

## Behavioral Finance

# Psychologie an den Märkten

Aus der Erkenntnis, dass Anleger ihre Anlageentscheidungen nicht immer rational und emotionslos treffen, ist der spannende Forschungszweig der Behavioral Finance entstanden. Dieser untersucht das tatsächliche Verhalten der Investoren, zeigt Abweichungen vom rein rationalen Handeln auf und versucht Erklärungsansätze dafür zu finden. Das Wissen um die psychologischen Einflüsse auf Anlageentscheidungen kann gegebenenfalls helfen, diese zu verbessern

## Alexander Lauser und Christian Panosch

„Ich kann zwar die Bahn der Gestirne auf Zentimeter und Sekunden berechnen, aber nicht, wohin eine verrückte Menge einen Börsenkurs treiben kann.“ Dieses Zitat vom bedeutenden Physiker Sir Isaac Newton, der einen Großteil seines Vermögens während der Südsee-Spekulationsblase von 1720 verloren hatte, zeigt, dass es schon damals offenbar keine Zweifel daran gab, dass das Börsengeschehen von psychologischen Faktoren der Marktteilnehmer beeinflusst wird.

In der klassischen Finanzierungstheorie werden effiziente Märkte unterstellt, in denen unabhängig streng rational handelnde Marktteilnehmer durch schnelle Informationsverarbeitung eine vollkommene Konkurrenzsituation herbeiführen und sich komplett im Einklang mit der so genannten Erwartungsnutzentheorie verhalten. Somit wäre es keinem Teilnehmer durch individuelle Analyseentscheidun-

gen möglich, zu einem zusätzlichen Nutzen zu gelangen, da die Informationsverarbeitung bereits unmittelbar in den Marktpreisen eingerechnet ist.

Aber genau in den eben unterstellten Annahmen liegt ein Hauptproblem der modernen Kapitalmarkt- und Portfoliotheorie. Führende Ökonomen wiesen in vielen wissenschaftlichen Studien auf Widersprüche und fehlende empirische Erklärungen der Kapitalmarkttheorie hin.

Es galt, ein besseres Verständnis vom Verhalten der Investoren zu erlangen. Daher wurden psychologische Erkenntnisse immer mehr in die Wirtschaftsforschung mit einbezogen. Daraus entwickelte sich letztendlich die Behavioral Finance (verhaltensorientierte Finanzmarkttheorie). Dabei legten die beiden Psychologen Daniel Kahneman und Amos Tversky mit ihrem richtungsweisenden Artikel „Prospect Theory: An Ana-

lysis of Decision under Risk“ aus dem Jahr 1979 die Grundlage.

### **Inhalte der Behavioral Finance**

Seit nunmehr fast 40 Jahren beschäftigt sich die Behavioral Finance intensiv mit dem tatsächlichen menschlichen Verhalten an den Kapitalmärkten – stets unter Berücksichtigung der entsprechenden psychologischen und soziologischen Aspekte. Diese neue Finanzierungstheorie sieht sich selbst nicht als Gegenstück zur traditionellen Kapitalmarkttheorie, sondern sie möchte diese um die Aspekte und Auswirkungen des menschlichen Anlegerverhaltens ergänzen.

Ausgehend von der Tatsache, dass eben rational beschränkte Teilnehmer an den Märkten tätig sind, müssen auch folglich deren Entscheidungen von denen eines rationalen Wesens, dem Homo oeconomicus, abweichen. Die enor-

me Informationsflut des Internet, hoher Zeitdruck für Entscheidungen sowie komplexe Zusammenhänge tragen ihr Übriges dazu bei.

So haben Wissenschaftler herausgefunden, dass der Mensch in seinem Entscheidungsverhalten systematischen Irrtümern unterliegt und demnach Fehler begeht. Diesen Irrationalitäten wird hohe Bedeutung beigemessen, da das Auftreten von Verhaltensanomalien unter anderem zu Über- oder Unterbewertung von Finanzwerten führt und zugleich Übertreibungen in euphorischen Booms und panischen Krisenzeiten erklärt.

