

# Die neue Sicht

■ Prof. Dr. Thorsten Hens, Institut für Empirische Wirtschaftsforschung, Universität Zürich

*Die Traditionelle Finance hat einen tiefen Graben zwischen Wissenschaft und Praxis gezogen. In der Wissenschaft wurden Idealwelten vollkommen rationaler Investoren in perfekten Märkten studiert, während man in der Praxis mit den alltäglichen Irrationalitäten der Anleger und den Unvollkommenheiten der Märkte zu kämpfen hat. Durch die exakte Erfassung des menschlichen Verhaltens ist es der Behavioural Finance gelungen, eine Brücke zwischen diesen beiden Welten zu bauen.*

Der Verlauf der Aktienkurse war im letzten Jahrzehnt so aussergewöhnlich und dramatisch, dass er in der Geschichtsschreibung des Aktienmarktes einen besonderen Platz einnehmen wird. Die extremen Abweichungen von Kursen zu den Fundamentalwerten machen deutlich, dass allein mit der Rationalitätshypothese der Traditionellen Finance dem Aktienmarkt nicht «beizukommen» ist. Das Versagen der auf vollkommener Rationalität fussenden Traditionellen Finance hat die Behavioural Finance auf den Plan gerufen, welche versucht, eine wissenschaftliche und damit rationale Analyse des irrationalen Verhaltens an den Finanzmärkten zu liefern. Zum einen hilft sie, die Vielfalt der Finanzpersönlichkeiten von Investoren abzubilden und damit die Anlageberatung und die Produktentwicklung zu verbessern. Zum anderen helfen Modelle der Behavioural Finance, wechselnde Marktphasen zu beschreiben, sodass das Asset Management auf ein neues Fundament gestellt wird. Hieraus ergeben sich vielfältige Anwendungsmöglichkeiten in der Praxis.

## Rationale Zufälligkeit

Schon 1900 behauptete Louis Bachelier, dass Aktienkurse rein zufällig verlaufen: Wie ein Betrunkener, dessen Schritte zufällig nach rechts oder nach links vom Weg abweichen, bewegen sie sich in einem unvorher-

sagbaren Zick-Zack. Dieser sogenannte «Random Walk» der Aktienkurse schockierte die Welt der Ökonomen. Wie kann es sein, dass Aktienkurse, welche doch Investitionsentscheidungen und damit Wachstum und Wohlstand bestimmen sollten, rein zufällig sind? Versagt hier auf dem Markt mit höchstem Organisationsgrad die Lenkungsfunction der Preise? Ist der Aktienmarkt irrational?

Keinesfalls! «Gerade die Rationalität der Anleger ist der Grund für die Zufälligkeit der Kurse», war die verblüffende Antwort von Nobelpreisträger Paul Samuelson 1965. Denn wenn alle Anleger vollkommen rational sind und jede Arbitrage (Möglichkeit risikoloser Gewinne) sofort erkennen, dann nehmen sie jeden Trend der Aktienkurse vorweg. Die kurzfristigen irregulären Schwankungen sind die nicht vorhersagbaren Abweichungen vom antizipierten Trend. Vor allem sind keine systematischen Überschussrenditen möglich, ohne erhöhtes Risiko in Kauf zu nehmen, da man nicht systematisch mit Wetten auf unvorausehbare Kursbewegungen gewinnen kann.

Die Traditionelle Finance liefert «Balsam für die Nerven» der Investoren. So kann man ungeachtet der täglichen Schwankungen seines Vermögens beruhigt sein, dass man doch nichts Besseres hätte tun können, als sein Portfolio möglichst gut zu diversifizieren und still zu halten nach der

These: «Keiner kann den Markt schlagen – also auch ich nicht.» Insbesondere beschränkt sich aus der Sicht der Traditionellen Finance die Kundenklassifizierung und die Anlageberatung darauf, wie viel risikolose Anlagen man einem wohl diversifizierten Fonds, der den Marktindex nachbildet, beimischen sollte. Das Angebot dieser Indexfonds ist die einzige Aufgabe der Produktentwicklung.

