

Achtung, Absturzgefahr!

Psychologisch erklärbares Versagen und übertriebener OPTIMISMUS bedrohen den Anlageerfolg von Investoren. Zwei Wirtschaftsprofessoren erörtern auf Einladung zweier PRIVATBANKEN die häufigsten Fehler.

VON FRANZ C. BAUER

Anspruchsvoll ist sie, die handverlesene Klientel der Privatbanken, sie gilt als kritisch bis argwöhnisch, wenn es um Investmententscheidungen geht. Und die Zielgruppe wächst – einerseits, weil die Zahl der als „vermögend“ geltenden Menschen zunimmt. So registriert der „World Wealth Report“ des Managementberaters Capgemini im vergangenen Jahr bei den Dollarmillionären einen Zuwachs um 4,9 Prozent auf 15,4 Millionen Menschen. Andererseits versuchen die Geldinstitute, Private-Banking-Dienstleistungen immer breiteren Kundenschichten zugänglich zu machen. Dazu senken die Geldinstitute Einstiegschwellen für Private-Banking-Dienstleistungen und standardisieren manche Angebote. Aber – erreichen die Banken ihre Kunden tatsächlich? Und sind die Folgen der Krise 2008 schon verdaut?

Eine kritische Studie des Managementberatungsunternehmens A.T. Kearney konstatiert jedenfalls: „Privatkundenbanken haben viel Aufholbedarf zu den Branchenchampions.“ Daniela Chikova, Partnerin Financial Services bei A.T. Kearney, fasst zusammen: „Die Situation der europäischen Banken für Privatkunden entspannt sich langsam, wenngleich die meisten Institute, besonders die österreichischen, ihre Ausgaben nicht in den

Griff bekommen.“ Zwar brachte 2015 ein Gewinnwachstum je Kunde um 18 Prozent, doch dies war in erster Linie einer weiteren Senkung der Risikovorsorge zu danken. Die Banken suchen nach Wegen, ihre Margen und gleichzeitig die Performance ihrer Kunden zu verbessern. Diesem Thema widmeten sich jüngst zwei US-amerikanische Wirtschaftsprofessoren, die auf Einladung zweier Privatbanken in Wien Vorträge hielten.

Gerade wohlhabende Kunden achten auf die Kosten. Die früher beliebte Methode, durch häufiges Drehen eines Portfolios Spesen zu generieren, funktioniert heute kaum noch – erstens, weil Internet-Broker hier leicht zugängliche Kostenlimits vorgeben, und zweites, weil hektisches Kaufen und Verkaufen zu den strategischen Fehlern zählt. „Wer sein Portfolio häufiger dreht, hat in der Regel eine schlechtere Performance als Anleger, die ruhiger handeln“, warnt Terrance Odean, Professor an der Berkeley-Haas Business School der University of California. Odean referierte auf Einladung des Gutmann Center for Portfolio Management in Wien über „Unrecognized Risk Taking in Financial Markets“ (siehe Interview Seite 88). Seine Warnung an Portfoliomanager und Investoren: Es können auch Dinge, die extrem unwahrscheinlich sind, geschehen. Nach ►



SHERIDAN TITMAN. Wenn Aktienkurse einmal zulegen, dann haben sie die Tendenz, weiter zu steigen, sagt der US-Finanzprofessor.

„Das Problem ist nicht die Realität, sondern das Modell“

US-Wirtschaftsprofessor **TERRANCE ODEAN** über Anlegerfehler und „typisch menschliche“ Verhaltensweisen.

TREND: Sie sprechen in Ihren Vorträgen immer wieder von unbemerkten oder übersehenen Risiken, denen Anleger ausgesetzt sind. Von welchen Risiken sprechen Sie genau?

ODEAN: Institutionelle Investoren nehmen oft Risiken auf sich ...

... nur institutionelle? Nicht auch private? Doch, natürlich, aber andere – und aus anderen Gründen. Einer meiner Kollegen ist zu einem Hedgefonds gegangen, wie viele andere Kollegen auch. Dieser Fonds hat nach einer quantitativen Methode gehandelt. Im August 2007 passierte dann etwas Bemerkenswertes: Durch drei Tage hindurch verlor praktisch jeder Hedgefonds enorme Summen, manche schafften es nicht über den vierten Tag hinaus und mussten liquidiert werden. Und dann sagte er, das sei einfach nicht signifikant. Dass so etwas geschehen würde, sei praktisch unmöglich.

Aber passiert ist es doch! Genau. Unmöglich war es eben nur innerhalb dieser Modelle. Die Erfahrung war: Das Problem ist nicht die Realität, das Problem ist das Modell. Es war einfach falsch kalibriert. Dennoch gibt es einen intensiven Drang, solche Modelle als Realität zu nehmen. Das ist riskant.