### **Heuristiken**

In der Psychologie stellt der Begriff Heuristik (Denkmuster, Faustregel) den Mechanismus einer Informationsverarbeitung dar, der an sich mit geringem Aufwand zu einem schnellen Ergebnis führt. Durch das Anwenden von Heuristiken gelangt man zwar nicht zwangsläufig zu einer optimalen Lösung, aber für den geringen Aufwand ergeben sich meist ganz brauchbare Ergebnisse.

Hierbei werden Erfahrungen aus der Vergangenheit herangezogen, die sich unter anderem in emotionalen Erlebnissen oder dem Bauchgefühl wiederfinden. Der große Vorteil gegenüber rationalen Überlegungen: die viel schnellere Verfügbarkeit, besonders in Stressmomenten. Der Ein-

satz von Heuristiken kann bewusst oder unbewusst geschehen und sowohl unverzerrte als auch systematisch verzerrte Resultate zur Folge haben. Solche kognitiven Verzerrungen beschreibt Kahneman in seinem 2012 erschienenen Buch „Schnelles Denken, langsames Denken“. Darin wird ein guter Überblick über seine Forschungsergebnisse gegeben, die sich nicht nur auf den ökonomischen Bereich beziehen.

Im Folgenden sollen nun einige dieser Heuristiken näher beschrieben werden. Daneben werden praktische Beispiele genannt, die auf die jeweiligen Verhaltensweisen zurückzuführen sein könnten und Möglichkeiten aufgezeigt, wie dem irrationalen Handeln begegnet werden kann.

### **Phase Informationswahrnehmung**

Die selektive Wahrnehmung beschreibt das Phänomen, dass aus dem fast unendlichen Informationsangebot nur diese aufgenommen werden, die für den Entscheider aufgrund von Erfahrungen und dessen bereits vorgefasster Meinung von Bedeutung sind. Durch die daraus resultierende subjektive Deutung der Informationen kommt es – entgegen der Annahme der Kapitalmarkttheorie – zu keinen gleichgerichteten Erwartungen, sondern die Marktteilnehmer lösen unterschiedliche Reaktionen und Ergebnishandlungen aus.

Neue hinzukommende Informationen werden analog wieder uminterpretiert, verfälscht oder ganz ignoriert, was bei der Entscheidung in der Summe zu Über- oder auch Unterreaktionen führen kann. Dies lässt sich fast täglich an den Kapitalmärkten, etwa anhand von Aktienkursverläufen, beobachten.

Hinzu kommt, dass Informationen, die einem schnell greifbar erscheinen, in der Regel auch anderen Akteuren leicht verfügbar sind. Die Wahrscheinlichkeit, dass diese Nachrichten bereits in der Bewertung eingepreist sind, ist daher sehr hoch.

Die Verfügbarkeitsheuristik ist sehr eng mit der selektiven Wahrnehmung verbunden. Die Bewusstseinsstufe spielt bei der Überlegung, welche oder wie detaillierte Informationen genutzt werden sollen, eine entscheidende Rolle. Die Erinnerung an ein bestimmtes Ereignis ist die Basis für die Beurteilung der Wahrscheinlichkeit und Häufigkeit, mit der ein Ereignis erneut eintritt.

Je mehr Beispiele im Gedächtnis verfügbar sind, desto höher wird die Wahrscheinlichkeit/Häufigkeit für ein bestimmtes Ereignis angenommen. Schlechte oder nicht verfügbare Erinnerungen werden hierbei vernachlässigt, was zu einer Urteilsverzerrung führt.