## Schlechte Diversifikation

Betrachten wir die Portfolios von Kleinanlegern, so bemerken wir, dass diese leider nicht so perfekt diversifiziert sind, wie sie es nach der traditionellen Theorie sein sollten. Kleinanleger halten oft nur Aktien von sehr wenigen Firmen (durchschnittlich drei bis vier), deren Namen ihnen vertraut sind.

Das folgende Beispiel zeigt auf, dass aber selbst Personen, die geübt sind, Lotterien auszuwählen, falsch diversifizieren und deshalb Gewinnmöglichkeiten verschenken:

### Beispiel 1:

- Wählen Sie zunächst zwischen
- (A) einem sicheren Gewinn von 2400 Franken und
  - (B) einer 25%-Chance, 10 000 Franken zu gewinnen, oder nichts zu gewinnen.
- Wählen Sie auch zwischen
- (C) einem sicheren Verlust von 7500 Franken und
  - (D) einer 75%-Chance, 10 000 Franken zu verlieren, oder nichts zu verlieren.

Ihre Auszahlung ist die Kombination der von Ihnen gewählten Lotterien. Die typische Wahl in diesem Beispiel ist (A&D). Begründung: (A) wird (B) vorgezogen, da die erwartete Auszahlung (die Auszahlung multipliziert mit der Wahrscheinlichkeit der Auszahlung) von (B) nur um 100 Franken höher als die sichere Auszahlung



FOTO: PIERRE FREYHILLER, APPUNTO

*Der Herdentrieb einer passiven Indexstrategie hat schon manchen Anleger ins Verderben geführt. Der Reiter, der auf spekulativen Blasen zu reiten versteht, ist der Gewinner. (Schafherde in Patagonien)*

von (A) ist. Die meisten Befragten sind deshalb nicht bereit, das Risiko einzugehen, nichts zu bekommen. (D) wird (C) vorgezogen, weil man damit eine Chance hat, den sicheren Verlust in (C) zu vermeiden.

Betrachten wir jedoch die kombinierten Auszahlungen, so ergibt sich: (A&D) liefert eine 75%-Chance, 7600 Franken zu verlieren, und mit 25% Wahrscheinlichkeit gewinnt man 2400 Franken. (B&C) liefert eine 75%-Chance, 7500 Franken zu verlieren, und mit 25% Wahrscheinlichkeit gewinnt man 2500 Franken. Also ist die Kombination (B&C) in jedem Fall besser!

#### Weitere Informationen zum Thema:

Hersh Shefrin: *Beyond Greed and Fear*, Harvard Business School Press, 2000.

Robert J. Shiller: *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, New Jersey, 2000.

[www.behavioralfinance.ch](http://www.behavioralfinance.ch)  
[www.behavioral-finance.de](http://www.behavioral-finance.de)  
[www.behavioralfinance.li](http://www.behavioralfinance.li)  
[www.unisg.ch/org/mcm/cfc/ecbf.nsf](http://www.unisg.ch/org/mcm/cfc/ecbf.nsf)

#### Mentale Konten und Verlustaversion

Die Erklärung, dass man intuitiv (A&D) auswählt, basiert auf Aspekten der Prospekttheorie von Kahneman und Tversky. Zum einen betrachten die Anleger verschiedene Anlagekategorien meist unabhängig voneinander. Es werden sogenannte «mentale Konten» gebildet wie risikolose Anlagen (Sparbuch), Upside Potential (Hedge Funds) oder Downside Risk (Aktien). Zwischen diesen Konten wird zu wenig diversifiziert. Im obigen Beispiel werden für die Lotteriepaaire (A) und (B) sowie (C) und (D) je ein mentales Konto eröffnet. Zum anderen sind Anleger verlustavers, d.h. Verluste schmerzen weitaus mehr als Gewinne erfreuen: 100 Franken Verlust werden erst durch 225 Franken Gewinn psychologisch ausgeglichen. Das Zusammenspiel dieser beiden Faktoren versperrt die Sicht auf die klar bessere Asset Allokation (B&C).

