

«Nächste Blase bei nachhaltigen Anlagen»

Professor **Thorsten Hens** über psychologische Anlagefallen, Finanzkrise, Strukturierte Produkte und die nächste Blase. **VON HANS PETER ARNOLD**

Behavioural Finance geht davon aus, dass die Märkte nicht effizient sind. Werden Sie im Kreis der übrigen Wirtschaftsprofessoren als Anarchist oder als Guru betrachtet?

Thorsten Hens: Früher war das so. Wir sind in den Achtziger- und Neunzigerjahren durch schwere Zeiten gegangen. Die Forschungsergebnisse lagen zwar vor, aber die Märkte gingen immer nur aufwärts, sodass niemand auf die Idee kam, die Märkte könnten ineffizient sein. Das hat sich im Zuge der Internet-Bubble und der jüngsten Krisen gewandelt.

Mit welchem menschlichen Fehlverhalten verlieren Anleger an der Börse vermutlich das meiste Geld?

Man könnte es allgemein so sagen: Verhalten, das in der Natur sinnvoll ist, wird auf die Finanzmärkte übertragen.

«Wir haben eine selektive Wahrnehmung und wollen den Zufall nicht wahrhaben.»

Was meinen Sie damit?

Zum Beispiel das uns angeborene adaptive Verhalten: Was einmal misslingt, meidet der Mensch in der Zukunft. Was gelingt, repetieren wir. Wir passen uns so den Umweltbedingungen an. Es ist aber ein Fehler, dies auf die Finanzmärkte zu übertragen: Wenn er irgendwo investiert hat und gewinnt, dann fühlt sich der Anleger in seinem Verhalten bestätigt und investiert erneut. Wenn man viel verloren hat, verkauft man. Das ist das Grundproblem.

Steht dies nicht im Widerspruch zur bekannten Börsenregel: Gewinne laufen lassen, Verluste begrenzen?

Diese Börsenregel ist ebenso unvollständig wie ihr Gegenteil: Gewinne mitnehmen und Verluste durchstehen. Die Frage ist doch, wie lange soll man Gewinne laufen lassen und wie viel Verlust soll man akzep-

tieren. Es ist vielfach nachgewiesen worden, dass einfache antizyklische Regeln wie das Rebalancing einer Asset-Allokation besser sind als prozyklische Regeln. Auch die Selbstüberschätzung ist ein Problem wie auch die Fehleinschätzung von Varianzen. Die Menschen sind durch die Evolution über viele Millionen Jahre geformt worden und nun sind sie im Bereich der Finanzmärkte in einer Interaktion, für die sie gar nicht geschaffen sind.

Viele Anleger und Beobachter sind überrascht über die vergangenen Kurssprünge – nach unten und oben. Die Selbstüberschätzung verträgt sich schlecht mit den tatsächlichen, zufälligen Kursbewegungen.

Genau, wir wollen diesen Zufall nicht wirklich wahrhaben. Wir haben eine selektive Wahrnehmung. Die optimistischen Anleger erinnern sich hauptsächlich an jene Investments, mit denen sie Geld verdient haben; die pessimistischen Anleger erinnern sich an die schlechten Erfahrungen. Das sind auch jene Anleger, die eher Exchange Traded Funds berücksichtigen, weil sie nicht glauben, mit der richtigen Wahl der Einzeltitel den Markt schlagen zu können.

Ist die Selbstüberschätzung gerade unter sogenannten Profis ausgeprägt und die Fehlerquote – auch aufgrund des hohen Involvements beziehungsweise ungenügender Distanz – hoch?

Aus einer Studie zu Pensionskassen wissen wir, dass sich vor allem jene Leute in die Anlagekommission wählen lassen, die eine hohe Affinität zu Anlagethemen haben. Diese Mitglieder machen jedoch im Schnitt häufiger systematische Beurteilungsfehler und tappen eher in Anlegerfallen als eine repräsentativ ausgewählte Bevölkerungsgruppe.

Machen Sie als Anleger auch Fehler?

