

# / einblicke /

AKTUELLE FINANZTHEMEN FÜR UNSERE KUNDEN

BEHAVIORAL FINANCE

## / gefühl für geld /

Geldangelegenheiten sind eine rein rationale Sache und haben mit Gefühlen nichts zu tun – so denken immer noch einige Anleger. Sie sehen sich selbst als „homo oeconomicus“, als vernünftigen Entscheider, der mit kühlem Kopf sein Ziel verfolgt: den finanziellen Gewinn zu maximieren. Dieser vernunftgesteuerte, vollständig informierte Marktteilnehmer ist ein wichtiges wirtschaftswissenschaftliches Modell. Doch es greift in der Realität zu kurz. Denn neben der rationalen hat das Geldanlagen eine emotionale Seite: Unterbewusste Vorgänge und Gefühle beeinflussen unsere Investmententscheidungen stärker, als wir glauben. Das Ergebnis kann eine Anlagestrategie sein, die hinter den Renditemöglichkeiten zurückbleibt. Doch wie lässt sich das Investment optimieren – trotz des emotionalen Störfeuers? Dieser Frage widmet sich die noch relativ junge Forschungsrichtung der Behavioral Finance, die Ökonomie und Psychologie verbindet.

Die Behavioral Finance geht nicht mehr vom klassischen Modell des homo oeconomicus aus, weil sich viele wirtschaftliche Vorgänge sonst nicht erklären ließen. Beispielsweise kann nicht einmal ein Fünftel der monatlichen Kursveränderungen an den US-Aktienmärkten auf makroökonomische Daten zurückgeführt werden. Die Behavioral Finance berücksichtigt daher auch andere Aspekte der Geldanlage. Denn wie eng Geld vermehren und verlieren mit Psychologie verknüpft ist, zeigen schon einfache Experimente wie dieses: Bei einem Gewinnspiel erhält ein Spieler 10.000 Euro. Er muss aber seinem Mitspieler davon einen frei wählbaren Betrag anbieten. Doch nur wenn der Gegenpart einwilligt, dürfen beide

das Geld behalten. Streng rational wäre es, 9.999 Euro zu behalten und einen einzigen Euro abzugeben. Getreu dem Motto „Ein Euro ist besser als nichts“ müsste der Mitspieler einverstanden sein. Doch tatsächlich werden selbst Beträge von 3.000 Euro und mehr abgelehnt. Hier entscheidet nicht der Verstand, sondern Gerechtigkeitsempfinden, Neid oder Angst vor Gesichtverlust.

**„Im Unterschied zur Straßenbahn wird an der Börse zum Ein- und Aussteigen nicht geklingelt.“**

Carl Fürstenberg (\* 1850, † 1933),  
Berliner Bankier



### STREBEN NACH HARMONIE

Jeder Mensch fällt seine Entscheidung auf der Basis seines Wissens, seiner Meinungen und Annahmen. Dabei versucht er, Widersprüche zu vermeiden und neue Informationen oder Ereignisse in Einklang mit seinen Ansichten und Wertvorstellungen zu bringen. Zum Beispiel entsteht bei Rauchern eine sogenannte kognitive Dissonanz, wenn sie einen TV-Beitrag über die schädlichen Folgen des Rauchens sehen. Der Widerspruch zwischen eigenem Handeln und Information wird als unangenehm empfunden. Dem Individuum bleiben nun verschiedene Möglichkeiten: Entweder es handelt, in dem es aufhört zu rauchen. Oder es stellt auf andere, nicht immer vernünftige Weise wieder ein harmonisches System her. Zum Beispiel, indem unangenehme Informationen ausgeblendet oder relativiert werden: „Ich rauche ja gar nicht viel, deshalb wird mir schon nichts passieren.“ Die „Theorie der kognitiven Dissonanz“ gilt auch an den Finanzmärkten – wie das folgende Beispiel zeigt.