Die Verlustaversion führt in der Praxis auch dazu, dass man gänzlich auf die langfristig vorhandene Überrendite von Aktien gegenüber Bonds (Equity Premium) verzichtet. Auf kurze Sicht scheint es so, als ob Aktien ebenso häufig fallen wie steigen, sodass die stärkere Gewichtung der Verluste eine Aktienanlage als sehr

unattraktiv erscheinen lässt. Deshalb sollte der Anlageberater mit seinem Kunden vereinbaren, die Performance der Aktienanlagen zwar regelmäßig, aber eher selten zu überprüfen, und darüber hinaus klare Ereignisse wie etwa einen Maximalverlust definieren, die von dieser Regel abweichen lassen. Die Verlustaversion liefert auch eine Anregung für die Produktentwicklung, da Produkte mit Kapitalschutz aus Sicht des Anlegers sehr attraktiv sind.

Mentale Konten und Verlustaversion sind nur zwei Beispiele für eine Vielzahl von Anomalien, die im individuellen Investitionsverhalten auftreten.

#### Fehlverhalten oder Persönlichkeitsmerkmal?

Fehlentscheidungen haben ihre Ursache meist in einer *Kombination* von Faktoren. Es ist überhaupt nicht irrational, Verluste stärker zu gewichten als Gewinne, und das Führen von mentalen Konten kann eine sinnvolle Vereinfachung komplexer Situationen sein. Jedoch führt die Verknüpfung von beidem zu irrationalen Entscheidungen. Die saubere Trennung zwischen Persönlichkeitsmerkmalen wie Verlustaversion und Heuristiken, wie Mental Accounting stellt eine grosse Herausforderung in der Anla-

geberung dar. Nur solch eine Analyse kann Grundlage einer Beratung sein. Es ist zum Beispiel völlig unsinnig, sich als Anlageberater über die Verlustaversion mit ermunternden Worten wie «trauen Sie sich mal was zu» hinwegzusetzen.

### Überschussvolatilität, Momentum und Reversal

Die klare Empfehlung eines passiven Investitionsstils widerspricht dem ausgeprägten Selbstbewusstsein vieler Anleger. Befragungen zeigen im-

mer wieder, dass weit mehr als die Hälfte aller Anleger überzeugt sind, sie könnten den Markt schlagen, d.h. sie seien viel bessere Anleger als der Durchschnitt, was schon rein logisch nicht sein kann. Insbesondere glauben eher die Unerfahrenen, sie seien viel besser als der Markt, während Experten wie Soros und Paine Webber schon überaus zufrieden sind, wenn sie langfristig um 2-3% besser abschneiden als der Markt. Dieses Phänomen, genannt «Overconfidence», führt zu exzessiven Handelsvo-

lumina. Overconfidence ist eine mögliche Erklärung dafür, dass Aktienkurse im Vergleich zur traditionellen Bewertung eine viel zu hohe Volatilität aufweisen. Kurzfristig zeigen Aktienkurse *Momentum*, langfristig *Reversal*.

### Aktives oder passives Asset Management?

Man muss sich genau überlegen, wann ein aktives und wann ein passives Management angemessen ist. Zum Beispiel ist es unvernünftig, in

## Die beste Schweizer Fondsgesellschaft gratuliert den wahren Siegern – ihren Anlegern



Wenn eine Fondsgesellschaft zum 4. Mal in Folge zur Nummer 1 gekürt wird, sind die wahren Sieger ihre Anleger. Denn mit DWS Investments profitieren sie von überdurchschnittlichen Renditechancen. Informieren Sie sich über die ausgezeichneten Fonds unter 00800 600 10 600, [www.dws.ch](http://www.dws.ch) oder fragen Sie Ihren Finanzberater.

