



Der Anleger ist nicht selten der Getriebene

# Behavioral Finance

*sentix als Bindeglied zwischen Theorie und Praxis*

*Gastbeitrag von Manfred Hübner und Patrick Hussy,  
Fondsmanager bei Deka Investment*

Es ist Sommer und Sie besuchen mit Ihrer neuen Partnerin eine fremde Stadt. Sie haben Hunger und erblicken auf der gegenüber liegenden Straßenseite zwei Restaurants. Beide sehen ansprechend aus und versprechen eine vergleichbare Menüauswahl. Sie unterscheiden sich nur in einem einzigen Detail: Das eine Restaurant ist gut gefüllt, das andere ist menschenleer. Für welches der beiden Lokale entscheiden Sie sich?

## **Orientierung an den Artgenossen**

In zahlreichen Seminaren und Vorträgen haben wir diese Frage den Teilnehmern gestellt und die Antwort war immer gleich: Die meisten Leute bevorzugen eindeutig das volle Restaurant. Dies liegt daran, dass wir Menschen uns prinzipiell gerne an unseren Artgenossen orientieren. Vor allem, wenn wir selbst über wenige oder gar keine Informationen verfügen (wir sind ja in einer fremden Stadt) oder wenn wir unter Zeitdruck stehen. Daneben entspricht ein volles Restaurant unserer Vorstellung von einem guten Restaurant. Denn wer geht schon mehr als einmal in einem schlechten Restaurant essen?

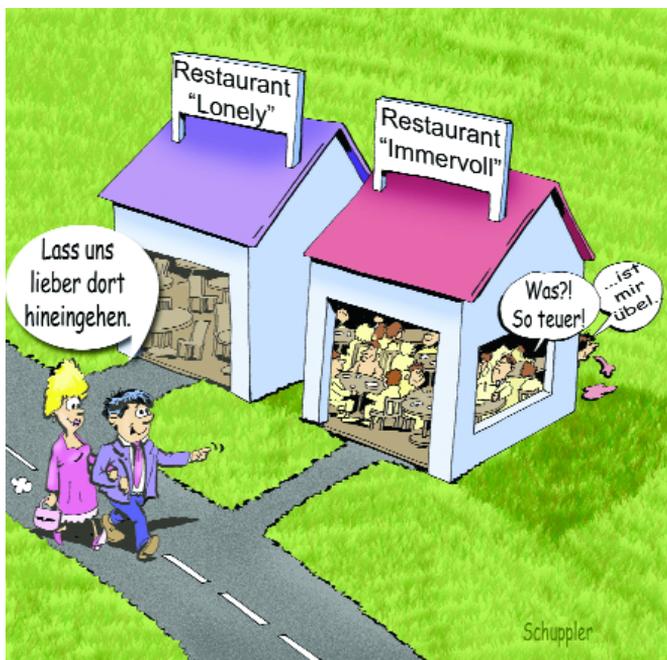
## **Über Heuristiken**

In der Wissenschaft bezeichnet man dies als Repräsentativitätsheuristik. Eine Heuristik kann man am besten als einen Automatismus zur Lösung komplexer Probleme durch grobe Vereinfachung verstehen. Unsere Wahrnehmungs- und Verarbeitungskapazitäten sind so gering, dass wir nur durch die Anwendung von Heuristiken in der Lage sind, unsere besonderen menschlichen Leistungen zu vollbringen. In der Menschheitsgeschichte hat uns die Repräsentativitätsheuristik schon oft geholfen, zum Beispiel wenn es darum ging, eine Gefahr abzuschätzen. Eine Schlange ist mit Gefahr assoziiert, also reagieren wir beim Anblick einer Schlange unbewusst, automatisch und sehr schnell mit einer Gefahrenreaktion (Adrenalinausstoß).



***Manfred Hübner** (39) und **Patrick Hussy** (35) arbeiten im Team „Behavioral Finance“ der Deka Investment. Dort sind sie für die Technische Analyse sowie das Behavioral Finance-Research zuständig und managen Publikums- und Spezialfondsprodukte. Sie sind regelmäßig gefragte Interviewpartner in verschiedenen Medien, zum Beispiel bei Bloomberg, n-tv, CNBC Europe oder in der Börsen-Zeitung. Mit dem sentix betreiben sie seit 2001 Deutschlands führende Plattform zur Sentimentanalyse.*

