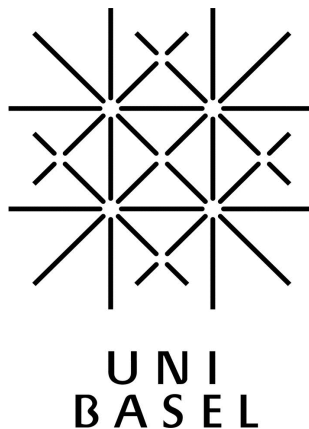


UWP Sammelstiftung für berufliche Vorsorge
Delegiertenversammlung vom 23. Juni 2010



Behavioral Finance



Prof. Dr. Roger M. Kunz

*Abteilung «Corporate Finance»
Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum
der Universität Basel (WWZ/CoFi)
4002 Basel*

roger.kunz@unibas.ch

«Es liegt in der menschlichen Natur, vernünftig zu denken und unvernünftig zu handeln.»

Anatole France

Agenda

- Was ist Behavioral Finance?
- Beispiele für irrationales Handeln
 - ◆ jeweils mit Fazit und Empfehlung
- Zusammenfassung
- Tipps für die Kapitalanlage



Daniel Kahneman und **Vernon L. Smith**,
Nobelpreisträger 2002

Was ist Behavioral Finance?

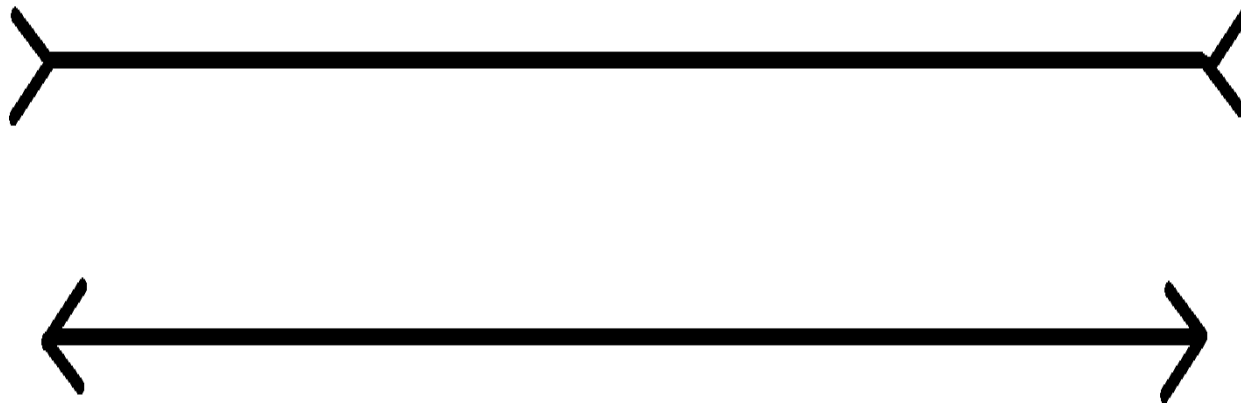
- Beobachtet **Verhalten der Finanzmarktteilnehmer**
- Versucht erkannte Handlungsmuster psychologisch zu **erklären**
- Legt **irrationales Handeln** offen
- Gibt **Empfehlungen** ab:
 - ◆ Meist ist es sinnvoll, irrationales Handeln zu vermeiden
 - ◆ Wie kann es vermieden werden?
 - ◆ Bei emotionalen Einflüssen kann es besser sein, irrationales Handeln zu akzeptieren
 - ◆ Transparenz erleichtert Diskussion über damit verbundene Kosten
- Versuch eines **Brückenschlags** zwischen «Finanzprofis» und «normalen Menschen»

Ausgewählte Ursachen irrationalen Handelns

- Verzerrte Wahrnehmung objektiver Sachverhalte (falsche Einschätzung von Zufällen, Wahrscheinlichkeiten und Risiken), beispielsweise aufgrund von
 - ◆ übertriebenem Selbstvertrauen («overconfidence») oder
 - ◆ (zu grossem) Optimismus
- Trendextrapolation
- Herdentrieb («herding»)
- Emotionale Faktoren
 - ◆ z.B. Abneigung gegen Verluste («loss aversion»)

Beispiel: Optische Täuschung

- Welche Linie ist länger?