#### ENTSCHEIDUNGEN UND IHRE TÜCKEN

Ein Anleger hat eine Aktie gekauft. Prompt geht der Kurs nach unten. Die Folge: Es entsteht Dissonanz zwischen der Überzeugung, die richtige Entscheidung getroffen zu haben, und dem tatsächlichen Ereignis. Um sich wieder wohlfühlen, kann der Anleger entweder die Aktie mit Verlust verkaufen. Oder er stellt die Harmonie mit anderen Mitteln wieder her. So ignoriert er Warnungen vor einem weiteren Kursverfall und schenkt stattdessen den Analysten Aufmerksamkeit, die einen Kursaufschwung prophezeien. Er sucht gezielt nach Bestärkung und Informationen, die seine Entscheidung rechtfertigen.

Hieraus lässt sich ein wichtiger Grundsatz der Behavioral Finance ableiten: Die Anleger wollen nicht nur ihren Gewinn maximieren. Sie wollen sich bei der Geldanlage auch wohlfühlen. Damit in einer unangenehmen Situation möglichst schnell wieder Harmonie herrscht, greifen Mechanismen wie die selektive Wahrnehmung von Informationen. Diese wirken sich zwar psychisch positiv aus, haben aber nicht immer positive Folgen für die Rendite – etwa wenn Aktien zu spät oder zu früh verkauft werden.

### GEFESSELTE VERLIERER

Eines der häufigsten Phänomene: Anleger lassen Verluste laufen und realisieren ihre Gewinne früher als nötig. Doch warum? Dies hat vor allem damit zu tun, dass sich richtige Entscheidungen gut anfühlen und dass es andererseits unangenehm ist, sich einen Irrtum eingestehen zu müssen. Im Fall von Kursverlusten hat der Aktienbesitzer das Gefühl, dass er beim Kauf keine gute Wahl getroffen hat. Überdies gilt: Der Kurs könnte ja wieder steigen. Deshalb sitzen viele Anleger die Situation aus, hoffen weiter und versuchen sich mit gezielt ausgewählten, positiven Informationen zu beruhigen. Zudem werden Verluste meist mehr als doppelt so stark bewertet wie Gewinne: Der Anleger reagiert auf Einbußen in Höhe von 100 Euro heftiger als auf Einnahmen in gleicher Höhe. Dies macht es umso schwieriger, sich von ungünstigen Engagements zu trennen.

Einfacher – zumindest psychisch – scheint der Umgang mit Gewinnen. Ist die Aktie im Plus, fühlt sich der Investor bestätigt: Die Kaufentscheidung war richtig. Steigt er dann relativ schnell aus, hat er eine zweite vermeintlich richtige Entscheidung getroffen, weil er nun die Gewinne realisiert hat. Meist bleibt er damit aber hinter seinen Renditemöglichkeiten zurück.

#### HÖHERE RISIKOFREUDE BEI VERLUSTEN

In einem Experiment werden zwei Varianten eines Glücksspiels durchgespielt. Die Ergebnisse zeigen, dass der Mensch bei Gewinnen auf Nummer sicher geht, bei Verlusten die Risikofreude aber deutlich zunimmt.

##### Spiel 1:

Ein Spieler kann wählen zwischen 5.000 Euro sicherem Gewinn oder einem Münzwurf, bei dem er entweder leer ausgeht oder 10.000 Euro gewinnt. Die meisten Probanden entscheiden sich in diesem Fall für die sicheren 5.000 Euro.

##### Spiel 2:

Ein Spieler kann wählen zwischen 5.000 Euro sicherem Verlust oder einem Münzwurf, bei dem er entweder sein Geld behalten darf oder 10.000 Euro abgeben muss. Interessanterweise entscheiden sich die meisten Probanden für den Münzwurf.

### DIE KONTROLLILLUSION

Insgesamt setzen sich Anleger durch ein Engagement am Aktienmarkt einem Wechselbad der Gefühle aus. Der Hintergrund: Die Entwicklung der Finanzmärkte ist immer mit Unsicherheit behaftet und eine Vorhersage nur begrenzt möglich. Dennoch glauben die Privatinvestoren, dass sie die Märkte durch Erfahrung „in den Griff“ bekommen können, wenn sie sich nur genügend informieren – eine Illusion. Denn kein Anleger kann je über vollständige Information verfügen.

