steigt. Das ist eine sehr wichtige Schlussfolgerung, denn mit ihr lassen sich Entscheidungsprozesse - und damit auch Übertreibungen und Krisen - an den Anlagemärkten oder auch sonst in politischen Prozessen etwas besser verstehen. Hier entscheiden sich Menschen, die mit sehr negativen Situationen konfrontiert sind, für wenig aussichtsreiche Wetten (**risikofreudiges** Verhalten), wobei sie für die geringe Hoffnung, einen grossen Verlust zu vermeiden, eine hohe Wahrscheinlichkeit in Kauf nehmen, alles noch schlimmer zu machen. Beispiel: der **Portfoliomanager** im Auftrag von Kunden, der bereits sehr hohe Buchverluste erlitten hat und welcher nun in der Hoffnung, diese wieder wettzumachen, plötzlich die Risikotoleranz in seinen Portfolios merklich erhöht und neue Anlageinstrumente aufnimmt, die hochspekulativen Charakter aufweisen. Oder man betrachte die Krisensituation in **Griechenland seit 2010**: soll die Europäische Union (EU) in enger Zusammenarbeit mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Europäischen Zentralbank (EZB) Griechenland, um das Land vor dem Bankrott zu retten, weiteres Geld geben oder nicht? Hier besteht also die Wahl zwischen dem sicheren Verlust (*Sicherheitseffekt*, das heisst Griechenland Schulden abzuschreiben) und der Lotterie, mit einer hohen Wahrscheinlichkeit noch grössere Verluste in Kauf zu nehmen, wenn Griechenland die Schulden am Ende doch nicht zurückzahlen kann. Man kennt den Ausgang nicht, doch man schießt letztlich lieber neues Geld nach, da die Empfindlichkeit gegenüber dem sicheren Verlust abnimmt und der Sicherheitseffekt die Aversion gegenüber der Lotterie reduziert. Dasselbe Phänomen sieht man auch bei der Umsetzung von Grossprojekten in der **Wirtschaft** (vor allem im Rahmen von Unternehmensübernahmen, die sich im Nachhinein als Desaster entpuppen) und der **Politik** (ein weiteres

aktuelles Beispiel neben Griechenland ist das gescheiterte, Drohnenprojekt „Euro-Hawk“ der deutschen Bundeswehr). Weil Niederlagen so schwer zu verkraften sind, kämpfen die Verlierer in Kriegen oftmals weit über den Punkt hinaus, an dem der Sieg der anderen Seite sicher und nur eine Frage der Zeit ist.

Die kritische Auseinandersetzung mit dem Konzept der Verlustaversion hilft dem vorausschauenden Investor das Auf und Ab an den Kapitalmärkten - auch ausserhalb jeglicher Kennzahlen wie KGVs, Dividendenrenditen, Zinsdifferenzen, etc. - besser zu verstehen und sich entsprechend einzustellen. Sehr erfolgreiche Investoren und Händler an den Finanzmärkten verstehen diese Konzepte zum Teil intuitiv und leben davon, dass sie sich durch bewusste Strategien gegen den emotionalen Schmerz von Verlusten abschirmen.

7. Denken in Wahrscheinlichkeiten und exponentiellem Wachstum

Menschen handeln in der Regel nicht unter Berücksichtigung von Wahrscheinlichkeiten (vergleiche auch die Beispiele unter Punkt 6 oben), **orientieren sich eher an linearen Massstäben** - daher auch das Extrapolieren von Wachstumsraten, Aktienmarktentwicklungen, etc. - **und haben Mühe das Konzept des exponentiellen Wachstums zu verstehen**. Laut Untersuchungen der Ökonomen Joshua Tasoff (Claremont Graduate University) und Matthew Levy (London School of Economics) glauben die meisten Menschen, dass eine 1%-ige Erhöhung der stetigen Rendite (Zinseszinsseffekt auf das Vermögen) dieselbe Wirkung bei allen Wachstumsraten hat. Daher ist es nicht verwunderlich, dass im heutigen Niedrigstzinsumfeld die Investoren nach neuen Renditemöglichkeiten suchen, wo schon kleinste Gewinne anscheinend viel bedeuten (zum Beispiel: weg von Staatsanleihen in Unternehmensanleihen, bis hin zu

hochverzinslichen Anleihen und Anleihen von Schwellenländern, etc.). Die Realität sieht aber anders aus. Über einen Zeitraum von 10 Jahren wächst ein Vermögen von EUR 10'000 bei einer jährlichen Rendite von 2% auf EUR 12'190 an; bei 3% auf EUR 13'439 oder EUR 1'249 mehr. Aber dasselbe EUR 10'000 Vermögen wächst bei einer jährlichen Rate von 12% über diesen Zeitraum auf EUR 31'058 an; bei 13% auf EUR 33'946 oder EUR 2'887 mehr.