Genau genommen ist nur ein länglicher, schlauchförmiger Körper mit glatter, glänzender Oberfläche in unserem Gehirn mit Gefahr assoziiert, so dass man sich auch schon mal vor einem Stück Wasserschlauch fürchten kann, den wir plötzlich und unerwartet im australischen Gebüsch entdecken. In unserer modernen Welt sind aber solche Gefahren wesentlich seltener und eine abwägende Reaktion ist meist angebrachter. Heuristiken



aber, die uns mit der Geburt in die Wiege gelegt wurden, arbeiten weitgehend ohne unseren Willen – das Gefühl der Angst oder eine Voreingenommenheit sind meist schon da, ehe der Verstand sich überhaupt einschalten kann. Heuristiken beruhen auf Hardware, nicht auf Software. Um auf unser Restaurantproblem zurückzukommen, haben wir oftmals eine Präferenz schon unbewusst beim ersten Blick auf die beiden zur Wahl stehenden Restaurants getroffen, und das eigentliche Problem dreht sich nun nur noch um die Rechtfertigung unserer Wahl; uns selbst oder anderen gegenüber. Und hier kommt ein weiteres Detail der geschilderten Situation zum Tragen. Denn wir sind ja mit einer neuen Partnerin unterwegs, und da will man sich nicht blamieren. Meist dreht es sich bei unseren Entscheidungen im Wesentlichen nur um eines: Wie kann ich mein Bedauern über eine zu treffende Entscheidung minimieren? Wählen wir das volle Restaurant und es schmeckt nicht, dann müssen wir den Fehler nicht bei uns suchen, schließlich haben sich ja so viele andere genauso wie wir entschieden. Dagegen trifft uns die volle Verantwortung, wenn wir uns einsam für das leere Restaurant entscheiden.

### Brückenschlag zu den Finanzmärkten

Sie fragen sich jetzt vielleicht, was diese Geschichte mit den Finanzmärkten zu tun hat. Nun, eine ganze Menge. Dies wird deutlich, wenn wir das Beispiel leicht verändern und uns einen Fondsmanager vorstellen, der die Wahl zwischen zwei Aktien hat und seine Entscheidung gegenüber seinem Chef rechtfertigen muss. Unser Gehirn benutzt zur Lösung dieses Problems die gleichen „Werkzeuge“ wie im Restaurant-Beispiel. Erstens die Orientierung an unseren Artgenossen. Wenn alle Siemens kaufen, muss ich mir die Aktie unbedingt näher ansehen. Getreu dem Motto: „Wo Rauch ist, ist auch Feuer!“ Dies wird in der Behavioral Finance als Herdentrieb bezeichnet. Zweitens verwechseln wir erfolgreiche Unternehmen mit guten Aktien. Dies liegt an

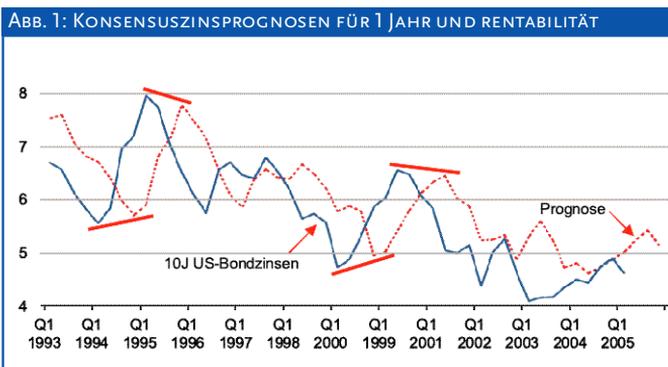
der bereits bekannten Repräsentativitätsheuristik. Und drittens muss sich der Fondsmanager für seine Anlageentscheidungen vor seinem Chef rechtfertigen. Er überlegt sich also schon vorab, ex ante, wie er einen möglichen Anlagemisserfolg später, ex post, so begründen kann, dass ihn eine möglichst geringe Strafe trifft. Dies wird in der Behavioral Finance als Regret Aversion bezeichnet.

### Behavioral Finance

Und damit sind wir mitten drin in der spannenden Welt der Behavioral Finance, der verhaltensorientierten Kapitalmarktforschung. Dieser Artikel ist der Startpunkt einer Serie, in der dargelegt wird, wie typische Anlegerverhaltensweisen die Märkte beeinflussen und wie sie sich auf Gesamtmarktebene erkennen und nutzen lassen. Dabei ist zu unterscheiden zwischen Anomalien, die auf der Ebene des einzelnen Investors ihren Ursprung haben, sowie psychologischen Effekten, die nur in oder durch eine Gruppe entstehen können. Zur Identifizierung von Anomalien auf Gesamtmarktebene benutzen wir die sentix-Indizes. Deshalb werden die wichtigsten sentix-Indikatoren vorgestellt und die Analysemöglichkeiten aufgezeigt.