- Auch wenn wir genau **wissen**, dass beide Linien gleich lang sind, so **erscheint** uns die untere doch immer noch kürzer.

Beispiel: Zufall

- Sie werfen acht Mal eine Münze. Welches Ereignis ist am wahrscheinlichsten (K=Kopf, Z=Zahl)?

- ◆ K – Z – Z – K – Z – K – K – Z
- ◆ K – K – K – K – Z – Z – Z – Z
- ◆ K – K – K – K – K – K – K – K



- **Fazit:**

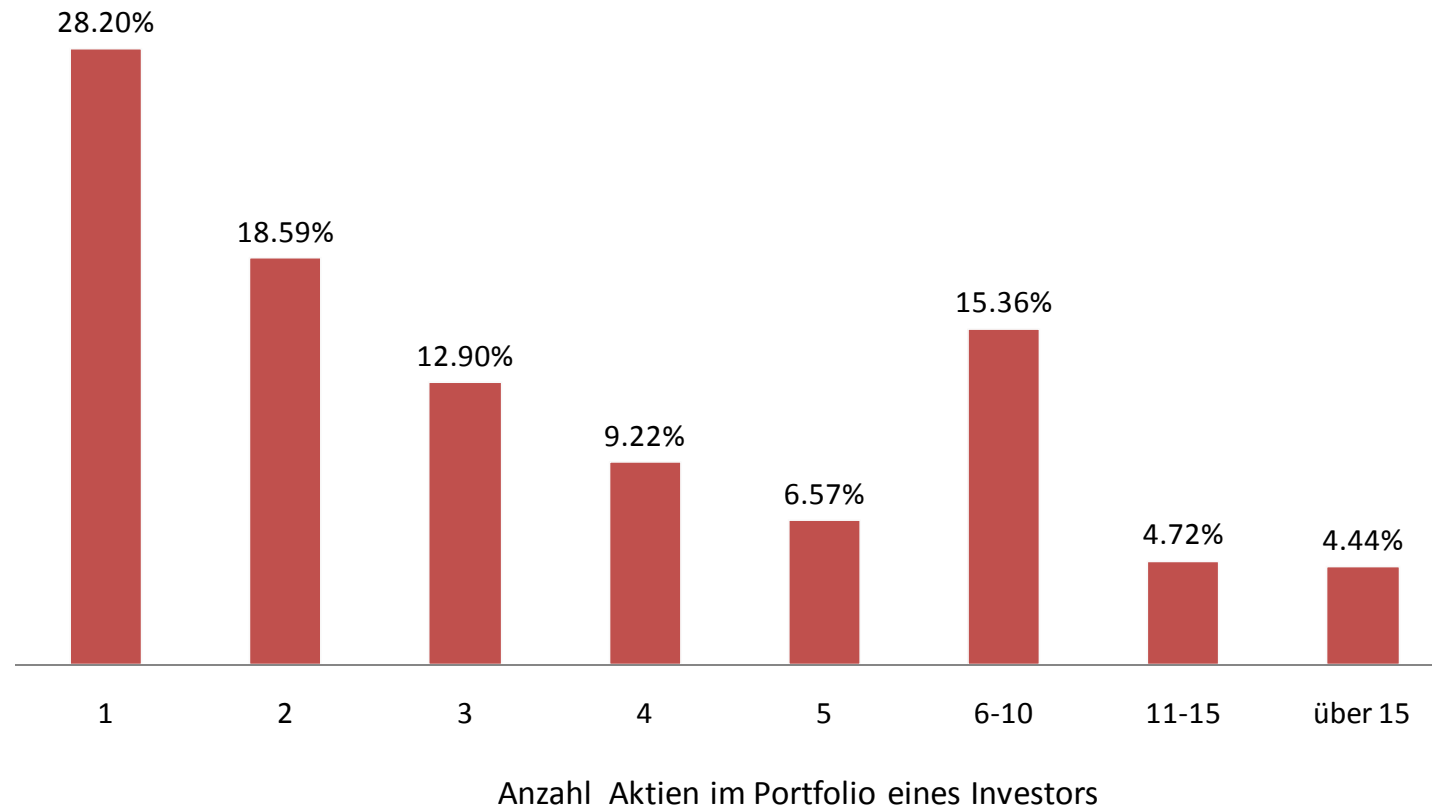
- ◆ Wir haben gewisse Vorstellungen davon, was zufällig ist.
- ◆ Manchmal meinen wir systematische Zusammenhänge zu erkennen, die jedoch auch mit dem Zufall erklärbar sind.