Anders ausgedrückt, ein wenig mehr Rendite im heutigen Umfeld ist nicht annähernd so wertvoll wie die meisten Investoren glauben. Trotzdem wagen sich immer mehr Anleger in Vermögensklassen, derzeit im Trend sind Schwellenländeranleihen von sogenannten „frontier markets“, deren Risiko sie nicht wirklich verstehen, erhöhen die Aktivität (Kauf/Verkauf) in deren Portfolios oder versuchen „auf Teufel komm raus“ den letzten Zinsvorteil auszunutzen. Auch dieses Anlegermuster ist ein potentieller Brandherd für künftige Blasenbildung in einzelnen Vermögensklassen und/oder Regionen. Die Zinspolitik der Zentralbanken wirkt hier gewollt oder ungewollt - quasi als Brandbeschleuniger - noch verstärkend.

„Fazit“

Um an den Märkten erfolgreich zu sein ist es notwendig - neben einem Grundverständnis für makroökonomische Zusammenhänge und Finanzkennzahlen - die psychologischen Entscheidungsmerkmale der Akteure zu verstehen, deren aktuelle Aktionen zu ordnen und entsprechende Schlussfolgerungen daraus zu ziehen. Um den psychologischen Effekt von Äusserungen sind sich auch die Exponenten der Zentralbanken bewusst. Es reicht manchmal schon ein „Bluff“, um die Herde der Marktteilnehmer in die eine oder andere Richtung zu treiben: vergleiche die Ankündigung der EZB im Sommer 2012 den EURO zu stützen ohne im Anschluss

jedoch tatsächlich Unsummen an Staatsanleihen zu erwerben um das beabsichtigte Ziel zu erreichen.

Gleichwohl braucht es möglichst vor potentiellen Trendwendepunkten auch den **Mut und den Willen gegen den Strom zu schwimmen**, sich den typischen Verhaltensmustern der meisten *Humans* zu widersetzen und **antizyklisch und auf den ersten Blick unvernünftige** - weil nicht dem Konsens angepasste - **Entscheidungen zu treffen**.

Wenn man sich als Anleger den oben beschriebenen Verhaltensmustern bewusst ist, die Erkenntnisse daraus in eine **persönliche Anlage- & Risikostrategie** einfließen lässt und **Strukturen sowie Prozesse schafft**, um gewisse „**menschliche Schwächen**“ zu **überwinden**, dann werden **voraussichtlich auch die Anlageergebnisse über die Zeit konsistenter und besser**. Traut man sich dies grundsätzlich nicht selbst zu oder will man sich um Anlagethemen nicht selber kümmern, dann hilft die Auslagerung an Profis. **Professionelle Berater und Investoren aber, die sich kritisch mit allen Aspekten des Investierens auseinandersetzen, die unabhängig denken, handeln und die sich nicht durch (konzern-) interne Zwänge nolens volens leiten lassen** (wie beispielsweise Interessenskonflikte in der Anlageproduktauswahl oder konsensorientierte und träge Anlageentscheide, die typischerweise durch grosse Investment Gremien getroffen werden).

Die Situation an den Kapitalmärkten zeigt sich derzeit aufgrund der nach wie vor schwächelnden Weltkonjunktur so, dass zwar die wenigsten sehr euphorisch sind, gleichwohl sich zu relativ aggressiven Aktionen gezwungen fühlen. Wenn man die tägliche Flut an Emissionen von Unternehmensanleihen sowie Staats- und Unternehmensanleihen aus den Emerging Markets, etc. verfolgt und sieht, wie rasch diese von den Anlegern absorbiert werden (zum Teil x-fach