Ja, natürlich. Aber je älter ich werde, desto weniger Fehler mache ich. Als junger Anleger habe ich auch jene Aktienfonds bevorzugt, die gerade gut gelaufen waren und

Thorsten Hens: «Ich halte 60 Prozent Aktien, 30 Prozent Obligationen und Rohwaren; den Rest benütze ich für die Absicherungsstrategie.»

diese jeweils zu lange gehalten.

Was mussten Sie neuerdings noch lernen?

Dass meine Absicherungsstrategie, die auf Volatilitätsderivaten basierte, nur so lange funktioniert, so lange Goldman Sachs die Gegenpartei spielen wollte. Anfang 2008 hatte ich ein erhebliches Aktien-Exposure von 60 Prozent, da ich dachte, ich sei geschützt. Das ging ja ganz gut. Aber im Sommer bekam ich von Goldman Sachs eine E-Mail mit der Überschrift Corporate Action: Die hatten mich einfach ausbezahlt, da die Wette immer mehr gegen sie lief, und ich stand ohne Schutz da. Dass eine solche grosse Institution wie Goldman Sachs die Wette einfach kündigen kann, das konnte ich mir nicht vorstellen.

Sie hatten das Kleingedruckte in den allgemeinen Geschäftsbedingungen nicht gelesen?

Doch, aber schon aus Reputationsgründen schien mir das gewählte Vorgehen abwegig zu sein. Heute wissen wir: Investment-Banken sind gefährliche Geschäftspartner.

Behavioural Finance beschäftigt sich mit ineffizienten Märkten und irrationalen Anlageverhalten. Umgekehrt gefragt: Wie sollte ein Anleger rational vorgehen?

Jeder Anleger sollte sich eine Strategie zu rechtlegen, die auf gewissen Grundannahmen basiert. Im Auf und Ab der Märkte gilt es dann zu beurteilen, ob diese Grundannahmen noch erfüllt sind. Das ist die rationale Vorgehensweise.

Immer wieder wird ein diszipliniertes Anlageverhalten gefordert.

Das ist nur bedingt richtig. Wer stur die Strategie durchzieht, aber die Grundannahmen nicht mehr überprüft, wird dafür bestraft.

Sie betonen, dass es wichtig ist, beim Beratungsprozess die Risikofähigkeit, Risikonei-



BILD: PEF

gung und Risikowahrnehmung zu berücksichtigen. Weshalb?

Nur damit erhält der Anlageberater ein ganzheitliches Bild über den Kunden. Die Risikofähigkeit bemisst sich nach seinen tatsächlichen Vermögens- und Einkommensverhältnissen. Die Risikoneigung zeigt die Bereitschaft, Risiken einzugehen.

Was unterscheidet die Risikoneigung von der Risikowahrnehmung?

Die Risikoneigung ist relativ konstant. Die Risikowahrnehmung verändert sich jedoch je nach Situation. Im Crash macht sich Panik breit, während des Booms Euphorie. In die Kategorie der Risikowahrnehmung fallen also die Psycho- beziehungsweise Anlegerfallen. Ein standardisierter Prozess sollte diese drei Faktoren erfassen. Die Strategie sollte dabei auf die

Risikofähigkeit und Risikoneigung abstellen. Bezüglich Risikowahrnehmung sollte der Anlageexperte situativ beratend tätig sein.

Die Anleger neigen dazu, mitten im Crash nahezu alle Aktien zu verkaufen, statt sich über Zukäufe Gedanken zu machen. Wie kriegt der Mensch seine Emotionen in den Griff?

Der emotionale, impulsive Typ sollte eine Zwischenstufe einschalten. Das kann zum Beispiel der Anlageberater sein, welcher als Filter dient. Beim Online-Broking fehlt diese Zwischenstufe; hier kommt es zu vielen unüberlegten und spontanen Impuls-Transaktionen.

Sollten die Anleger technisch automatisch via Anlageberater oder Computer ein Rebalancing vornehmen, was bei sinkenden Kursen automatisch zu Zukäufen führt?