- **Empfehlung:** Seien Sie selbstkritisch. Warum glauben Sie, mehr als der Markt zu wissen?

Mangelhafte Diversifikation

Investorenanteil mit k Aktienholdings im Portfolio

Periode: 1991 - 1996



Quelle: Kumar, A. und W. N. Goetzmann (2008): Equity Portfolio Diversification, *Review of Finance* 12, pp. 433-463.

Beispiele: Selbstüberschätzung und Optimismus

- Wie hoch liegt in Umfragen typischerweise der Anteil an Personen, die sich bezüglich ihrer Autofahrkünste, ihres Sinns für Humor oder anderer positiver Eigenschaften als überdurchschnittlich einschätzen?
a) 50% b) 70% c) 90%
- Viele überschätzen sich! Erfolge schreibt man sich selbst zu, Misserfolge den Umständen. Hatte man eine Weile Erfolg an der Börse, kann man leicht übermütig werden. Vielleicht hatte man jedoch einfach Glück!
- **Fazit:** Selbstüberschätzung und Optimismus können gefährlich sein, wenn eigene Kenntnisse und Fähigkeiten sowie Beeinflussungs- und Kontrollmöglichkeiten über-, Risiken hingegen unterschätzt werden.
- **Empfehlung:** Mehr Bescheidenheit, realistische Selbsteinschätzung.

Exkurs: Selbstüberschätzung und Optimismus

- Personen, die ihre eigenen Fähigkeiten realistisch einschätzen, sind weniger optimistisch und leiden oft an Depressionen.
- Selbstüberschätzung scheint sich in der menschlichen Entwicklung als vorteilhaft herausgestellt zu haben.
 - ◆ Pioniergeist, wirtschaftliche Entwicklung und Unternehmertum basieren möglicherweise wesentlich darauf.
 - ◆ Zwar schafft es nicht jeder, aber diejenigen die es schaffen, ermöglichen erst den Fortschritt.
 - ◆ Für die Menschheit als Kollektiv scheint sich eine gewisse Portion Tollkühnheit auszuzahlen.
- Die Kunst besteht wohl darin, die individuell unterschiedliche Balance im dargestellten Dilemma zu finden.

Optimisten haben seltener Schnupfen

Studie zum Immunsystem von Studenten und Pflegepersonal

(ddp) · Positives Denken stärkt das Immunsystem. Laut einer Untersuchung an 80 Studenten erkrankten Optimisten auch in stressigen Prüfungsphasen seltener an Erkältungen. Eine weitere und grösser angelegte Studie in einem Pflegeheim hat bestätigt, «dass die Optimisten unter den Beschäftigten des Pflegepersonals besser mit Stress umgehen und im Durchschnitt zwei Tage weniger krankgeschrieben waren als ihre pessimistischeren Kollegen».

Die Studenten wurden nach einer Befragung zur Lebenseinstellung in Optimisten und Pessimisten eingeteilt. Dabei mussten sie Antworten geben zu Aussagen wie «Wenn etwas schiefgehen kann, dann geht es auch schief» oder «Was auch immer kommen mag, ich krieg das schon hin». Untersuchungen des Infektionsstatus während und ausserhalb von Prüfungsphasen ergaben,

