



Das Risiko im Kopf

Anleger haben auch Gefühle. Und sie empfinden Risiken anders, als es die Theorie will. Ins Risikomanagement sollten deshalb auch psychologische Erkenntnisse fließen.

Anlegern fehlt oft die Gesamtsicht. Weil sie möglichst alle Verluste vermeiden möchten, lassen sie sich höhere Gewinnchancen entgehen.

Wer wagt, gewinnt – aber nicht immer. Ohne Risiken einzugehen, können Anleger keine attraktive Rendite erzielen. Gehen sie dagegen Risiken ein, drohen ihnen Kapitalverluste. Wichtig ist darum ein Risikomanagement, welches ermöglicht, das Risiko tragbar zu halten.

Die psychologische Risikoforschung deckt zwei Typen von Fehlern auf, die Privatanlegern einen Strich durch die Rechnung machen können. Sie zeigt einerseits, dass Anleger oft in psychologische Fallen tappen und demzufolge unnötig hohe Risiken eingehen. Andererseits weist sie darauf hin, dass das herkömmliche Risikomanagement Risiko nicht so misst, wie Anleger es empfinden. Dieses kontrolliert nämlich die Volatilität des Portfolios, während die meisten Anleger eher Angst vor Verlusten haben.

Ein wichtiger Teil jeglichen Risikomanagements ist die Diversifikation – auch wenn das Prinzip alles andere als neu ist. Schon im Talmud steht, man solle nicht alle Eier in einen Korb legen. Mittlerweile kennt man aber mathematische Methoden, die das Risiko bei einem gegebenen Renditeniveau minimieren.

Die psychologische Forschung zeigt jedoch, dass Anleger Schwierigkeiten haben, das Geschenk der Diversifikation anzunehmen. Sie diversifizieren nicht nach mathematischen Kriterien, sondern setzen ihr Portfolio intuitiv zusammen. So kombinieren sie Risiken, die sich ähnlich entwickeln, und neigen dazu, sämtliche Positionen in ihrem Portfolio gleich zu gewichten. Richtig wäre, die Anlagen nach dem Risikoprofil des Anlegers zu gewichten. Stellt man Anleger vor die Wahl, ein bestimmtes Portfolio in Aktien und Anleihen aufzuteilen, entscheiden sie sich für unterschiedlich hohe Aktien- und Anleihenanteile – je nachdem, wie stark zum Beispiel die Aktien in Unterkategorien aufgeschlüsselt werden. Präsentiert man den Anlegern nur die Oberkategorien Aktien und Anleihen, investieren sie einen kleineren Teil in Aktien, als wenn man den Aktienteil in die Unterkategorien inländische und ausländische Aktien aufschlüsselt. Anleger haben also die Tendenz, in alle Möglichkeiten, die ihnen präsentiert werden, gleichmässig zu investieren. Die psychologische Risikoforschung nennt diese Beobachtung *Splitting Bias*.

Darüber hinaus diversifizieren Anleger ungenügend, weil sie sogenannte mentale Konten bilden. Sie sind es in ihrem Alltag gewohnt, zwischen Beruf, Familie und Hobby klar zu trennen. Ähnlich führen sie in Sachen Finanzen mentale Konten, also beispielsweise ein Portfolio mit Anleihen, eines mit Aktien und eines mit alternativen Anlagen. Der Fehler liegt nun darin, dass Anleger jedes mentale Konto separat bewerten und versuchen, in keinem Konto Verluste zu erleiden – was den Blick auf die Performance des Gesamtportfolios versperrt: Diese fällt im Allgemeinen höher aus, wenn man

Prof. Dr. Thorsten Hens (45) unterrichtet Finanzmarktökonomie am Institut für Schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich und an der Norwegian Business School in Bergen. Um zu erforschen, wie Anleger ihre Entscheide treffen, berücksichtigt Hens Erkenntnisse aus der Psychologie (Behavioral Finance). Er untersucht ausserdem, nach welchem Muster sich Finanzmärkte entwickeln, wobei er auf Erkenntnisse aus der Biologie zurückgreift (Evolutionary Finance).





Verluste in einem Unterkonto in Kauf nimmt und dafür höhere Gewinne in anderen Unterkonten erzielt.

Ausserdem sind die Portfolios der meisten Anleger nur auf wenige Titel verteilt. Im Rahmen einer Studie untersuchte das National Bureau of Economic Research in den USA 78 000 Portfolios bei einer amerikanischen Internetbank. Das Resultat: Anleger halten im Schnitt nur fünf Titel in ihrem Aktiendepot – obwohl jede weitere Aktie das Verhältnis von Risiko und Rendite verbessern würde. Dazu kommt, dass viele Anleger übertrieben misstrauisch gegenüber ausländischen Aktien sind. Sie diversifizieren deshalb ihre Portfolios nicht gut genug auf die weltweiten Märkte (*Home Bias*).

