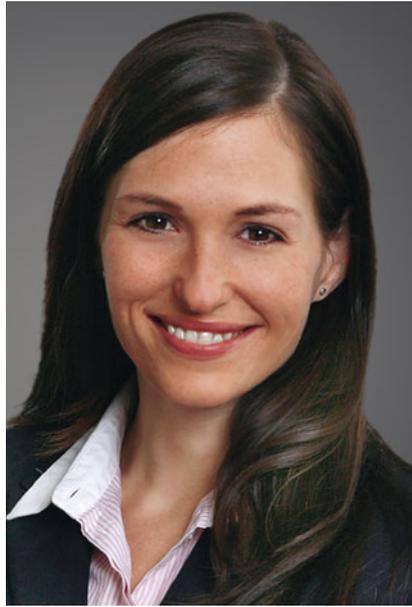


Psychologische Fallen beim Investieren



Von Luc Schuurmans
Mitglied der Geschäftsleitung
Private Banking, Bank Linth LLB AG



und Andrea Heutschi-Rhomberg
Leiterin Private Banking Schweiz
Liechtensteinische Landesbank AG

Die letzten Jahre haben viele Anleger enttäuscht. Die Renditen im Obligationenumfeld sind auf historischen Tiefständen und Aktieninvestitionen haben sich über eine lange Zeit mehrheitlich negativ entwickelt. Da liegt der Schluss nahe, sich von Finanzanlagen abzuwenden und das Geld auf dem Konto liegen zu lassen oder in andere Investitionsklassen, z.B. in Immobilien, zu investieren. Weiter wecken die gemachten Erfahrungen auch Kritik an der modernen Finanzmarkttheorie. Deren zentrale Grundannahmen eines rationalen Investors und das Vorhandensein von Markteffizienz vermögen die Realität nur unzureichend zu erklären. Als Beispiele hierfür seien das Auftreten von Marktanomalien wie spekulativen Blasen und saisonalen Effekten genannt.

Seit den 80er Jahren hat sich deshalb eine Verhaltensökonomie im Finanzumfeld entwickelt (Behavioral Finance), welche die klassische Finanzmarkttheorie ergänzt. Federführend in dieser jungen Disziplin waren zwei Ökonomen, Vernon L. Smith und Daniel Kahneman, welche für ihre Arbeiten im Jahre 2002 den Nobelpreis erhielten.

Im Folgenden soll auf Erkenntnisse der Behavioral Finance eingegangen

werden, welche in der Anlageberatung zunehmend Beachtung finden. Dabei stehen sieben oft beobachtete Verhaltensformen von Investoren im Vordergrund (vgl. auch Grafik mit Textkasten). Diese «psychologischen Fallen» (englisch «Bias» genannt) können den Anlageerfolg massgeblich beeinträchtigen:

- **«Verfügbarkeitsfalle»** (*Availability Bias*): Kommt in fast allen Anlagesituationen vor. Durch die allgegenwärtige Informationsüberflutung nimmt man nur solche Empfehlungen/Hinweise wahr, zu denen man einen besonderen Bezug hat bzw. viele Informationen erhält. So haben z.B. in der Versicherungsindustrie tätige Personen oft ein überdurchschnittliches Investitionsverhalten zugunsten von Anlagen aus dieser Branche. Dieses Verhalten zeigt sich auch beim sogenannten «Home Bias». Hier werden Anlagen im Heimatmarkt überproportional gewichtet. Das wirkt sich negativ auf die Diversifikation aus.

- **«Annahmefalle»** (*Representation Bias*): Fehlerhafte Wahrnehmung, welche entsteht, wenn populäre Annahmen die Investitionsentscheidungen beeinflussen. Eine oft vorgefundene Annahme ist, dass gute Firmen auto-