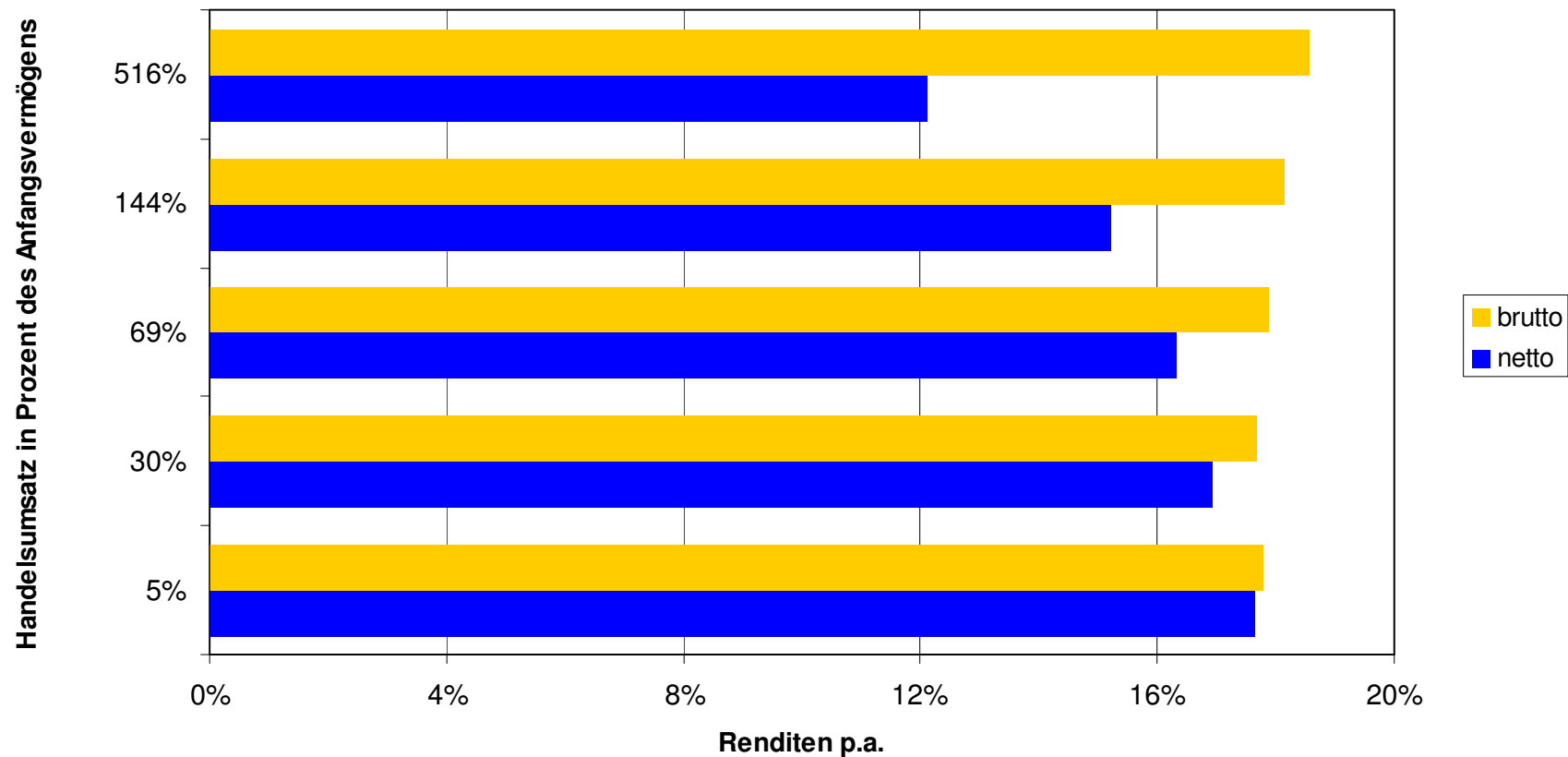
dass die optimistischen Hochschüler nicht nur ihre Prüfungsphase als weniger stressig und belastend empfanden, sondern auch weniger Erkältungssymptome aufwiesen. Sie wurden in beiden Phasen nach dem Auftreten von neun Erkältungssymptomen wie Schnupfen, Husten oder Halsentzündung befragt.

«Die Optimisten betrachten die Stressphase eher als Herausforderung, die sie engagiert angehen, was sie eher beflügelt und so besser vor stressbedingten gesundheitlichen Belastungen schützt. Im Gegenzug empfinden Pessimisten die Prüfungsphase als schwer zu bewältigen, sie investieren mehr Energie, um dem Stress beizukommen, und sind dadurch deutlich anfälliger für Infektionskrankheiten», meint Claus Vögele von der Londoner Roehampton University, der an der Untersuchung beteiligt war.