Hier gilt es, wie auch bei einer Stop-Loss-Strategie, die Strategie von Zeit zu Zeit zu überprüfen. Man darf sich nicht blindlings darauf verlassen. Das ist wie mit meinem GPS-System im Auto, das manchmal falsche Anweisungen gibt. Wir machen das bei der Pensionskasse auch: Wir beachten diese Quant-Modelle, aber wir verlassen uns nicht darauf.

Anders gefragt: Sind rein quantitative, computerbasierte Anlagestrategien die richtige Antwort, um Emotionen zu eliminieren?

Nein, das sind sie nicht. Ich sehe einfach die Gefahr, dass viele Leute mit Quant-Modellen stur ins Verderben laufen; selbst wenn die Intuition etwas anderes rät. In normalen Zeiten kann man auf Autopilot stellen. In turbulenten Zeiten sollte man aber aufpassen.

An der Börse wird nicht geklingelt: Das war auch im März so, als die Aktienkurse eine neues Mehrjahrestief erreicht hatten. Wie erkennen Anleger solche günstigen Kaufgelegenheiten?

Market-Timing ist sehr schwierig bis unmöglich. Der Anleger kann sich an einige Bewertungsmodelle halten. Wir dachten bei unserer Pensionskasse, dass im Januar der Tiefpunkt erreicht worden sei. Es ging dann nochmals stark runter. Ich behaupte für mich, dass ich solche Einschätzungen relativ zuverlässig auf Quartalsbasis, aber sicher nicht auf Wochenbasis machen kann.

Trotzdem – gibt es Möglichkeiten der Trenderkennung?

Die traditionelle Finanzmarktlehre verneint dies. Die Aktien sind jederzeit fair zu Marktpreisen bewertet. Es war dann die Theorie der Behavioural Finance, welche wieder zwischen Marktpreisen und Bewertung unterschied. Wobei sich diese Diskrepanz über eine längere Zeitspanne erstrecken kann. Also ist es durchaus sinnvoll, Sentiments und Geldflüsse zu analysieren.

Die Crashes nach 9/11 oder der Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers konnte jedoch niemand voraussehen?

Sowohl der Terroranschlag auf das World Trade Center in New York wie auch der Untergang von Lehman Brothers waren gar nicht die eigentlichen Ursachen der Crashes. Bereits vor dem 9. September 2001 waren die Aktien gemessen an den Kurs/Gewinn-Verhältnissen viel zu hoch bewertet. Und Lehman Brothers war nur ein Symbol der Finanzmarktkrise, welche der Krise der schlechten US-Hypothekarkredite folgte. ▶



Hens zur Gefahr von Grossbanken:

«Entweder ist die Grösse zu beschränken oder es müssen Soll-Bruchstellen definiert werden.»

Nicht nur die Börsen, sondern auch die Zyklen in der Realwirtschaft scheinen immer volatiler zu verlaufen, wie der jüngste Einbruch in der Industrie gezeigt hat. Ist dies ein neues Phänomen?

Dieser Trend lässt sich einerseits mit der internationalen Vernetzung, also mit der Globalisierung, und andererseits mit der Bedürfnispyramide erklären.

In welchem Zusammenhang steht die Bedürfnispyramide mit dem volatilen Konjunkturverlauf?

«**Ein Vergleich zu Derivaten: Es geht um die Frage, in welche Hände man Waffen gibt.**»

In den reichen Ländern sind die Grundbedürfnisse abgedeckt; die Nachfrage nach Nahrungsmitteln geht in schlechten Zeiten nicht zurück. Hingegen verläuft der Luxuskonsum viel elastischer. Auch der Kauf eines Autos oder eines Möbelstücks kann hinausgeschoben werden.

Die Blase bei den Derivaten brachte diese Anlageklassen in Verruf. Zu Unrecht?

Man könnte den Vergleich zu den Schweizer Armeewaffen anstellen. Wenn ein Soldat zuhause damit die Frau umbringt, dann heisst das ja noch nicht, dass man alle Waffen verbieten sollte. Es geht um die Frage, in welche Hände man Waffen gibt. Strukturierte Produkte sind sehr wohl sinnvoll. Ich

setze diese Produkte in meinem privaten Portfolio weiter ein. Einen radikalen Weg geht die Regierung Norwegens: Seit 2008 sind dort Verkäufe strukturierter Produkte an private Anleger verboten.

