

Irrationales Verhalten erkennen, um rational anzulegen

Mit Fragen, die sich an Behavioral Finance orientieren, berücksichtigt die Bank Leu auch psychologische Aspekte beim Festlegen der Aktienquote. In Zusammenarbeit mit führenden Forschern des Behavioral-Finance-Ansatzes wurde ein neuartiger Fragebogen entwickelt.



Von Dr. Claudio Mazzoni
Leiter Portfolio Consulting Bank Leu

“Markets can remain irrational longer than you can remain solvent.”
John Maynard Keynes

Die Aktienkurse haben sich seit 1990 so aussergewöhnlich bewegt, dass deren Verlauf in der Geschichte der Aktienmärkte einen einzigartigen Platz einnimmt. Nach extremen Kursanstiegen waren in den letzten beiden Jahren auch extreme Rückgänge zu verzeichnen. Das massive Auf und Ab der Kurse hat noch einmal deutlich gemacht, dass die Marktteilnehmer häufig irrational handeln. Mit den traditionellen Modellen der Finanzanalyse ist dem

Aktienmarkt nicht mehr beizukommen. Die Entwicklung der Kurse muss mit neuen Ansätzen untersucht werden, Ansätzen, die irrationale Faktoren der Marktteilnehmer berücksichtigen. Verhaltensweisen, die auf Gier und Euphorie auf der einen Seite und Panik und Angst auf der anderen Seite hinweisen, helfen uns, die Marktentwicklung besser zu verstehen. Behavioral Finance liefert eine rationale Analyse für das irrationale Verhalten an den Finanzmärkten. Dieser Forschungsbereich ist nicht neu, hat aber während des letzten Jahrzehnts an Bedeutung gewonnen, weil die Märkte ein exzellentes Beispiel für alle in der Behavioral Finance analysierten Phänomene lieferten.

Unsere Aufgabe als Berater besteht darin, Euphorie und Panik, die durch Kursbewegungen im Depot der Anleger entstehen, zu vermeiden. Während der 90er Jahre hatten fast alle Anlegerinnen und Anleger ihre Aktienquoten erhöht. Der Kurszerfall, der im August 2000 begann, traf die meisten Investoren freilich nicht unerwartet. Dennoch hatten nur wenige ihre Aktien rechtzeitig verkauft. Wie konnte das geschehen? Im Lauf der prosperierenden 90er Jahre hatten viele ihre Aktienquote erhöht, und damit stiegen auch die Risiken, die sie eingingen. Die Gründe für die drastische Erhöhung der Aktienquote sind vielseitig. Die Anleger waren optimistisch und erhöhten laufend den Aktienanteil und dadurch auch den Risikoanteil in ihren Portfolios. Die

gewaltigen Kurseinbrüche, die kurz darauf folgten, wirkten sich viel folgenschwächer auf die angelegten Vermögen aus, als die meisten Investoren ursprünglich erwartet hatten. So wurden die letzten beiden Jahre für viele Anlegerinnen und Anleger zum Alptraum.

Inwieweit können uns nach den vergangenen Ereignissen die Erkenntnisse aus der Behavioral Finance helfen? Zwei Wege führen zum Ziel: Zum einen kann man die sogenannten «Marktanomalien», die in der Behavioral Finance beschrieben werden, ausnützen, um den Kursverlauf von Aktien zu prognostizieren. Dazu lassen sich verschiedene Produkte bilden; die Bank Leu beispielsweise bietet hierzu das Smiler-Zertifikat an.

Unser Ansatz besteht darin, dem Anleger eine Entscheidungshilfe zu geben. Wie schätzt sich die Investorin oder der Investor selbst ein? Wir schlagen eine Methode vor, die erlaubt, das individuelle Anlegerverhalten mit Hilfe eines Fragebogens einzuschätzen. Stimmt die Selbsteinschätzung mit der effektiven Risikotoleranz überein, dann lassen sich böse Überraschungen am Ende des Jahres vermeiden. Unser Fragebogen baut auf den wichtigsten Erkenntnissen der Behavioral-Finance-Forschung auf.

Selbsteinschätzung nach Kriterien der Behavioral Finance

Der Fragebogen wurde in enger Zusammenarbeit mit PD Dr. Dr. Bodo Vogt

von der Universität Bielefeld und Prof. Dr. Thorsten Hens von der Universität Zürich erstellt. In vielen Bereichen werden Erkenntnisse der Risikowahrnehmung auf individueller Basis verwendet. Die Fragen decken die Risikofähigkeit (wieviel Risiko *kann* ein Investor eingehen?), die Risikoneigung (wieviel Risiko *will* ein Investor eingehen?) und die Risikowahrnehmung (wie *bewusst* geht ein Investor Risiken ein?) ab.

Wieviel Risiko *kann* ein Investor eingehen?