Erfolgsgeschichten lenken ab

Schliesslich wählen manche Anleger die Titel nicht nüchtern nach Rendite-Risiko-Verhältnissen aus. Sie wollen die Titel mit den heissesten Erfolgsgeschichten. Die Forschung spricht vom *Attention Bias*. Dabei sind gute Geschichten oft eine Mogelpackung; Sie ziehen die Aufmerksamkeit auf sich, sind inhaltlich jedoch meist minderwertig. Was Anlageguru Warren Buffett schon lange wusste, belegen inzwischen auch Studien: Langfristig rentieren die vernachlässigten Aktien mit soliden Kennzahlen besser als die hoch gepriesenen und hoch bewerteten Titel. Nur fällt es Anlegern – wegen des Hangs zur Konformität – schwer, diejenigen Aktien zu kaufen, die keiner haben will.

Die Finanzmärkte überraschen permanent. Deshalb sollten Anleger ihr Portfolio gemäss ihrem Risikoprofil auf verschiedene Anlageklassen aufteilen.

Anleger haben tendenziell Mühe damit, ihr Portfolio frei von Emotionen und Denkfehlern auszubalancieren.

Jeder Risikomanager weiss, dass uns Finanzmärkte permanent überraschen. Dies liegt daran, dass auf Finanzmärkten die zukünftigen Auszahlungen von Finanzanlagen gehandelt werden. Die heutigen Kursveränderungen resultieren aus Ereignissen, die man gestern noch nicht erwarten konnte. Darum steht ein Anleger jeden Tag vor der gleichen Situation: Ob sich eine Anlage nach oben oder unten bewegt, ist immer genauso wahrscheinlich wie am Tag zuvor. Aus diesem Grund sollte ein Anleger, der ausreichend risikofähig ist, sein Portfolio gemäss seinem Risikoprofil auf die verschiedenen Anlageklassen aufteilen – und diese Portfolioaufteilung über die Zeit hinweg konstant halten. Zum Beispiel bringt es ihm nichts, den Aktienanteil zu erhöhen, da er nicht vorhersehen kann, in welche Richtung sich die Aktienkurse bewegen. Wenn die Aktienmärkte steigen und sich sein Aktienanteil deswegen erhöht, muss der Anleger folglich sein Portfolio rebalancieren, das heisst Aktien verkaufen. Nach Kursverlusten sollte er dazukaufen, um wieder auf seinen ursprünglichen Aktienanteil zu kommen. Er verhält sich somit antizyklisch und kauft tendenziell mehr Aktien, wenn sie günstig sind, und verkauft diese, wenn sie teuer werden.

In der Praxis ist es jedoch psychologisch schwierig, dieses Rebalancieren durchzuhalten. Viele Studien belegen, dass Anleger vorschnell Trends extrapolieren. Leider gilt dies auch für Analysten, sodass es doppelt schwer ist, sich eine neutrale Meinung zu bilden. Neben Denkfehlern wie dem erwähnten *Trend Chasing* können uns die Gefühle einen Strich durch die Rechnung machen: Gewinne bringen Genugtuung und Freude bis hin zur Euphorie, wodurch die Risikobereitschaft steigt. Verluste führen zu Verunsicherung, Angst und Frust, wodurch unsere Bereitschaft, Risiken zu tragen, sinkt. Ein emotionaler Anleger verhält sich also prozyklisch. Die Gefühle im Börsenaufschwung können mit *Gier*, jene im Abschwung mit *Furcht* zusammengefasst werden.

Verkaufen aus Furcht oder Frust

Emotionale Anleger ändern die Aufteilung ihres Portfolios oft sogar aufgrund von Erfolgs- und Misserfolgserlebnissen, die nichts mit Finanzmärkten zu tun haben. Ihre Stimmung beeinflusst ihr Risikoverhalten. Scheidet ihre Nationalmannschaft an einem wichtigen Fussballturnier aus, kann es zum Beispiel auf deren nationalem Aktienmarkt zu Verkaufswellen kommen.