Nicht alle Derivate sind ähnlich komplex und gefährlich. So sind Kapitalschutzprodukte einem breiten Publikum doch sympathisch?

Ja, das sind inzwischen Commodities wie Butter und Brot geworden.

Soll der Investor aktiv nach den besten Aktien suchen oder einen passiven Anlagestil via Exchange Traded Funds pflegen?

Das ist eine Frage der Zeit und der individuellen Kompetenz. Aufgrund der beobachteten Selbstüberschätzung ist den Anlegern zu raten, eher Vorsicht walten zu lassen. Es ist anspruchsvoll, die erfolgreichen Aktien von den weniger erfolgreichen Aktien zu unterscheiden.

Wenn wir den emotionalen Zyklus zwischen Boom und Baisse respektive zwischen Euphorie und Panik betrachten – wo stehen wir?

Die depressive Phase scheint hinter uns zu liegen, wir sind in der Phase der Hoffnung. Realwirtschaftlich haben wir die Finanzkrise hinter uns, die Wirtschaftskrise dauert jedoch an.

Wo sehen Sie die nächste Blase?

Bei den nachhaltigen Anlagen droht der nächste Kollaps. Wenn ich sehe, wie intensiv diese Produkte beworben werden, erscheint mir dies als Alarmsignal. Da ist viel Geld drin. Das geht bis zum universitären

Betrieb: Wir werden gezwungen, Vorlesungen über nachhaltiges Investieren ins Programm aufzunehmen.

Jüngst ist erneut die Diskussion über die volkswirtschaftlichen Risiken der Grossbanken Credit Suisse und UBS aufgeflammt. Wie ist Ihre Haltung dazu?

Die Synergien, die sich aus den verschiedenen Bereichen einer Grossbank – Kreditvergabe, Private Banking, Investmentbanking, Zahlungsverkehr – ergeben, sind weniger wichtig als die Gefahren, die sich aus einer rechtlichen Einheit ergeben, in der diese vier Bereiche verzahnt sind. Entweder muss man deshalb die Grösse beschränken oder Soll-Bruchstellen definieren, sodass zum Beispiel das Investment Banking bankrott gehen kann, ohne den Rest zu gefährden.

Wie sieht Ihre Anlagestrategie aus?

Ich halte nach wie vor meiner Risikofähigkeit und Risikoneigung entsprechend 60 Prozent Aktien, 20 Prozent Obligationen, zehn Prozent Rohwaren – inklusive Gold – und benutze den Rest für Absicherungsstrategien. Zudem spiele ich Themen wie Unternehmensobligationen, da die Credit Spreads enorm hoch waren. **Schliesslich habe ich einen genialen Stock Picker gefunden, der mir die Aktien und die Obligationen mit den richtigen Titeln füllt.** ■

Zur Person

Thorsten Hens (Jahrgang 1961) studierte an der Universität Bonn Ökonomie, wo er auch promovierte und sich habilitierte. Danach war er Assistenzprofessor an der Stanford University. Von 1996 bis 1999 lehrte er als Professor an der Universität Bielefeld. Seit 1999 arbeitet Hens an der Universität Zürich (Financial Economics), seit 2007 ist er dort Leiter des Instituts für Schweizerisches Bankwesen (ISB). Sein Forschungsschwerpunkt ist Behavioural Finance, eine Sparte, die sich mit der Psychologie der Anleger beschäftigt. Seit 2001 besitzt Hens zudem eine Adjunct-Professur an der norwegischen Business School in Bergen. 2007 gründete Hens die BhFS Behavioural Finance Solutions als Spin-off der Universität Zürich (www.bhfs.ch). Zu den Partnern gehören Enrico De Giorgi und Dieter Niggeler.

Thorsten Hens ist deutscher Staatsangehöriger, verheiratet und hat zwei Kinder.