Wie risikofähig der Anleger ist, d.h. wie hohe Risiken er aufgrund seiner finanziellen Situation eingehen kann, hängt davon ab, welchen Zwecken sein Vermögen dienen soll. Entsprechend ist besonders risikofähig

- wer kurzfristig sein Vermögen nicht antasten muss oder sogar weitere Geldzuflüsse erwartet
- wer über einen langen Anlagehorizont verfügt
- wer darüber hinaus gar noch über ungebundene Gelder verfügt

Mit diesen Fragen werden die sogenannten «harten» Faktoren eingefangen. Dabei handelt es sich meist um Fragen, die sich leicht quantifizieren lassen. Ein Beispiel: «*Welchen Anteil Ihres Jahreseinkommens macht das Anlagevermögen ungefähr aus?*»

Dieser Fragetypus ist bei allen Fragebögen zur Bestimmung der Anlagestrategie weit verbreitet. Doch dies allein genügt kaum zur Ermittlung der Anlagestrategie, weil damit offenbleibt, ob der Anleger sich selbst und sein Verhalten in schwierigen Situationen richtig eingeschätzt hat. Das Verhalten kann man mit folgenden Fragen abschätzen.

Wieviel Risiko *will* ein Investor eingehen?

Die Risikoneigung hängt von folgenden Faktoren ab:

- *Erfahrungen*: Erfahrungen prägen das künftige Verhalten. Gute Erfahrungen mit Finanzanlagen erhöhen die Risikoneigung. Der Mensch neigt dazu, kurz zurückliegende Er-

eignisse stärker zu bewerten als lang zurückliegende. Zusätzlich neigen Menschen dazu, ihre Fähigkeiten, insbesondere ihre Prognosefähigkeit, zu überschätzen.

- *Temperament und Charakter*: Disziplin, eine festgelegte Strategie auch in turbulenten Phasen durchzuführen, Ausgeglichenheit, um trotz Vermögensverlusten ruhig schlafen zu können, und Mut, Verluste zu realisieren statt nur zu bereuen, sind Eigenschaften, welche die Risikoneigung erhöhen.
- *Know-how*: Je besser ein Investor Anlagemärkte und -instrumente versteht, desto eher kann er die mit Investitionen verbundenen Risiken abschätzen.

Trifft hohe Risikoneigung auf geringe Risikofähigkeit, so ist es besonders wichtig, sich seiner finanziellen Grenzen bewusster zu werden.

Mit diesen Fragen möchte man abklären, wieviel Verlust der Anleger maximal einzugehen bereit ist. Die Fragen in diesem Zusammenhang sind deshalb wichtig, weil man vermeiden möchte, dass der Anleger im ungünstigsten Zeitpunkt seine Geduld verliert und Entscheidungen trifft, die er später bereuen würde.

Fragebeispiel: «*Sie möchten 1 Million investieren. Mit der Investition haben Sie die 50%ige Chance, entweder innerhalb eines Jahres 1 Million zu gewinnen oder weniger als 1 Million übrig zu haben. Wieviel sollte von der Million im ungünstigsten Fall übrigbleiben, damit Sie noch investieren?*»

Wie wird Risiko wahrgenommen?

Fragen zur Risikowahrnehmung überprüfen, ob die Risikoneigung und die Risikofähigkeit aufeinander abgestimmt sind. Die Risikowahrnehmung ist ein wesentlicher Teil der Selbsteinschätzung für die Festlegung einer Anlagestrategie. Sie ist keine unerschütterliche Konstante im Leben eines Anlegers, sondern bildet und verändert sich aufgrund der individuellen psychischen Verfassung und aufgrund des wirtschaftlichen Umfeldes. Ein Anleger wird zwar die Zusammenhänge an den internationalen Finanzmärkten verstehen und die einmal festgelegte

Strategie diszipliniert verfolgen. Wenn er aber bei der Beurteilung die eingegangenen Risiken in bezug auf seine Risikofähigkeit falsch einschätzt, läuft er Gefahr, zu einem ungünstigen Zeitpunkt seine Strategie wechseln zu müssen. Mit der Abklärung zur Risikowahrnehmung verhindern wir also unangenehme Überraschungen.

Eine Frage zur Risikowahrnehmung könnte etwa folgendermassen lauten: «*Sie erleiden einen Autounfall und die Versicherung bezahlt den Schaden nicht. Müssen Sie in diesem Fall auf Ihr Anlagevermögen zurückgreifen?*»

Der Fragebogen unterstützt den Anleger, sich frei von Emotionen in finanzieller Hinsicht selbst einzuschätzen. Er kann mit geringem Aufwand selbst ausgefüllt und ausgewertet werden. Nach bloss sechs Fragen ist man bereits am Ziel. Alle relevanten Bereiche der individuellen Risikotoleranz werden dabei angesprochen. Als Resultat erhält man die optimale persönliche Aktienquote. Dies ist ein erster Hinweis für die massgeschneiderte Beratung im Anlagegeschäft. Die Kompetenz des persönlichen Beraters kann ein Fragebogen aber nie ersetzen. Er dient dem Kundenberater vielmehr als zusätzliches Arbeitsinstrument im Kundengespräch.

Der Fragebogen, eine Beilage zur Studie «Chancen und Risiken in den Finanzmärkten» der Bank Leu, kann bei der Bank Leu bestellt werden. ●

Bank Leu AG
Bahnhofstrasse 32
Postfach
8022 Zürich
Schweiz
Telefon +41 1 219 11 11
Fax +41 1 219 31 97
info@leu.com
www.leu.com