Woran liegt das? Experten tendieren dazu, zuversichtlicher zu agieren als Menschen, die sich nicht so gut auskennen. Und Experten, die auf Basis von Modellen handeln, sind dann noch einmal optimistischer, weil sie eben an ihre Modelle glauben.

Heißt das, dass solche Modelle, auf die ja fast alle Fonds aufbauen, gefährlich sind? Nein, sie können durchaus nützlich sein. Aber es gibt eine klare Neigung, sich zu sehr darauf zu verlassen.

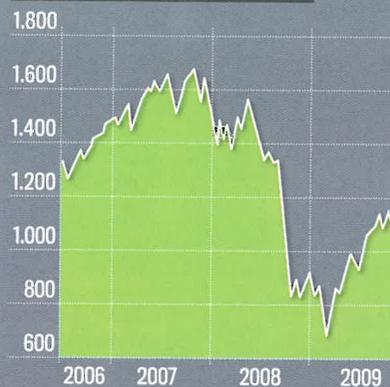
Und die Realität „da draußen“ zu ignorieren? Richtig. Und das führt dann zu höheren Risiken. Zum Beispiel indem man zu viel auf Kredit spekuliert. Dafür gibt es besonders in der Hedgefonds-Industrie viele Beispiele, darunter ja auch den prominentesten Fall eines Versagens, nämlich bei Long-Term Capital Management.

Sie haben gesagt, auch Privatinvestoren sind für diesen Überoptimismus anfällig, aber anders. Wie genau? Der Überoptimismus bei Privatanlegern äußert sich darin, dass sie zu hektisch kaufen und verkaufen und dass sie zu wenig auf Diversifizierung achten.

Wie lautet dann Ihr Rat, um diese Risiken zu verringern? Ich habe vor einigen Jahren eine Studie mit dem Titel „Wie man lernt, überoptimistisch zu sein“ geschrieben. Die Erkenntnis damals: Anleger neigen dazu, Erfolge ihren eigenen Fähigkeiten zuzuschreiben, Misserfolge hingegen entweder anderen Menschen oder einfach Pech. Je weniger Wissen und Erfahrung ein Anleger hat, umso stärker ist er diesem Mechanismus ausgeliefert. Wenn er anfangs Erfolge hat, schreibt er sie seinen eigenen Fähigkeiten zu und geht immer höhere Risiken ein. Diesen Fehler sollte man vermeiden.

TERRANCE ODEAN: Anleger schreiben Erfolge ihren eigenen Fähigkeiten zu, Misserfolge hingegen anderen Menschen oder einfach Pech.

MSCI World Index in Punkten



UNERWARTET heftig fiel der Absturz der Börsen aus, der 2007 einsetzte und 2008 seinen Höhepunkt fand. Statistischen Modellen zufolge tritt ein Crash am derivativen Markt wie jener, der die Kursverluste auslöste, nur rund alle 14 Milliarden Jahre ein. Vor allem Hedgefonds mit hohem Fremdkapitalanteil gerieten in massive Schräglage.

► den Gesetzen der Wahrscheinlichkeit dürften Marktbewegungen wie im Vorfeld der Finanzkrise im August 2007 nur etwa alle 14 Milliarden Jahre stattfinden. Vor allem Hedgefonds, die in hohem Maß auf Kredite gesetzt hatten, überlebten diese Marktphase nicht und bescherten ihren Anlegern herbe Verluste. Die Modelle der Hedgefondsmanager hatten dies ausgeschlossen, weil sie streng rationales Verhalten der Marktteilnehmer vorausgesetzt hatten. „Wir sollten aber nicht auf Modelle schauen, sondern darauf, wie sich die Menschen in der Wirklichkeit verhalten“, so Odean.

FEHLEINSCHÄTZUNG. Ebenfalls den Einflüssen typisch menschlichen Verhaltens widmete sich Sheridan Titman, Professor für Financial Services an der University of Texas, der im Rahmen des Spängler IQAM Research Centers über „Stock Return Predictability“ referierte. Seine These: „Aktienrisiken wiesen in den letzten 50 Jahren eine signifikante Prognostizierbarkeit auf. Wenn sie steigen, haben sie nämlich die Tendenz, weiter zu steigen.“ Letztlich sei dies aber nur auf eine kollektive Fehleinschätzung der Aktienrisiken zurückzuführen. Wie können Anleger in so einem Umfeld dennoch bestehen? Odeans Antwort: Übertriebene Risiken wie etwa Anlageformen, die auf hohe Kredite bauen, meiden, langfristig investieren – und letztlich doch den Rat von Experten suchen.



PHILIPPE GONZALES

FOTO: BANK GUTMANN AG/APA-FOTOSERVICE/RASTEGAR