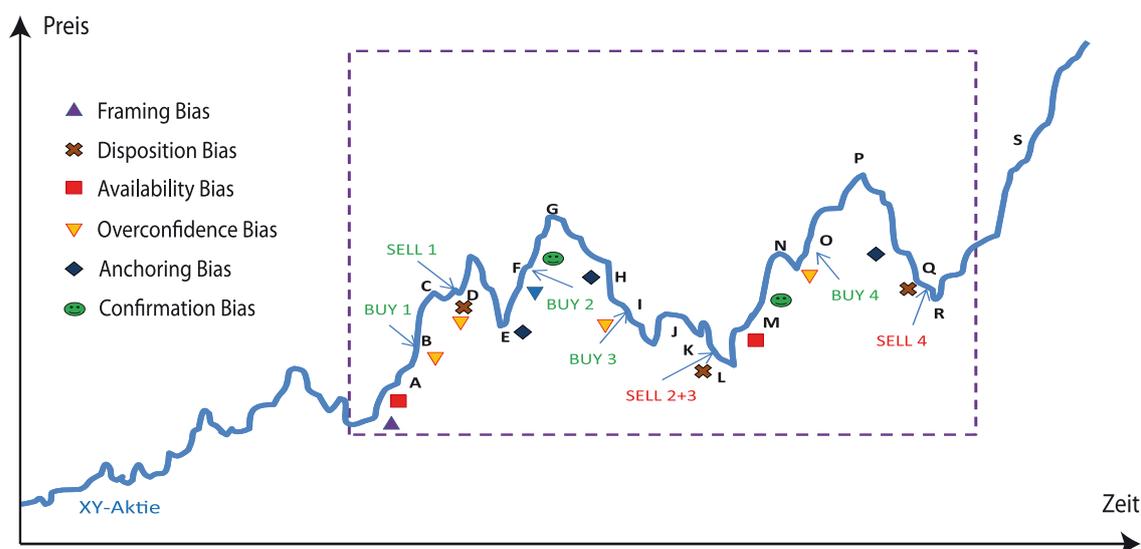
matisch gute Anlagechancen bieten. Leider zeigen Studien, dass dies nicht zwingend der Fall sein muss, da der Aktienkurs auch durch viele andere Faktoren beeinflusst wird. Oft werden auch Analogien zwischen Investitionsmöglichkeiten gesucht, wo keine angenommen werden dürften. So wird beispielsweise bei aufeinanderfolgenden Börsengängen vorausgesetzt, dass ein erfolgreicher Börsengang einer Firma X automatisch auch für den zukünftigen Börsengang einer Firma Y gelten muss.

- **«Referenzpunktfalle»** (*Anchoring Bias*): Beschreibt den Effekt, dass der Investor sich von einem bestimmten Referenzpunkt leiten lässt, der effektiv keinen Wert auf die Investitionsentscheidungen haben sollte. In der Praxis wird oft der Kaufpreis eines Wertpapiers als Referenzpunkt verwendet. Befindet man sich nach einer Weile im Verlustbereich, wird mit Bezug auf den Einstandskurs vielfach argumentiert, dass man die Aktie nicht verkaufen könne. Der Fehler liegt darin, dass das weitere Festhalten an der Position nur von der zukünftig zu erwartenden Entwicklung abhängig gemacht werden sollte und nicht vom Einstiegskurs.

- **«Auswahlfalle»** (*Framing Bias*): Zeigt auf, dass es durch die unterschiedlich gewählte Informationsdarstellung bei ein und derselben Investitionsentscheidung zu unterschiedlichen Ergebnissen (investieren bzw. nicht investieren) kommen kann. Sehr häufig tritt dies bei der Auswahl des entsprechenden Zeitraums auf. Ob man den Kursverlauf über ein oder mehrere Jahre grafisch darstellt, kann die Entscheidung stark beeinflussen.

- **«Selbstüberschätzungsfalle»** (*Overconfidence Bias*): Ein weiteres stark verbreitetes Fehlverhalten. Dieses zeigt sich darin, dass Anleger schlechte Investitionsentscheidungen schneller vergessen als gute. Man hört in der Regel nur von «erfolgreichen Investitionen», die schlechten werden verdrängt. Dies führt dazu, dass das Eingehen und Schliessen von Aktienpositionen oft emotional begründet wird und im Zeitablauf häufig vorkommt.

Schleuderkurs eines emotionalen Investors



Ein CH-Investor liest wiederholt in den Medien von einem führenden CH-Unternehmen XY (Availability Bias). Er verfolgt darauf täglich dessen Aktienentwicklung (Framing Bias) und sieht, dass dieser stark nach oben schießt (A). Er entscheidet sich zu investieren (B) und kauft (BUY 1). Der Aktienkurs entwickelt sich positiv (C) und er beschliesst, seine Gewinne zu realisieren (D) (SELL 1) (Disposition Bias, Overconfidence Bias). Die Aktie steigt weiter an und er ärgert sich, die Aktien zu früh verkauft zu haben. Nach einer Kurskorrektur kommt Hoffnung auf, dass er wieder einsteigen könnte. Als der Preis auf der gleichen Höhe wie der ursprüngliche Kaufpreis (E) ist (Anchoring Bias), entschliesst er sich, erneut zu investieren. Der Preis zieht stark an und er kann erst bei F wieder einsteigen (BUY 2). Der Aktienkurs steigt weiter und bei G sieht er sich durch den Kursverlauf und die Medienberichterstattung bestätigt (Confirmation Bias). Leider gibt es darauf einen Abgabedruck und der Preis sinkt (H). Als dieser unter seinen Einstiegskurs (Anchoring Bias) bei F fällt, überlegt er, auf