Zur Kontrollillusion kommen zwei weitere Phänomene hinzu: Selbstüberschätzung und zu großer Optimismus. Denn Menschen tendieren in allen Lebensbereichen dazu, ihre eigenen Fähigkeiten zu überschätzen – so wie beispielsweise die 80 % der Autofahrer, die sich für überdurchschnittlich gut halten. Auch der Optimismus schlägt den Anlegern ein Schnippchen: Wer Aktien kauft, geht immer davon aus, dass er Gewinn macht und Verluste ausbleiben. Die Folge: Es treten immer wieder Ereignisse ein, die den Anleger völlig überraschen und die er in seinen Überlegungen nicht berücksichtigt hat.

### EMOTIONALE HÜRDEN NEHMEN

Gefühle wie Angst, Gier, Freude und Euphorie lassen sich auch durch ein Studium der Behavioral Finance nicht ausschalten. Doch wie können Anleger so damit umgehen, dass der Investorfolg nicht gefährdet wird?

Eine Antwort der Behavioral Finance auf diese Frage lautet: Disziplin. Zwar wird es auch mit viel Disziplin nicht gelingen, ein völlig rationaler Anleger zu werden. Ziel ist es vielmehr, trotz der emotionalen Hürden besser als bisher abzuschneiden. Hier kann ein Börsenlogbuch helfen. Anleger sollten sich vor dem Kauf einer Aktie überlegen, bei welchem Wert ihr Kursziel und wo ihre Verlustgrenze liegt – und später genau bei den festgelegten Werten verkaufen. Dabei sollte der angestrebte Gewinn ungefähr zwei- bis dreimal so hoch sein wie der Betrag, den man riskieren würde. Wer diese Überlegungen vorher mit kühlem Kopf notiert, kann später vernünftiger agieren.

Als Sparringspartner und Unterstützer im Hinblick auf Rationalität und Disziplin kommen beispielsweise Private-Banking-Berater in Frage. Sie sind neutrale Ratgeber in allen Finanzthemen. Denn wer Aktiengeschäfte mit Freunden oder Bekannten bespricht, verstärkt unnötigerweise sein emotionales Engagement. Je mehr „Zeugen“ es für eine Investmententscheidung gibt, desto größer ist die Gefahr des Gesichtsverlusts, sollte das Geschäft einmal nicht erfolgreich sein. Vor außenstehenden Beratern hingegen können die eigenen ungünstigen Entscheidungen offen eingeräumt und schnell wirkungsvolle Alternativstrategien umgesetzt werden. Wer sich vollständig gegen eigene, vielleicht zu emotionale Entscheidungen wappnen will, für den bietet eine professionelle Vermögensverwaltung entscheidende Vorteile gegenüber einem direkt betreuten Wertpapierdepot – nicht nur wegen der fundierteren Datenanalyse, sondern auch wegen der größeren Objektivität.

Um seinen Kunden die Möglichkeiten der Behavioral Finance zu eröffnen, ist das Commerzbank Private Banking eine **Kooperation mit Joachim Goldberg** eingegangen. Der Buchautor und Experte für Behavioral Finance unterstützt die Relationship-Manager und macht den Private-Banking-Kunden die aktuellen wissenschaftlichen Erkenntnisse zugänglich.

Nicht zuletzt sollten Anleger im Blick behalten, dass die Börse nicht die einzige Möglichkeit für die Geldanlage ist. Wer sich gegen die Risiken absichern will, die in der Behavioral Finance aufgezeigt werden, dem sei vor allem eines empfohlen: ein ausgewogenes, über mehrere Anlageklassen diversifiziertes Vermögensportfolio. Das Commerzbank Private Banking hat hierfür das Analysetool „Total Asset Composition“ entwickelt, das eine wissenschaftlich begründete Vermögensstruktur liefert.

## | mit struktur zum erfolg |

Aktien beschäftigen ihre Besitzer wie kaum ein anderes Investment. Wertpapiere und Börsenkurse sind für viele daher nicht nur Geldanlage, sondern auch ein spannendes Interessengebiet – wenn nicht sogar ein Hobby. Dabei steht meistens eine Frage im Mittelpunkt: Habe ich in den richtigen Aktien investiert? Unter Renditegesichtspunkten spielt jedoch ein ganz anderer Aspekt eine Rolle, und zwar: Habe ich mein Vermögen richtig strukturiert? Untersuchungen amerikanischer Pensionsfonds haben gezeigt, dass die Auswahl der Einzeltitel höchstens 5 % des Anlageerfolgs ausmacht. Viel größer hingegen ist der Einfluss der Vermögensstruktur, auch Asset Allocation genannt. Experten beziffern ihn auf mindestens 70 %.