Quelle: Neue Zürcher Zeitung (16.2.2010)

«Trading Is Hazardous to Your Wealth» (Barber/Odean, Journal of Finance 2000)

- Empirische Untersuchung basierend auf 66'465 Haushalten, die Kunden bei einem grossen Discountbroker sind



- **Fazit:** Hin und her macht Taschen leer

Beispiel: Herdentrieb («herding»)

- Wenn praktisch alle Aktien (ver-)kaufen wollen, ist es fast unmöglich, abseits zu stehen.
- **Fazit:** Die Menschen neigen dazu, sich gleich gerichtet zu verhalten, der aktuellen «Mode» zu folgen. Bis zu einem gewissen Grad ist dieses Verhalten sogar rational, weil damit das persönliche Risiko reduziert wird: Falls man sich irren sollte, so befindet man sich in bester Gesellschaft. Steht man hingegen allein mit seiner Meinung, so kann man zwar zum «Star» werden, wenn man recht hat. Irrt man sich jedoch, so kann einen das Kopf und Kragen kosten.
- **Empfehlung:** Versuchen Sie sich möglichst objektiv und unabhängig eine eigene Meinung zu bilden.

«Just a Normal Day at the Nation's Most Important Financial Institution ...» (I)



«Just a Normal Day at the Nation's Most Important Financial Institution ...» (II)



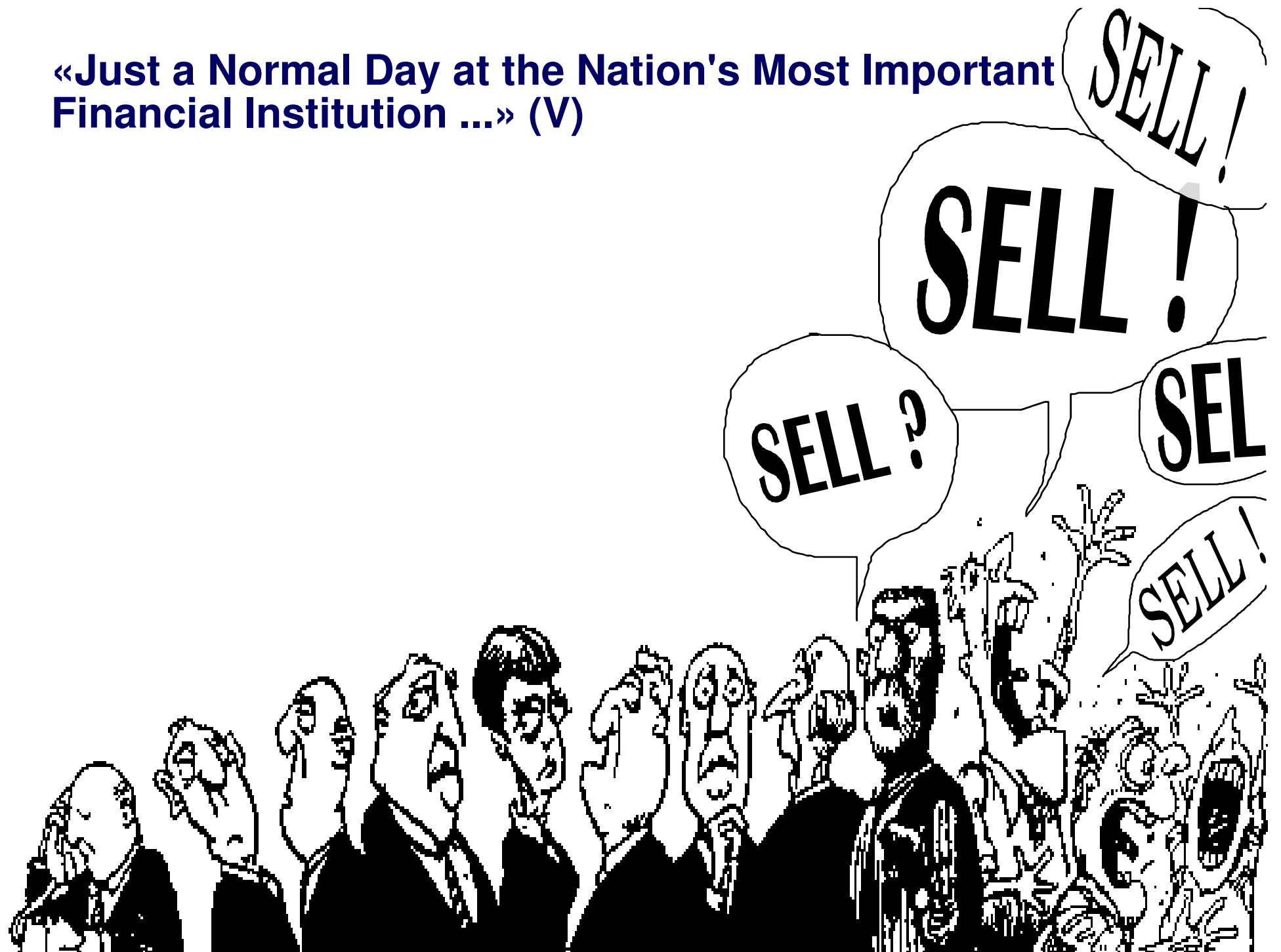
«Just a Normal Day at the Nation's Most Important Financial Institution ...» (III)