Unter Framing (Rahmeneffekte) versteht man die Art der Präsen-

*Alexander Lauser ist Senior Consultant bei der KC Risk AG.  
E-Mail: alexander.lauser@kcrisk.de*



*Christian Panosch ist Senior Consultant bei der KC Risk AG.  
E-Mail: christian.panosch@kcrisk.de*



**Abb. 1:** Verteilung der Anlagen nach Regionen

■ Anteil Eigengeschäftsvolumen, der von der KC Risk AG betreuten Banken

■ Anteil Volumen ausstehender Schulden laut weltweiter Schuldentafel aus Bloomberg (alle Währungen in USD)

tation von Entscheidungen, was bezüglich Zusammensetzung und Reihenfolge der Informationen von Bedeutung ist. Unterschiedliche Darstellungen (etwa Verluste oder entgangene Gewinne) können zu unterschiedlichen Entscheidungen führen, obwohl die Ausgangssituation dieselbe ist.

Das Risiko einer Operation lässt sich zum Beispiel so darstellen, dass durch sie 1 Prozent aller Patienten sterben oder bei 99 Prozent aller Patienten Heilung eintritt. Gerade in den Finanzmärkten ist die Darstellung von Einstellungen, Analysen und Erwartungen für eine Urteilsfindung äußerst wichtig.

Die vorher beschriebenen Heuristiken nutzt nahezu jeder Mensch – nicht nur in ökonomischen Fragen oder Entscheidungen. Aber gerade im Finanzbereich kann es helfen, wenn man sich dieses Vorgehens bewusst ist, um bei Bedarf gegenzusteuern.

### **Phase Informationsverarbeitung**

Die Verankerungs- und Adjustierungsheuristik ist an den Finanzmärkten von hoher Relevanz. Man nimmt dabei an, dass die meisten Menschen häufig für eine rasche Urteilsfindung dazu ten-

dieren, sich an einem Ursprungs- oder Richtwert – also einem bildhaften Anker – zu orientieren. Darauf basierend werden dann weitere Informationen berücksichtigt und der Wert entsprechend angepasst.

Dies muss sich in den Finanzmärkten nicht nur auf numerische Werte beziehen, es können durchaus auch Analystenmeinungen, Prognosen und Einstellungen als Anker gesetzt werden. Diese Vorgehensweise ist grundsätzlich in Ordnung, allerdings wird der Anpassungsprozess häufig nicht zu Ende geführt oder dem Ursprungsrichtwert ein zu großes Gewicht beigemessen.

Ein passendes Beispiel aus der Beratungspraxis ist das Thema Negativzins und überschüssige Liquidität, die von den Banken auf dem täglich fälligen Konto geparkt wird. Auch in Zeiten vor der Niedrigzinsphase war das „Liegenlassen“ von überschüssiger Liquidität im Vergleich zur Wertpapieranlage grundsätzlich ein schlechtes Geschäft, da die Verzinsung der freien Liquidität auf den jeweiligen Konten niedriger war als die Rendite, die für entsprechende Wertpapieranlagen erzielt werden konnte.

Nachdem in der Niedrigzinsphase für die Liquidität jetzt tatsächlich Kosten anfallen, ist das Thema „Überschüssige Liquidität kostet Geld“ viel stärker in den Fokus geraten –, weil jetzt eine echte Rechnung im Sinne der Negativverzinsung präsentiert wird. Vorher war eben lediglich nur ein entgangener Ertrag zu beklagen. Neben der Verankerung (in diesem Fall die 0-Prozent-Marke als Verzinsung) spielt hier auch die unterschiedliche Bewertung und Gewichtung von Verlusten und Gewinnen eine entscheidende Rolle.

Dieses Phänomen, das Kahneman und Tversky als Verlustaversion beschrieben haben, besagt, dass ein Verlust einen zweieinhalbmal größeren Einfluss hat als ein gleichgroßer Gewinn. Demnach fürchten Menschen Verluste mehr, als sie Gewinne begrüßen. Das führt oft dazu, dass vorhandene Chancen nicht wahrgenommen werden, nur um mögliche finanzielle Einbußen zu vermeiden.

Der Mensch möchte nicht mit einem Verlust verkaufen, denn damit gibt er auch die Hoffnung auf, mit der getätigten Investition Geld zu verdienen oder eben jene zumindest Null-auf-Null glattzustellen. Statt verlusttragende Positionen einfach zu halten und auf Besserung zu hoffen, sollten Investoren die zukünftigen Aussichten der verlusttragenden Positionen neu analysieren und dahingehend prüfen, ob die Position noch zum Portfolio oder zur Banksituation insgesamt passt.