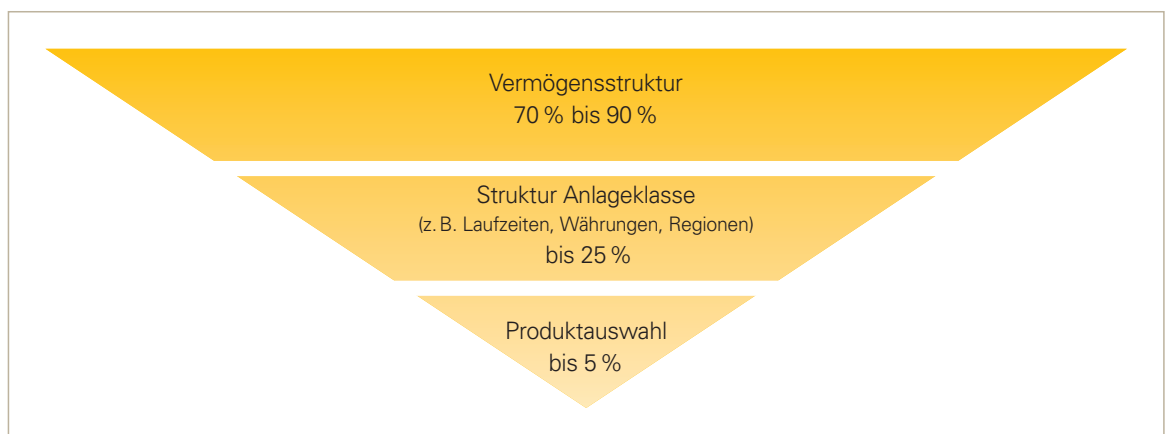
„Asset Allocation“ steht dabei für die Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen: Geldmarkt, Renten, Aktien, Immobilien, Hedgefonds, kapitalbildende Versicherungen, Private Equity und passive Beteiligungen. Doch wie lässt sich die optimale Asset Allocation ermitteln? Hierfür steht dem Commerzbank Private Banking das Beratungswerkzeug „Total Asset Composition“ zur Verfügung. Es basiert auf neuesten finanzwissenschaftlichen Erkenntnissen und wurde in Zusammenarbeit mit dem Forschungsinstitut für Asset Management (FIFAM) der RWTH Aachen entwickelt. Dabei sind die Methoden rein finanzmathematisch und entziehen sich so allen möglicherweise negativen emotionalen Einflüssen.

### SYSTEMATISCHE VERMÖGENSOPTIMIERUNG

In der Praxis wird zuerst die Risikoneigung des Kunden ermittelt: Ist seine Anlegermentalität eher sicherheits- oder eher chancenorientiert? Anschließend wird mit Hilfe der Total Asset Composition die optimale Belegung der acht Vermögensklassen berechnet. Wichtig ist dabei, dass die Vermögensoptimierung nicht nur Geldanlagen im engeren Sinn, also Aktien, Festgeld und Rentenanlagen, berücksichtigt. Vielmehr wird das komplette Vermögen betrachtet, was Immobilien, kapitalbildende Versicherungen oder passive Beteiligungen einschließt. Das Ergebnis ist eine Vermögensstruktur mit möglichst hohen Renditeaussichten bei vorgegebenem Risiko.

Wie in der Behavioral Finance ist aber auch bei der Vermögensstrukturierung die Disziplin des Anlegers ausschlaggebend: Erfolg kann die Total Asset Composition nur haben, wenn die vorgeschlagenen Maßnahmen im Anschluss auch umgesetzt werden. Hierzu bietet das Commerzbank Private Banking seinen Kunden maßgeschneiderte Lösungen, mit denen die aktuelle Vermögensstruktur in die ideale Asset Allocation überführt werden kann.