«Just a Normal Day at the Nation's Most Important Financial Institution ...» (IV)



«Just a Normal Day at the Nation's Most Important
Financial Institution ...» (V)



«Just a Normal Day at the Nation's Most Important
Financial Institution ...» (VI)



«Just a Normal Day at the Nation's Most Important
Financial Institution ...» (VII)



«Just a Normal Day at the Nation's Most Important
Financial Institution ...» (VIII)



«Just a Normal Day at the Nation's Most Important Financial Institution ...» (IX)



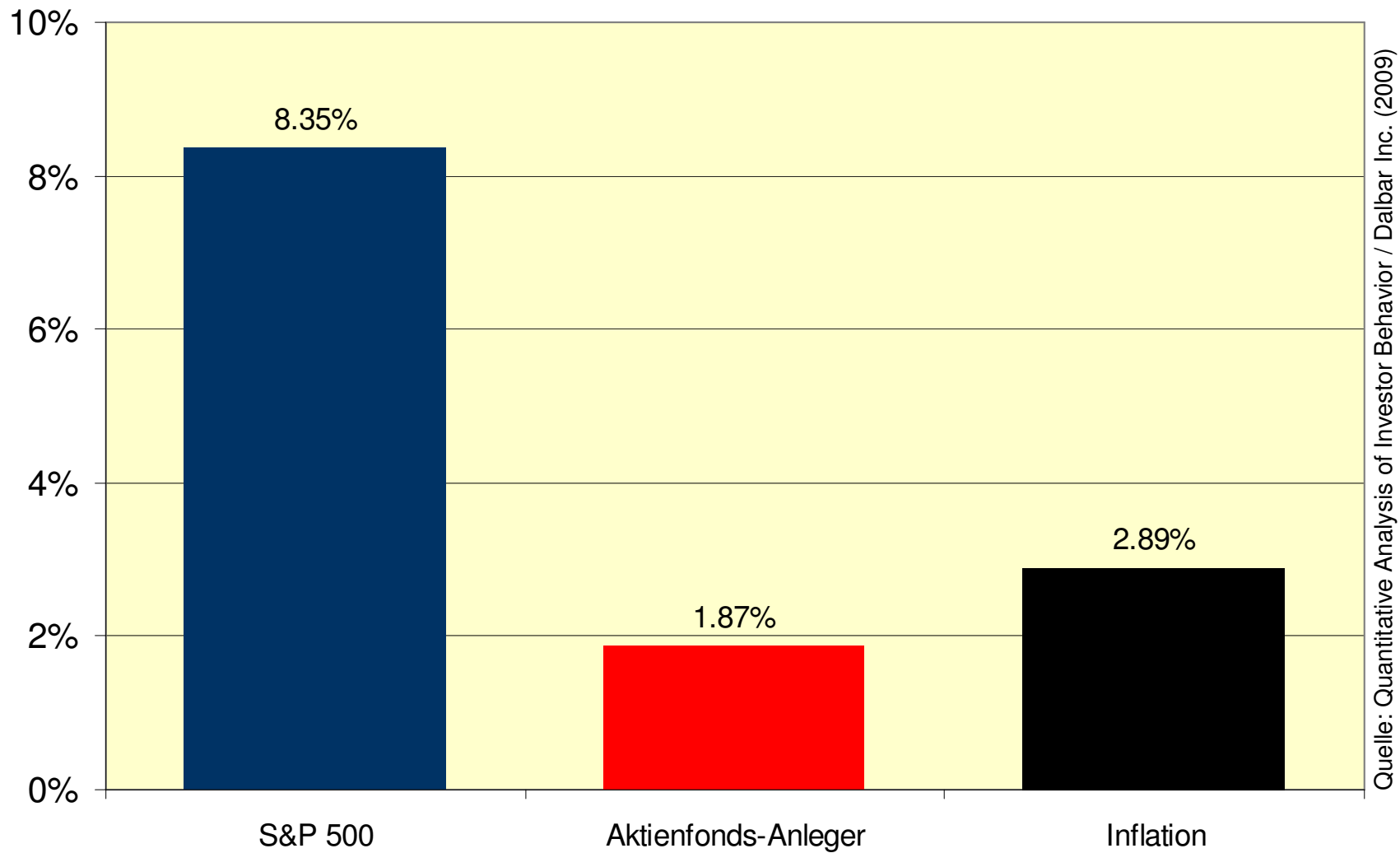
«Just a Normal Day at the Nation's Most Important
Financial Institution ...» (X)