überzeichnet), muss man sich schon fragen, ob das Risiko richtig bewertet wird. Wahrscheinlich nicht. Entscheiden sich die Notenbanken ihre Lockerungspolitik irgendwann wieder zu revidieren, indem die Zinsen graduell wieder zu steigen beginnen, scheinen insbesondere diese Vermögensklassen gefährdet. Die Milliarden an Geldmitteln, die in Schwellenländeranleihen in den letzten Jahren hineingeflossen sind (laut Schätzungen von Citigroup sind allein durch Retailinvestoren im 2012 deutlich über USD 6 Mrd. investiert worden und dazu noch deutlich grössere Volumen durch institutionelle Investoren), werden dann auch schnell wieder den Weg hinaus finden wollen. Doch wenn alle gleichzeitig durch die Türe hinausrennen möchten (ähnlich dem Platzen der Blase in 1997), wird es für viele Investoren unter Umständen sehr unangenehm. Strukturell kann die heutige Lage nicht mehr mit der Situation Ende der 90-iger verglichen werden, doch die Tendenz zu gewissen Übertreibungen ist auch heute deutlich sichtbar. In der westlichen Welt sind Überbewertungen insbesondere bei Staatsanleihen (zum Beispiel bei 10-jährigen Papieren) - welche in KGVs umgerechnet - mit Werten um die 50 handeln, festzustellen. Unternehmen mit Bonitäts-/Kreditratings von „B/BB“ erhalten darüber hinaus aktuell im Durchschnitt Kapital zu einem Zinssatz unter 5%, was historisch betrachtet einmalig ist. Da nützt es auch wenig, wenn Finanzprofis im Rentenbereich hinweisen, dass die „*spreads*“ (Zinsdifferenz zwischen hochverzinslichen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen) vor Ausbruch der Finanzkrise niedriger waren. Es ist wahrscheinlich nur eine Frage der Zeit, dass auch in diesen Segmenten eine Regression hin zum langfristigen Mittelwert und somit ein Fallen der Preise stattfindet.

...trotz Anerkennung der Prognoseillusions-Thematik sei hier eine Prognose erlaubt, die mit höchster

Wahrscheinlichkeit eintreffen wird: solange Menschen mit ihren doch nicht so rationalen Handels- und Entscheidungsmustern an den Märkten aktiv sind, wird es auch in Zukunft immer wieder Zyklen, Exzesse und Paniksituationen geben. Daran wird auch die noch so strengste Finanzmarktregulierung, die gerade jetzt wieder bei den Aufsichtsbehörden rund um den Globus im Fokus steht und eine wahre Renaissance erlebt, nichts ändern können. Wer sich nur ein wenig mit der Finanz- und Kapitalmarkthistorie der letzten 150 Jahren befasst, wird das wiederholte Scheitern solcher Bestrebungen erkennen. Letztlich lassen sich die Verhaltensmuster der Humans an den Kapitalmärkten kaum regulieren...



Quellen zum nach- und weiterlesen:

- *The Myth Of The Rational Market: A History Of Risk, Reward, And Delusion On Wall Street* (Justin Fox; HarperCollins Publisher, 2009)
- *Reminiscences Of A Stock Operator* (Erwin Lefèvre; John Wiley & Sons, 1993)
- *Jesse Livermore, How To Trade In Stocks* (Richard Simmen; The McGraw-Hill Companies, 2001)
- *Verschiedene Artikel & Kommentare von David Wessel im Wall Street Journal* (2011-2013)
- *Thinking, Fast And Slow* (Daniel Kahneman; Penguin Group, 2011)
- *Judgement Under Uncertainty: Heuristic and Biases* (Daniel Kahneman, Paul Slovic, Amos Tversky; University of Cambridge, UK, 1982)
- *Quasi Rational Economics* (Richard H. Thaler; Russell Sage Foundation Publications, 1994)
- *This Time Is Different: Eight Centuries Of Financial Folly* (Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff; Princeton University Press, 2009)
- *Die Kunst des klaren Denkens* (Rolf Dobelli, Hanser, 2011)
- *Anatomy Of The Bear, Lessons From Wall Street's Four Great Bottoms* (Russell Napir; CLSA Books, 2005)
- *Beware Of Bubbles: Asian Debt* (Paul J. Davis; Kommentar in der Financial Times, 2013)
- *Marktkommentar von Howard Marks, Oaktree Capital* (Passage zum Thema Entwicklung eines Aufwärtstrends wurde aus dem Englischen übernommen und zwar aus dem Memo mit dem Titel „Ditto“, 2013)
- *The Influential Investor. How Investor Behavior Is Redefining Performance* (State Street, Center for Applied Research, 2013)
- *Beyond Greed And Fear, Understanding Behavioral Finance And The Psychology Of Investing* (Hersh Shefrin; Oxford University, 2002)
- *The Paradox Of Choice: Why More Is Less* (Barry Schwartz; Harper Perennial, 2004)