### **Phase Entscheidungsfindung**

Eines der wichtigsten psychologischen Grundbedürfnisse des Menschen ist das Ausüben von Kontrolle. Jeder versucht möglichst alle Dinge bestens im Griff zu haben, eine Situation zu überschauen und

idealerweise noch vorherzusehen (Kontrollillusion und Overconfidence). Dabei entstehen positive Gefühle von Kompetenz und eigener Wichtigkeit. Bei einem Kontrollverlust hingegen kann dies schwerwiegende negative Auswirkungen haben. Gerade an den Finanzmärkten, wo es täglich Gewinner und Verlierer gibt, ist das Kontrollbedürfnis sehr stark ausgeprägt.

Infolge anhaltender Erfolgserlebnisse suggeriert dieses Phänomen dem Anleger das Gefühl, den Markt zu beherrschen und in seinen Investmentfähigkeiten bestätigt zu werden. Je länger solche Erfolgsphasen dauern, desto stärker unterliegt der Akteur der Illusion, die Situation kontrollieren zu können. Problematisch wird es häufig, wenn in dieser Zeit die Engagements stark erhöht und die damit verbundenen Risiken aber unterschätzt werden.

Als Beispiel sei hier der Umgang mit Anleihen, bei denen sich der Emittent in unruhigem Fahrwasser befindet, erwähnt. Teilweise agieren Investoren dann trotz steigender Risikoaufschläge und möglicherweise auch schlechteren Bonitätseinschätzungen der Ratingagenturen lediglich mit der Begründung, dass der Emittent letztendlich nicht ausfallen werde.

Eine Reaktion in solchen Fällen ist natürlich immer von der jeweiligen Einzelsituation abhängig, aber insbesondere auch davon, wie hoch das Engagement in dieser betroffenen Position im Portfoliokontext ist. Ist das Depot gut diversifiziert, kann das Aussetzen tatsächlich die richtige Reaktion sein. Bei einer konzentrierten Position ist der Verweis auf die eigene Erwartung, dass es nicht zum Ausfall kommt, eventuell jedoch zu wenig und eine genauere Analyse ist ratsam.

### Home-Bias-Effekt

In vielen Portfolios ist der Anteil an Anlagen aus dem Heimatland überproportional hoch. Oftmals wird dies fälschlicherweise als deutsches Phänomen beschrieben. Generell ist die Heimatverbundenheit aber weltweit festzustellen. Dennoch erfolgt in Depots deutscher Anleger eine Übergewichtung deutscher Titel, obwohl beispielsweise die Marktkapitalisierung deutscher Aktienunternehmen gerade mal 4 Prozent des weltweiten Anteils ausmacht.