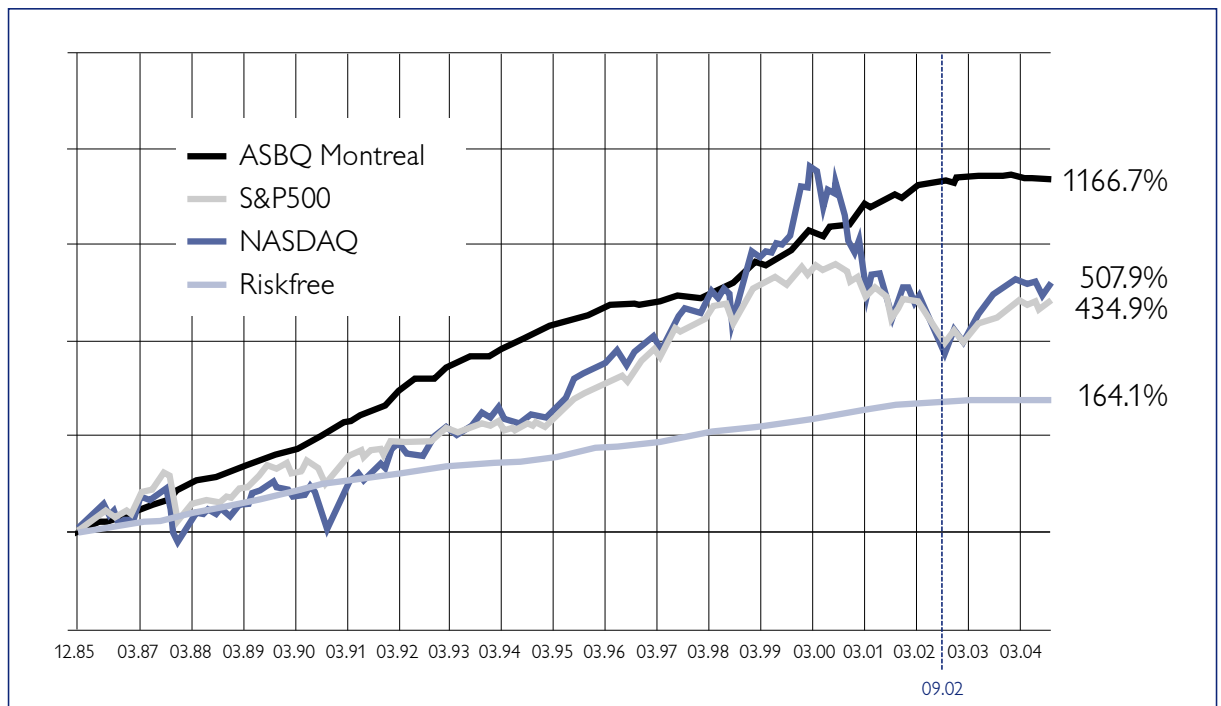
Ihr Geld ist ein Vermögen wert.



Deutsche Bank Group

DWS Investments Schweiz wurde bei den „Standard & Poor's Investment Funds Performance Awards 2004“ für 1 Jahr und zum vierten Mal in Folge über 5 Jahre als beste Schweizer Fondsgesellschaft in der Kategorie Grosse Gruppen ausgezeichnet.

Performance der AlphaSwiss Montreal-Strategie, welche u.a. auf DeBondt und Thalers Contrarian-Strategie basiert. 1985-2002 Backtest-Resultate. Life seit Oktober 2002.



einem rationalen Markt aktiv zu werden. Ebenso ist es aber unvernünftig, in einem irrationalen Markt, etwa in einer spekulativen Blase, eine passive Indexstrategie zu fahren, weil man damit der Herde ins Verderben folgt. Die Anpassung der Anlagestrategie auf das Marktumfeld, das «Timing», ist die schwierigste Aufgabe des Investierens. Eine allgemeine Regel kann jedoch helfen: Kurzfristig sind Aktienmärkte kaum, mittel- bis langfristig jedoch relativ gut vorhersagbar, da Aktienrenditen eine Tendenz haben, zu ihren historischen Durchschnitten zurückzukehren. Die Kunst des Timings liegt darin, zufällige Kursbewegungen von systematischen Abweichungen zu unterscheiden. Das folgende Beispiel zeigt auf, dass es recht schwierig ist, rein intuitiv abnormale Kursbewegungen richtig zu erkennen. Man sollte nicht auf Finanzökonometrie verzichten, wenn man versucht, den Markt zu timen.