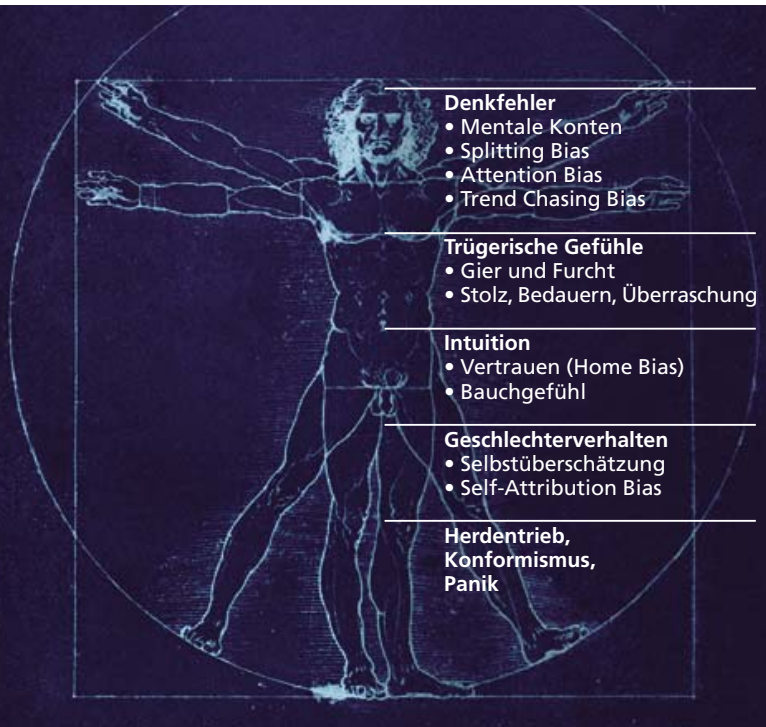
Diese Mischung aus Trugschlüssen und Gefühlen führt dazu, dass die erwähnten Anleger der amerikanischen Internetbank pro Jahr drei Viertel ihres Vermögens umschichten. Das ist mehr, als rational betrachtet nötig wäre, und führt erst noch zu höheren Transaktionskosten.

Benjamin Graham, der Vater der fundamentalen Aktienanalyse, stellte vor rund 80 Jahren fest, dass der Anleger selbst sein grösster Feind ist. Er hat nur teilweise recht. Anleger begehen zwar psychologische Fehler. Aber ein gutes Risikomanagement hilft, die meisten davon zu vermeiden. Problematisch ist jedoch, dass das Risikomanagement oft ein Risikomass kontrolliert, welches für Privatanleger ungeeignet ist.

Wie kann man Risiko messen? Zum einen wird abgeschätzt, wie wahrscheinlich Verluste sind, zum anderen wird bewertet, wie schwerwiegend sie sind. Seit Harry Markowitz im Jahr 1952 die moderne Portfoliotheorie begründete, ist die Volatilität das gebräuchliche Mass im Risikomanagement. Aber für viele Anleger ist dieses Mass ungeeignet. Die Volatilität misst nämlich die Abweichung eines Werts vom Mittelwert, egal ob diese positiv oder negativ ist. Sie eignet sich nur dann als Risikomass, wenn alle Anlagen Renditen erzielen, die dem statistischen Modell der Normalverteilung folgen. In diesem Fall wären gleich grosse Abweichungen nach oben und nach unten gleich wahrscheinlich. Zudem sind extreme Abweichungen von den erwarteten Renditen bei der Normalverteilung sehr selten. Das Modell der Normalverteilung ist aber für Anleihen und Aktien eine schlechte Annäherung – und für Rohstoffe, Hedge-Fonds und Immobilien schlichtweg falsch. Wird der Anteil alternativer Anlagen aufgrund der Volatilität bestimmt, fällt dieser für die meisten Privatanleger zu hoch aus, da die Extremrisiken unterschätzt werden.

Verluste schmerzen doppelt

Die psychologische Risikoforschung hat deshalb eine Alternative zur Volatilität entwickelt. Deren Ursprünge liegen in der Atomenergie-Debatte. Als in den 70er Jahren Physiker die Regierungen von dem günstigen Risiko-Ertrags-Verhältnis der Atomenergie überzeugten, wunderten sich Letztere, dass ein Grossteil der Bevölkerung anderer Meinung war. Die amerikanische Regierung beauftragte Wissenschaftler der Universität in Carnegie Mellon, diese Diskrepanz zu untersuchen. Die Wissenschaftler fanden heraus, dass sich die Art, wie die Physiker das Risiko massen, grundlegend von den Risikovorstellungen der Bevölkerung unterschied. Nach Ansicht der Physiker wäre eine atomare Katastrophe akzeptierbar, wenn sie unwahrscheinlich genug ist. Die Bevölkerung malte sich dagegen aus, was in dem Fall passieren würde. Sie überzeichnete also die kleine Wahrscheinlichkeit von einem Ereignis mit schwerwiegenden Folgen. Solch eine Überzeichnung ist einer der Bausteine der psychologischen



Der Anleger – von Kopf bis Fuss vermessen

Anlegern unterlaufen von Kopf bis Fuss psychologische Fehler. Dabei spielt auch das Geschlecht eine Rolle. Zum Beispiel überschätzen sich Männer häufiger als Frauen und gehen zu hohe Risiken ein, was zu stärkeren Umschichtungen des Vermögens führt. Ausserdem schreiben Männer Gewinne eher persönlichem Erfolg zu, was sie wiederum ermutigt, noch kühnere Anlagegeschäfte zu tätigen. Dagegen suchen sie die Schuld im Falle von Verlusten bei anderen. Dieses Phänomen heisst *Self-Attribution Bias*.