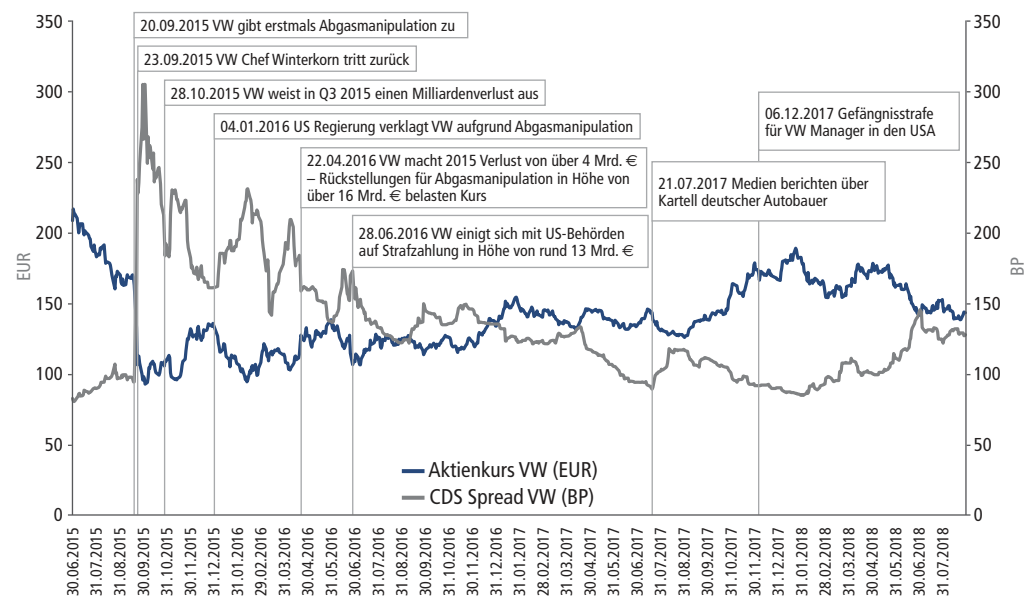
Dieser so genannte Home-Bias-Effekt ist darauf zurückzuführen, dass Anleger gerne in bekannte Assets investieren, da man sich hier ja auch (vermeintlich) am besten auskennt. Dabei wird oftmals „bekannt“ mit „weniger riskant“ gleichgesetzt. Dies führt mitunter zu deutlichen regionalen Konzentrationsrisiken. Wichtig bei jeder Investitionsentscheidung ist allerdings, dass eine ausreichende Informationsbasis vorhanden ist.

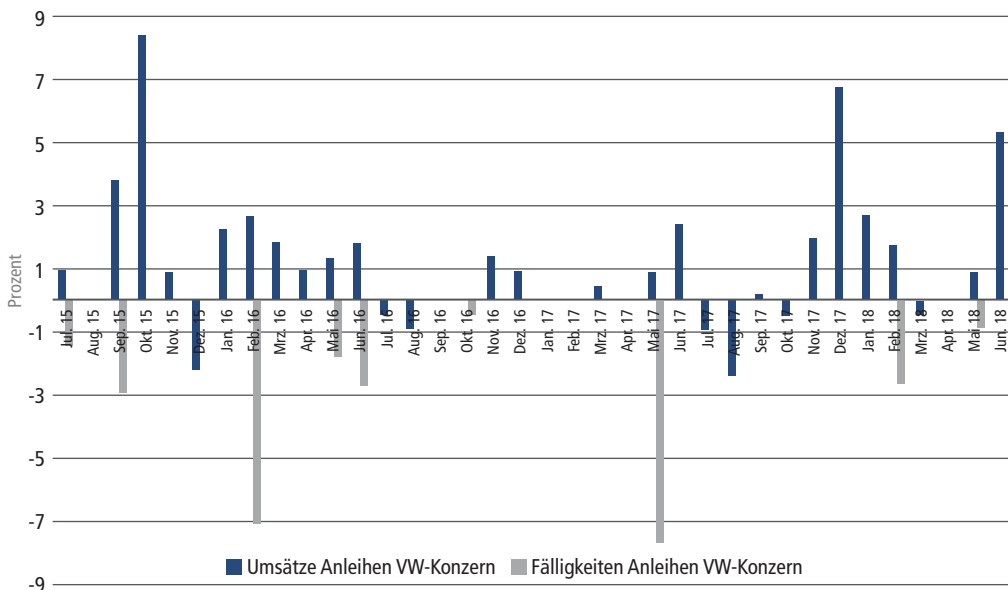
Die weltweite „Schulden Tafel“ von Bloomberg zeigt eine Vertei-

lung von je einem Drittel auf Nordamerika und den pazifischen Raum sowie 27 Prozent auf Westeuropa (siehe Abbildung 1). Bei einer Portfoliobetrachtung der von der KC Risk betreuten Banken ist der Heimateffekt nicht zu leugnen.