tieferem Niveau (I) nochmals seine Position zu verdoppeln (BUY 3). Die negativen Nachrichten verstärken sich und die Aktie kommt weiter unter Druck, worauf der Investor immer nervöser wird. Als der Kurs darauf anzieht (J), ist er sicher, das Glück bzw. sein Können auf seiner Seite zu haben. Doch kurz darauf kommt eine starke Korrektur. Die Verzweiflung geht in Panik über und bei K (Disposition Bias) beschliesst der Investor, sein stark verlustreiches Investment zu verkaufen (SELL 2+3). Die Korrektur folgt kurz darauf (M) und erneut erscheinen positive Nachrichten über die Firma XY in einer bekannten Wochenzeitschrift (Availability Bias). Der Investor verdrängt den grossen Verlust aus dem Vorgeschäft (BUY 2 + 3) und fühlt sich von seinem ersten erfolgreichen Investment (BUY 1) bestätigt (Overconfidence Bias). Er wartet noch zu, bis er sich der Sache ganz sicher ist – Tip von einem Arbeitskollegen (Availability Bias) – und nach einer kurzen Korrektur (N) steigt er im lang andauernden Aufwärtstrend (O) wieder ein (BUY 4).

Grafik: L. Schuurmans

- **«Bestätigungsfalle»** (*Confirmation Bias*): Hängt eng mit dem vorhergehenden Fehlverhalten zusammen. Sie besagt, dass Investoren z.B. die Medienberichterstattung nicht objektiv konsultieren, um Wissen aufzunehmen, sondern vielmehr, um ihre Ansichten zu bestätigen. Diese selektive Informationsaufnahme führt zu suboptimalem Investitionsverhalten.

- **«Veranlagungsfalle»** (*Disposition Bias*): Ein Verhalten, welches sich dadurch bemerkbar macht, dass Gewinne bei Finanztransaktionen oft frühzeitig realisiert werden und andererseits bei Verlusten vielfach (zu) lange gewartet wird. Dies widerspricht dem Ziel eines jeden Anlegers, Gewinne möglichst lange laufen zu lassen und Verluste möglichst frühzeitig zu vermeiden.

In der heutigen Anlageberatung reicht es nicht aus, nur ein grosses Fach- und

Produktwissen zu haben. Der Bestimmung der Risikotoleranz des Kunden und der daraus abgeleiteten Definition des Risikoprofils kommt eine grosse Bedeutung zu. Genau hier sind die Erkenntnisse aus der Verhaltenspsychologie in der Beratungstätigkeit einzubringen. Dabei kommt der Thematisierung der «psychologischen Fallen» und deren Auswirkungen vermehrt eine wichtige Bedeutung zu. Nur ein umfassendes Beratungsgespräch führt schliesslich zur kundengerechten Anlagestrategie.

Ist die Anlagestrategie einmal definiert, gilt es, diese während des festgelegten Investitionszeitraums auch einzuhalten. In der Praxis zeigt sich oft, dass der Investor durch emotionale Schwankungen versucht ist, von seiner definierten Anlagestrategie abzuweichen. Bei Versicherungen steigt jedoch kaum jemand vor Ende des Versiche-

rungsschutzes aus. Dies darf bei Finanzanlagen nicht anders sein. Denn der Anlageerfolg hängt, wie dies viele Studien belegen, zum weitaus grössten Teil von der gewählten und eingehaltenen Anlagestrategie ab. Wer sich also seinen Zielen bewusst ist, sich daran halten kann und die möglichen Fallen kennt, wird erfolgreich anlegen. Wer sich selbst und die eigene Anfälligkeit, in eine der Fallen zu tappen, gut kennt, muss ebenfalls nicht verzagen. Genau hier bietet die delegierte Vermögensverwaltung einen wirksamen Schutz. Einerseits profitiert er davon, dass sich sein Aufwand für die Informationsbeschaffung und Verarbeitung stark reduziert. Andererseits schützt er sich vor den «psychologischen Fallen» und deren negativen Auswirkungen auf seine Vermögensentwicklung.

luc.schuurmans@banklinth.ch
andrea.heutschi@llb.li