### ANTEIL AM ANLAGEERFOLG



**BEISPIEL 1: SICHERHEITSORIENTIERTER ANLEGER**

Ein Privatier lässt sein Vermögen seit längerem durch das Commerzbank Private Banking betreuen. Sein Private-Banking-Berater weiß, dass es sich um einen Anleger handelt, der gerne Risiken vermeidet. So genießt der Vermögenserhalt höchste Priorität. Im vorliegenden Beispiel ist der Privatier eher ein vorsichtiger Mensch, der sehr sensibel auf Vermögensrückgänge reagiert.

Mit Hilfe der Total Asset Composition ermittelt der Private-Banking-Berater zusammen mit seinem Kunden die derzeit optimale Vermögensstruktur. Laut der Empfehlung sollte der Privatier einen Großteil seines Vermögens in Immobilien (40 %) und Renten (31 %) investieren. Um noch weiter zu diversifizieren und die Renditen zu steigern, sollte er das übrige Vermögen auf Aktien (13 %), Geldmarkt (2 %), Private Equity (5 %), passive Beteiligungen (4 %) und Hedgefonds (5 %) verteilen. Kapitalbildende Versicherungen bringen laut der TAC-Analyse in diesem Fall keine Verbesserung des Risiko-Rendite-Verhältnisses. Im Folgenden setzt der Kunde die empfohlene Asset Allocation um und gewichtet sein Portfolio neu – beispielsweise hat er einen Teil seiner Aktien verkauft und stattdessen Hedgefonds sowie Rentenpapiere erworben.

Ist die optimale Vermögensstruktur aufgebaut, wird sie in regelmäßigen Abständen geprüft, damit Fehl-

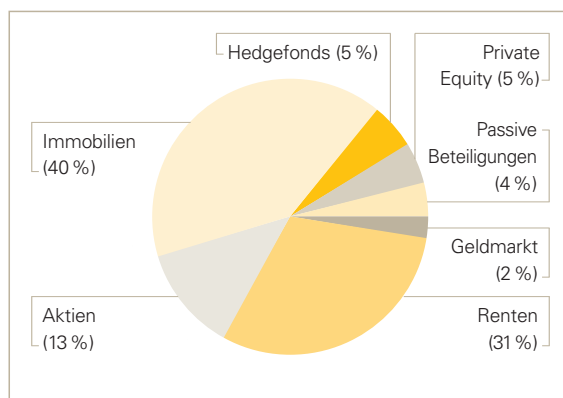
entwicklungen frühzeitig erkannt werden können. Eine jährliche Komplettanalyse der Asset Allocation ist dabei in der Regel ausreichend.

**BEISPIEL 2: CHANCENORIENTIERTER ANLEGER**

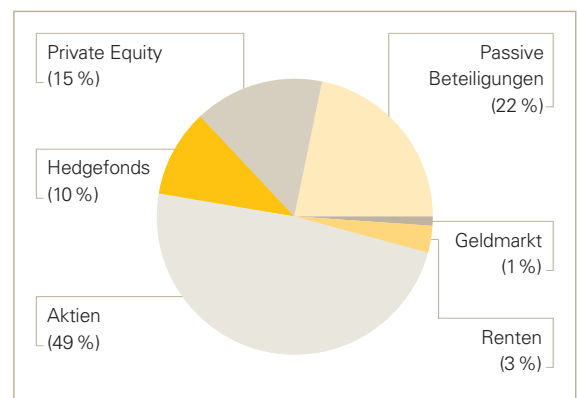
Ein Unternehmer, der sich selbst als erfolgreich, leistungs- und ergebnisorientiert beschreibt, erwartet von seinen Investitionen hohe Renditen. Im Gegenzug ist er bereit, Risiken einzugehen. Temporäre Vermögensrückgänge akzeptiert er nicht nur, sondern betrachtet sie als Basis zukünftiger Erfolge. Der Private-Banking-Berater sieht sich hier einem chancenorientierten Anleger gegenüber. Daher ermittelt er für den Unternehmer die optimale Vermögensstruktur entsprechend seiner Anlegermentalität.

Konkret ergibt die Total Asset Composition, dass er sein Vermögen vor allem in Aktien (49 %), Private Equity (15 %), passiven Beteiligungen (22 %) und zusätzlich in Hedgefonds (10 %) investieren sollte. Zur Erhaltung der Liquidität sind Anlagen in Renten (3 %) und dem Geldmarkt (1 %) zu empfehlen. Der Kunde hat daraus die Konsequenz gezogen und beispielsweise seinen Immobilienanteil veräußert. Den Verkaufserlös legte er in Hedgefonds an und in Aktien, die er allerdings nicht selbst verwaltet. Weil er sich mit dem Thema Behavioral Finance auseinandergesetzt hat, vertraut er hier lieber auf eine Vermögensverwaltung.