Drei Viertel aller Investitionen erfolgen in Westeuropa, darunter die Mehrheit mit 49 Prozent in Deutschland – hiervon entfallen 15,6 Prozent allerdings auf den Verbundbereich. Während also mit insgesamt knapp 50 Prozent Investitionsquote die hohe Verbundenheit zur heimischen Wirtschaft nahe liegt, darf dennoch nicht unerwähnt bleiben, dass eine geografische Diversifikation auch nicht gänzlich möglich ist. Eingeschränkte Researchinformationen, Wertpapiere, Handelbarkeit in Euro-Währung und auch aufsichtsrechtliche Vorgaben tragen dazu bei. Insgesamt ist aber dennoch genügend Spielraum für eine signifikant breitere Länder-Allokation vorhanden.

**Abb. 2:** Entwicklung Aktienkurs und CDS Prämie VW AG



**Abb. 3:** Umsätze und Fälligkeiten VW-Anleihen

Nach der Darstellung verschiedener Heuristiken soll anhand eines Beispiels erläutert werden, ob sich Investitionsentscheidungen in der Praxis mit den Ansätzen der Behavioral Finance erklären lassen. Wie schon erwähnt, treten die psychologischen Effekte häufig im Umfeld von größeren Marktschwankungen oder unerwarteten Ereignissen auf. Daher beleuchten wir kurz das Anlageverhalten der von der KC Risk betreuten Banken mit Blick auf die Ereignisse im Rahmen der Manipulation von Abgaswerten bei der Volkswagen AG, die inzwischen unter dem Stichwort „Diesel-Skandal“ zusammengefasst werden.

Abbildung 2 auf Seite 63 zeigt den Aktienkursverlauf der Volkswagen AG und die Entwicklung der Kosten einer Kreditausfallversicherung für Volkswagen als Indikator für das Kreditrisiko des VW-Konzerns. Ebenso aufgelistet sind in diesem Zusammenhang die wichtigsten Meldungen hinsichtlich der Ereignisse. Die Kursverläufe zeigen demnach die Einschätzung der Gegebenheiten durch die Marktteilnehmer und deren Reaktionen darauf. So geht ein ra-

santer Kurssturz Ende September 2015 mit einer fulminanten Spreadausweitung einher.

Am 20. September 2015 gab Volkswagen erstmals Abgasmanipulationen zu. Sowohl davor als auch danach waren Käufe von Anleihen des VW-Konzerns im Depot A der betreuten Banken zu verzeichnen. Abbildung 3 zeigt die Umsätze (Käufe abzüglich Verkäufe) und Fälligkeiten von Anleihen des VW-Konzerns (die sich bereits in den Portfolios befunden haben) bezogen auf den Gesamtbestand.

Auffällig ist der relativ hohe Wert an Käufen im Oktober 2015 kurz nach Beginn der Krise. Nach dem öffentlichen Eingeständnis der Abgasmanipulation im September brach der Aktienkurs ein, die Risikoprämien stiegen an und es kam zum Rücktritt von VW-Chef Winterkorn.

Insgesamt ist im angeführten Beispiel keine eindeutige Reaktion auf die Abgasaffäre zu beobachten. In Summe überwog das Kaufvolumen gegenüber dem der Verkäufe. Die Investitionen im Herbst 2015 könnten daher so interpretiert werden, dass hier die höheren Spreads als Übertreibung an-

gesehen wurden und die Situation eher als Marktchance begriffen wurde.

Interessant ist auch die Portfolioentwicklung im Zeitraum von Anfang 2016 bis Mitte 2017. Dem durchaus hohen Bestand an Fälligkeiten von VW-Anleihen im Portfolio der KC Risk-Banken stehen in darauffolgenden Monaten vergleichsweise nur deutlich geringere Wiederanlagen gegenüber. Ursachen könnten bereits vorgezogene Investitionen sein (ab Oktober 2015 mit hohen Risikoprämien möglich) oder aber auch bewusst keine Neukäufe (da ausgehend von einem „Spread-Anker“ bei 300 BP nun ein deutlich geringeres Renditeniveau vorherrscht).