Die psychologischen Verhaltensmuster, denen Anleger oft verfallen, brauchen sich aber nicht immer nur negativ auszuwirken. So verlassen sich manche Anleger gerne auf ihr Bauchgefühl, ihre Intuition. Und diese ist oft kein schlechter Ratgeber, da intuitive Entscheidungen eher auf langfristig beobachtbaren Tatsachen als auf kurzfristigen Neuigkeiten basieren. Ein intuitiver Anleger vermeidet folglich zu starke Umschichtungen seines Portfolios.

Unabhängig vom Geschlecht und von der Intuition haben schliesslich fast alle Anleger Füsse. Vor allem in turbulenten Zeiten neigen sie dazu, jegliche Überlegungen beiseitezuschieben und einfach das zu tun, was alle tun: der Herde hinterherlaufen. Dieser *Herdentrieb* ist die wesentliche Ursache für spekulative Blasen auf Finanzmärkten, die alle 30 bis 40 Jahre (1843 bis 1846, 1870 bis 1873, 1923 bis 1929, 1963 bis 1967, 1996 bis 2000) auftauchen und platzen. So produziert jede Generation ihre eigene Blase. Die jüngste Blase ist als jene der Babyboomer in die Geschichte eingegangen.

Risikoforschung, der Prospekttheorie von Daniel Kahneman und Amos Tversky, die 2002 mit dem Nobelpreis der Wirtschaftswissenschaften ausgezeichnet wurde.

Der andere, nicht minder wichtige Bestandteil der vorgenannten Theorie ist, dass Anleger mit ihrem Portfolio meist ein konkretes Anlageziel verfolgen. Wird das Ziel verfehlt, empfinden sie es als Verlust. Jede Rendite über diesem Ziel ist ein Gewinn. Doch Anleger empfinden gleich hohe Verluste und Gewinne nicht – wie mit der Volatilität unterstellt – gleich stark, sondern sie reagieren emotional doppelt so stark auf Verluste. Ein Verlust von 100 000 Franken ist für die meisten Anleger erst wieder kompensiert, wenn sie mindestens 200 000 Franken gewinnen. Deshalb sind die meisten Menschen bereit, mehr für den Schutz ihres Kapitals auszugeben, als ihre Abneigung gegen Kursschwankungen vermuten lässt. Diesem Bedürfnis kommen die heute verbreiteten strukturierten Produkte mit Kapitalschutz entgegen.

Das Risikomass von Kahneman und Tversky verknüpft die Überzeichnung kleiner Wahrscheinlichkeiten mit dem Empfinden von Verlusten. Im Vergleich zur Volatilität hat es bei den meisten Anlegern ein konservativeres Anlageverhalten zur Folge. Und im Gegensatz zur Volatilität ist das psychologische Risikomass nicht für alle Anleger identisch. Es ist eine Eigenschaft des Anlegers. Denn Anleger unterscheiden sich darin, wie sehr sie unwahrscheinliche Ereignisse beunruhigen und wie stark sie Verluste schmerzen.

Wegen Verlusten Kopf und Kragen riskieren

Die Verschiedenheit der Anleger geht so weit, dass manche Anleger im Verlustbereich sogar risikofreudig werden. Bevor sie sich damit abfinden, einen sicheren Verlust zu erleiden, erhöhen sie das Risiko, um vielleicht doch noch aus der Verlustzone herauszukommen. Ein Beispiel hierfür ist Nicholas Leeson. Der Aktienhändler führte die Barings Bank PLC 1995 in den Bankrott, indem er einen Verlust von 1,4 Milliarden Dollar verursachte. Vor Gericht erklärte er: «Ich handelte am Aktienmarkt, um meine Fehler wiedergutzumachen und die Bank zu retten.» Ähnliches ist beim Eishockey zu beobachten: Liegt eine Mannschaft kurz vor Schluss mit einem Goal zurück, erhöht der Trainer das Risiko und wechselt den Goalie gegen einen Feldspieler aus. Ein derartiges Risikoverhalten setzt voraus, dass der riskierte schlimmste Fall noch tragbar ist. Dies mag im Eishockey so sein, bei der Barings Bank war es dies offensichtlich nicht.

Aus all den genannten Gründen sollte ein modernes Risikomanagement die psychologische Risikoforschung berücksichtigen. Es muss auf einer guten Kenntnis der Märkte und der Psychologie der Anleger basieren. Zudem sollte es die psychologischen Fallen kennen, welche auf die Anleger im Laufe des Auf- und Abschwungs der Finanzmärkte lauern, und es sollte ein Risikomass verwenden, das für die Anleger wirklich zählt. /