**IDEALE VERMÖGENSSTRUKTUR FÜR EINEN SICHERHEITSORIENTIERTEN ANLEGER (9-10 JAHRE)**



**IDEALE VERMÖGENSSTRUKTUR FÜR EINEN CHANCENORIENTIERTEN ANLEGER (9-10 JAHRE)**



## / *emotionen als krisenverstärker* /

Nicht nur im Hinblick auf das eigene Investitionsverhalten bietet die Behavioral Finance interessante Erkenntnisse. Auch was die aktuellen Verwerfungen an den Aktienmärkten angeht, geben psychologische Erklärungsmodelle zusätzliche Denkanstöße.

So können psychologische Phänomene, wie in der Behavioral Finance beschrieben, eine stärkere Krisenanfälligkeit der Finanzmärkte hervorrufen. Dazu zählt beispielsweise der Herdentrieb. Er ist sowohl bei einer negativen Entwicklung der Aktienmärkte zu beobachten als auch bei einer positiven – etwa wenn sich aufgrund einer allgemeinen Euphorie eine spekulative Blase bildet. Der Hintergrund: Menschen sind soziale Wesen, die emotional unter Druck geraten, wenn sie sich gegen die Mehrheitsmeinung stellen. Viel angenehmer ist es, in der Masse mitzuschwimmen – sogar, wenn das Investment nicht optimal ist. Haben die Anleger nun wie Anfang des Jahres das Gefühl, dass alle anderen ihre Aktien verkaufen, schließen sie sich an – unabhängig davon, ob es realwirtschaftlich begründet ist oder nicht. Dies kann an für sich unbedeutende Kursschwankungen massiv verstärken.

Überhaupt haben die Erwartungen und damit auch die Emotionen der Marktteilnehmer in einer globalisierten Welt größeren Einfluss auf realwirtschaftliche Entwicklungen. Dies haben auch einzelne Notenbanken und

Regierungen erkannt und richten ihre geld- und fiskalpolitischen Instrumente stärker darauf aus. Ein Beispiel dafür stellt die Reaktion der Federal Reserve und der US-Regierung auf die „Subprime-Krise“ dar. Neben punktuellen liquiditätspolitischen Maßnahmen setzte die US-Notenbank mit deutlichen Leitzinssenkungen auf eine Politik des „billigen Geldes“. Dies hat erhebliche Konsequenzen für Investoren: Liquidität ist leichter verfügbar, was die „traditionellen“ Anlageklassen wie Renten und Aktien stärker korrelieren lässt und eine Diversifizierung des Depots erschwert. Um dem zu begegnen, bietet sich eine Beimischung von Hedgefonds an. Durch die Aufnahme dieser „modernen“ Anlageform ins Depot sind die Diversifikationsmöglichkeiten wieder gegeben. Hedgefonds werden sich daher zukünftig als wichtige Assetklasse erweisen – insbesondere angesichts der Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten.

Die US-Notenbank versucht durch Zinssenkung aber auch, die Erwartungen der Anleger im Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung zu beeinflussen. Ob dies gelingt, ist schwer vorauszusagen. Denn sichere Prognosen lassen sich nur mit dem Hilfsmodell des homo oeconomicus treffen. Und dieser ist – wie die Behavioral Finance zeigt – an den Finanzmärkten eine äußerst seltene Spezies.

**HABEN WIR MIT DEN THEMEN BEHAVIORAL FINANCE UND OPTIMALE VERMÖGENSSTRUKTUR**

**IHR INTERESSE GEWECKT?**

**IHR PRIVATE-BANKING-BERATER BERÄT SIE GERNE.**

Commerzbank Aktiengesellschaft  
Private Banking · Kaiserplatz · 60311 Frankfurt am Main  
Tel.: (0 69) 136-2 87 12 · [www.privatebanking.commerzbank.de](http://www.privatebanking.commerzbank.de)