

# Wege aus der Psychofalle

Wie tickt der Anleger? Wovon lässt er sich leiten?

Und wie nimmt er Gewinne und Verluste wahr?

Erkenntnisse der psychologischen Risikoforschung

Jeder Anleger weiß, dass man keine ansprechenden Renditen erzielen kann, ohne Risiken einzugehen. Ein modernes Risikomanagement für Privatanleger muss deshalb ermöglichen, durch Diversifikation und Absicherungsstrategien das Risiko ertragbar zu halten. Dass dies nicht immer gelingt, zeigt zum Beispiel die gegenwärtige Börsenbaisse, in der Privatanleger höhere Verluste als der Marktindex hinnehmen müssen.

Die psychologische Risikoforschung deckt zwei typische Fehler im Risikomanagement bei Privatanlegern auf. Zum einen zeigt sie, in welche psychologischen Fallen Anleger hineintappen, wodurch sie unnötig hohes Risiko tragen. Zum anderen ermittelt sie, welche Art Risiken Anleger scheuen. Hierdurch wird verhindert, dass in der Anlageberatung nur solche Risiken gemanagt werden, die die Anleger nicht kümmern, während die aus Sicht der Anleger wichtigen Risiken auf das Portfolio durchschlagen. Somit bietet das psychologische Risikomanagement eine neue Methode, Mifid-konforme Risikofragebögen zu gestalten, die nicht nur eine lästige Pflichtübung sind, sondern wirklich helfen, die beste Anlagestrategie zu finden.

Ohne Risikomanagement tappt man in eine Vielzahl sogenannter Psychofallen. Man glaubt zu häufig, den Trend des Marktes zu erkennen, und wird dann böse von der Gegenbewegung überrascht. Man glaubt, die besten Aktien oder die besten Fonds finden zu können, und diversifiziert deshalb zu wenig. Schließlich überschätzt man seine Risikobereitschaft in guten Zeiten und wirft dann seine Anlagestrategie in schlechten Zeiten über Bord. Viele Studien haben gezeigt, dass die Performance des typischen Privatanlegers deshalb weit schlechter als die des Marktindex ist. Und leider zielt die Anlageberatung der Banken auch nicht von alleine darauf, dies zu verbessern, da die Banken nicht nach der Performance der Anleger bezahlt werden, sondern an ihren Transaktionen verdienen, so dass die Banken von einem Hang zu einer zu aktiven Anlagestrategie profitieren.

Banken haben gar keinen Anreiz, alle Psychofallen auszumerzen. Hinzu kommt,

dass die Banken, die ihren Kunden ein Risikomanagement anbieten, die für den Anleger falschen Risiken kontrollieren. Das seit Harry Markowitz im Jahre 1952 gebräuchliche Maß im Risikomanagement, die Volatilität, ist für viele Anleger ziemlich ungeeignet. Die Volatilität misst die mittlere quadratische Abweichung einer Zufallsvariablen um ihren Mittelwert. Sie ist nur dann ein geeignetes Risikomaß, wenn alle Anlageformen Renditen erzielen, die dem statistischen Modell der Normalverteilung folgen. Diese Annahme ist für die meisten Anlageklassen (Obligationen, Aktien) eine schlechte Annäherung, und sie ist sogar für alternative Anlagen (Commodities, Hedge-Fonds, Real Estate) falsch. Dies führt dazu, dass eine Allokation von alternativen Anlagen auf der Basis der Volatilität für die meisten Anleger zu hoch ist, da die hierdurch getragenen Extremrisiken unterschätzt werden. Auch ist die Volatilität völlig ungeeignet, strukturierte Produkte in die Asset Allocation einzubauen, da ein wesentlicher Aspekt dieser Anlageformen ist, die Renditeverteilung des Basiswertes unsymmetrisch zu machen, also zum Beispiel die Verluste auszuschalten.

Welche Alternative zur Volatilität hat die psychologische Risikoforschung entwickelt? Zunächst betont die psychologische Risikoforschung, dass Anleger mit ihrem Portfolio meist ein konkretes Anlageziel verfolgen. Wird dieses Ziel verfehlt, empfinden sie dies als Verlust. Jede Rendite über diesem Ziel ist ein Gewinn. Im Gegensatz zur Volatilität empfinden Anleger Gewinne und Verluste aber nicht symmetrisch. Die meisten Anleger reagieren mehr als doppelt so stark auf Verluste wie auf Gewinne. Ein Verlust von 100 000 Euro zum Beispiel ist psychologisch erst dann wieder kompensiert, wenn mindestens 200 000 Euro gewonnen wurden. Das heißt zum Beispiel, dass die meisten Anleger bereit sind, relativ viel für den Schutz ihres Kapitals auszugeben. Auf dieser Beobachtung basieren die heute weit verbreiteten strukturierten Produkte mit Kapitalschutz.

Aus psychologischer Sicht ist Verlustaversion wichtiger als eine Aversion gegen Volatilität, welche in der Fachsprache

weiterhin Risikoaversion heißt. Studien zeigen sogar, dass Anleger im Verlustbereich teilweise risikofreudig sein können. Das heißt, bevor man sich damit begnügt, einen sicheren Verlust zu erleiden, erhöht man das Risiko, um noch die Chance zu haben, aus der Verlustzone herauszukommen.

Das A und O beim Investieren ist systematisch vorzugehen. Die Anlageberatung muss die Risikofähigkeit, die Risikopräferenzen und die Risikowahrnehmung der Anleger zunächst sauber ermitteln und dabei einen Risikobegriff zugrunde legen, der psychologisch begründet ist. Hierbei ist ein Risikofragebogen unerlässlich. Er ermittelt nicht nur die Ausgangslage des Kunden, sondern kann auch als Mittel dazu dienen, den Kunden mit den Trade-offs, die die Finanzmärkte bieten, besser vertraut zu machen. Da ein und derselbe Kunde typischerweise verschiedene Anlageziele hat, bietet es sich an, die Anlagen nach diesen Zielen zu strukturieren. Das Resultat des Fragebogens muss dann in eine Anlagestrategie münden, die langfristig betrachtet den Risikocharakteristika des Anlegers entspricht. Schließlich muss die Anlagestrategie mit konkreten Titeln oder Fonds ausgefüllt werden, mit denen sich die Anleger identifizieren können. Dies erhöht die Bindung an die Strategie, was vor allem in schwierigen Marktphasen wichtig ist.

Natürlich haben heute die meisten Banken inzwischen solche Risikofragebögen, da diese ein Mittel sind, die Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes und der Mifid-Richtlinie zu erfüllen. Auch sind gewisse Fragen durch diese Vorschriften schon festgelegt, so zum Beispiel nach der Risikofähigkeit, der Erfahrung und des Anlagehorizonts. Jedoch bleibt den Banken noch relativ viel Gestaltungsspielraum, und die Methode, nach der die Fragen ausgewertet werden, ist offen. Spätestens hier trennt sich die Spreu vom Weizen. Die psychologische Risikoforschung erlaubt es nicht nur, Risikofragebögen zu gestalten, sondern sie liefert auch eine fundierte Auswertungsmethode dazu. Schließlich kann in gezielten Laborexperimenten die Wirksamkeit eines Risikofragebogens getestet werden, so dass kein Reputationsschaden bei den Kunden durch unverständliche Fragen oder unsinnige Empfehlungen entsteht.

---

Prof. Dr. THORSTEN HENS lehrt Finanztheorie am Swiss Banking Institute der Universität Zürich