#### Beispiel 2:

Von einem Fondsmanager ist bekannt, dass er in zwei von drei Jahren den Markt schlägt. Welchen der folgenden Track Records halten Sie für den wahrscheinlichsten (B = Beat the market, L = Lose to the market)?

- a) BLBBB b) LBLBBB c) LBBBBB

Die typische Antwort auf diese Frage lautet: Track Record b) ist am wahrscheinlichsten, da er am ehesten die

relative Häufigkeit 2/3 trifft. Jedoch ist b) das Ereignis a) und das Ereignis «im ersten Jahr des Track Records hat der Fondsmanager gegen den Markt verloren», während a) diese zusätzliche Bedingung nicht erfüllen muss. Nach der Logik der Statistik ist das Ereignis a) ohne die zusätzliche Bedingung natürlich wahrscheinlicher als b). Wer b) antwortet, ist dem «Representativeness Bias» aufgesessen, nach dem man glaubt, dass auch kleine Stichproben schon repräsentativ für die Grundgesamtheit sein müssen.

#### Contrarian Investment und spekulative Blasen

Der Representativeness Bias kann eine ganze Reihe von Marktanomalien erklären. Zum Beispiel übertrifft mittelfristig ein Portfolio aus «Past-time Losers» eines aus «Past-time Winners». Schon nach relativ kurzer Zeit einer aussergewöhnlich guten Performance einer Aktie kommt es zur Überreaktion: Der Markt glaubt, die Abweichung vom Trend sei nicht zufällig, sondern dahinter stecke eine grundsätzliche Trendänderung. Die Kurse reagieren viel stärker auf den kurzen Track Record, als es nötig wäre. Langfristig bewahrheitet sich aber doch die richtige Häufigkeitsverteilung, sodass man mit der «Contrarian Strategy» von DeBondt und Thaler Überschussrenditen erzielen kann. Die Contrarian-Strategie funktioniert, weil sich die meisten Anleger zu prozyklisch verhalten. Behavioural Hed-

ge Funds wie zum Beispiel AlphaSwiss mit deren Produkt Montreal haben die Grundidee von DeBondt und Thaler perfektioniert. Auf einem Universum von über 500 Titeln wird mit statistischen Methoden nach Momentum- und Reversal-Zyklen gesucht und dann gezielt investiert (vgl. Grafik).

Die auffälligsten Momentum- und Reversal-Zyklen ergeben sich in spekulativen Blasen. Auf Niveau des Gesamtmarktes kann es gemäss des Representativeness Bias nach wenigen guten Quartalen zu einem «Take Off» des Marktes kommen, der in einer spekulativen Blase münden kann. Ein schönes Beispiel hierfür ist der Technologie-Bubble der End-90er-Jahre. In seinem Buch «Irrational Exuberance» erläutert Shiller sehr überzeugend, wie es zu spekulativen Blasen kommt. Hierbei sind eine ganze Reihe weiterer psychologischer Phänomene wie etwa der «Herdentrieb» wichtig.

Professionelle Asset Manager sehen im rechtzeitigen Aufspüren und «Reiten» von spekulativen Blasen (auf Aktien-, Obligationen- oder auch Rohstoffmärkten) die wesentliche Quelle ihrer Gewinne. Wer diese Prozesse – geleitet durch die traditionelle Sicht der Finanzmärkte – ignoriert, gehört wohl eher zu denen, die am Ende «die Zeche zahlen».