«Just a Normal Day at the Nation's Most Important
Financial Institution ...» (XI)



USD Renditen p.a. 1988-2008: «Investors buy high and sell low»



Beispiel: Abneigung gegen Verluste («loss aversion»)

- Wählen Sie zwischen den beiden folgenden Alternativen:
 - ◆ sicherer Gewinn von 10'000 CHF
 - ◆ Wette: Je 50% Wahrscheinlichkeit, 20'000 CHF oder 50% nichts zu gewinnen

- Wählen Sie zwischen den beiden folgenden Alternativen:
 - ◆ sicherer Verlust von 10'000 CHF
 - ◆ Wette: Je 50% Wahrscheinlichkeit, 20'000 CHF oder nichts zu verlieren

- **Fazit:** Um Verluste zu vermeiden, werden wir plötzlich risikofreudig!

- **Empfehlung:** Bleiben Sie rational. Oft ist es besser, einen kleinen Verlust zu realisieren, als einen noch grösseren zu riskieren.

Beispiel: Einstandspreis («anchoring»)

- Sie haben vor kurzem Aktien zum Kurs von 45 CHF gekauft. Einer Ihrer Kollegen hat schon früher bei 55 CHF gekauft. Heute ist der Kurs von 53 auf 50 gefallen. Wen trifft das härter?

- **Fazit:**
 - ◆ Opportunitätsverluste werden als weniger schlimm empfunden als effektive Verluste.
 - ◆ Anleger realisieren ungern Verluste. Verkaufen sie Aktien, dann zuerst diejenigen in der Gewinnzone.

- **Empfehlung:** Der Einstandspreis ist für einen rationalen Anleger irrelevant! Er fragt sich, ob er die Aktie zum heutigen Preis noch kaufen würde. Falls nicht, so muss er sie verkaufen – unabhängig vom Einstandspreis.

Zusammenfassung

- Anleger sind häufig ungenügend diversifiziert
- Risiken und Wahrscheinlichkeiten werden oft schlecht eingeschätzt
- Selbstüberschätzung führt zu überhöhter Handelsaktivität
- Suche nach Bestätigung führt zu Herdenverhalten und vorgefassten Meinungen
- Verlustaversion führt dazu, dass Verliereraktien zu lange gehalten und Gewinne zu rasch realisiert werden

- **Resultat: Schlechtere Performance**

Acht Tipps für die Kapitalanlage

- **Diversifikation** ist oberstes Gebot
- Bestimmen Sie Ihr **Risikoprofil** basierend auf Ihrer persönlichen Lage und Ihren Bedürfnissen gründlich und überprüfen Sie es regelmässig
- Bleiben Sie in der Hausse und in der Baisse **diszipliniert**
- Investieren Sie **langfristig** und **steueroptimiert**
- Handeln Sie nicht zu viel und achten Sie auf die **Kosten**
- Treffen Sie Ihre Anlage-Entscheide unabhängig von der vergangenen Kursentwicklung, beurteilen Sie die **Zukunftsaussichten**
- «Let the profit run, but cut the loss»
- Nachkaufen von Verliereraktien lohnt sich in der Regel nicht

**Dankeschön für Ihr Interesse
und Ihre Aufmerksamkeit!**



Kontakt: roger.kunz@unibas.ch