Eine klare Interpretationsweise aus Sicht der Behavioral Finance mithilfe von möglichen Anomalien, die hier vorliegen könnten, stellt sich schwierig dar. Zur Ermittlung der damaligen Beweggründe für etwa nicht vollzogene Wiederanlagen müsste man rückwirkend die exakte Entscheidungsfindung umfassender analysieren.

Zweifelsohne ist der zweithöchste Umsatzwert in Abbildung 3 (Dezember 2017) auf eine positive Nachrichtenlage seitens des VW-Konzerns zurückzuführen. In einer Phase, in der die führenden deutschen Automobilhersteller noch den Vorwürfen einer angeblichen Kartellbildung (seit den 1990er Jahren) ausgesetzt waren und in der ein deutscher VW-Manager in den USA zu einer Haftstrafe von sieben Jahren verurteilt wurde, war ein gesteigertes Kaufinteresse vorhanden.

Die neu veröffentlichten Ziele von VW im November 2017 wurden ab Mitte des gleichen Monats von sämtlichen Analystenhäusern in Researchunterlagen aufgearbeitet. Kernaussagen waren ein



Anheben der strategischen Ziele für das Jahr 2020 (unter anderem Umsatzanstieg um mindestens 25 Prozent statt bisher mindestens 20 Prozent) und eine Bestätigung der Strategie „Together 2025“.

Diese – nun für die Marktteilnehmer neu verfügbaren und inhaltlich positiven Informationen – wurden quasi dankend vom Markt aufgenommen (selektive Informationswahrnehmung). Weitere Bestätigung einer Normalisierung fand man unter Umständen durch rückläufige Risikoprämien, die zu dem Zeitpunkt fast ihre Bodenbildung vollzogen hatten, und einen Aktienkurs, der seine Erholung im besagten Zeitraum fortsetzte.

#### **Sinnvolle Ergänzung**


Insgesamt lässt sich feststellen, dass bestimmte Marktbewegun-

gen im Verlauf von Krisensituationen nicht mit herkömmlichen Modellen der neoklassischen Finanzierungslehre zu erklären sind. Die Erweiterung um verhaltenswissenschaftliche und psychologische Aspekte kann hierbei durchaus neue Aufschlüsse generieren.

Für jeden Kapitalanleger ist es lohnenswert, sich die beschriebenen Denkregeln in Form von Irrationalitäten vor Augen zu halten, um gegebenenfalls an der ein oder anderen Stelle nicht demselben Aktions- oder Reaktionsmuster zu unterliegen.

Sinnvoll kann es auch sein, eine ausführliche Eigengeschäftsstrategie zu verfassen. Neben der Erfüllung aufsichtlicher Notwendigkeiten kann eine Eigengeschäftsstrategie, in der man sich strategische Leitplanken mithilfe von

konkret definierten Zielmarken vorgibt und diese auch zielgerichtet umsetzt oder einhält, auch dazu dienen, psychologische Fallstricke in der Anlagepolitik zu mindern.

Der Gefahr der Selbstüberschätzung kann zum Beispiel durch abgeleitete Obergrenzen für einzelne Emittenten, Branchen, Produkte oder Anlageklassen entgegengewirkt werden. Bei konsequenter Berücksichtigung des Home-Bias-Effekts können nebenbei auch Risikokonzentrationen vermieden werden, mit dem zusätzlichen Anreiz bei ähnlichem Risiko eine attraktivere Rendite einzufahren. 

**CA CUMMINS  
ALLISON**

## WORAUF ZÄHLEN Sie BEIM ZÄHLEN?

**Qualität & Langlebigkeit**

**Erstklassiger Kundenservice**

**Gutes Preis-Leistungsverhältnis**

Entscheiden Sie sich jetzt für ein Gerät von Cummins Allison und profitieren Sie von unseren Aktionspreisen!

[www.cumminsallison.de/fi](http://www.cumminsallison.de/fi)



**JetScan iFX® i400:**

- konfigurierbare Pockets
- kleine Stellfläche



**JetScan® 150:**

- über 99% Genauigkeit
- hoher Durchsatz



**JetSort® LX:**

- leiser Betrieb
- effizientes Sortieren