### Prognose und Realität

Zunächst wollen wir noch weitere typische Behavioral Finance-Anomalien näher betrachten. Ausgangspunkt ist die Grafik 1, in der die Entwicklung der 10 Jahres-US-Zinsen (blaue Linie) den 12 Monats-Konsensusprognosen der Analysten (rote Linie) gegenüber gestellt ist. Ein Vergleich der Stände Anfang 1999 zeigt beispielsweise, welches Zinsniveau die Analystengemeinde für diesen Tag prognostizierte und welcher Zins tatsächlich an diesem Tag notiert wurde. Beim Vergleich dieser Linien fallen gleich mehrere Punkte auf. Erstens weisen beide Kurven einen hohen Gleichlauf auf, nur dass die Zeitreihe der Konsensusprognose um 12 Monate nach vorne verschoben ist. Zweitens hat die Konsensusprognose den tatsächlichen Kursverlauf so gut wie nie getroffen. Die Prognosen hatten mit der zukünftigen Realität weniger gemein als mit der Gegenwart zum Zeitpunkt der Prognoseerstellung. Wie kommt so ein Ergebnis zustande, welches ja ein ziemlich schlechtes Licht auf die Gilde der Markt-Orakel wirft?



### Der Ankereffekt

Eine Ursache liegt in dem so genannten Ankereffekt (Anchoring) begründet. Dieser bezeichnet den Umstand, dass wir uns bei unseren Vorausschau an bestimmten Größen (Ankern)

orientieren. Bei Marktprognosen sind dies oftmals das aktuelle Niveau oder historische Höchst- oder Tiefstkurse. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass sogar zufällige Größen und völlig irrelevante Daten von uns unbewusst als Anker genutzt werden. Beispielsweise wurden in einem Experiment in den USA Teilnehmer gebeten, die letzten beiden Endziffern ihrer Sozialversicherungsnummer vor sich auf ein Blatt zu schreiben (Ziffern von 00 bis 99). Danach sollten die Probanden Preise für alltägliche Güter, z. B. eine gute Flasche Wein oder eine Computer-Tastatur, nennen, die sie für angemessen halten. Bei der Auswertung der Ergebnisse wurde das Feld anhand der Endziffern der Sozialversicherungsnummer in zwei Gruppen geteilt, von 00 bis 49 und von 50 bis 99. Das erstaunliche Ergebnis: Die Teilnehmer mit den hohen Sozialversicherungsnummern maßen den alltäglichen Gütern einen im Durchschnitt 2,5x höheren Preis bei. Schon das aktive Aufschreiben einer völlig irrelevanten Zahl hat einen mentalen Anker geschaffen, der zu gravierenden „Schätzfehlern“ führen kann!

### Anker im Renten- und Aktienmarkt

Die Wirkungsweise des Ankereffektes kann man im Übrigen gerade in diesem Jahr sehr gut bei den Renditeschätzungen beobachten. Nachdem der deutsche Rentenmarkt mehrere Jahre die Analysten mit neuen Renditetiefs überraschte, sind die Renditen seit Jahresanfang inzwischen wieder deutlich gestiegen. Dennoch macht sich gerade jetzt Optimismus unter den Anlegern breit, der vielfach mit den inzwischen hohen Zinsniveaus im Verhältnis zu den historischen Tiefs von 2005 begründet wird. Während man sich also 2004 oder 2005 Zinsen von 3% nicht vorstellen konnte (der „Anker“ war wesentlich höher gesetzt), erscheint es jetzt wesentlich wahrscheinlicher, dass wir Zinsniveaus von 3% erreichen können: Wir waren ja schon einmal auf diesem Niveau! Das erinnert fatal an das Ende der Akti-

enhausse im Jahr 2000. Viele der professionellen Geldverwalter machten nicht den Fehler, den DAX auf dem Weg nach oben bei 7.500 oder 8.000 Punkten zu kaufen. Im Jahr 1999 war man bei wesentlich tieferen Kursen geankert. Gefährlich wurde es für die meisten der Profis erst Anfang 2001, nachdem der DAX von seinen Allzeithochs 25% bis auf Stände von 6.000 Punkten korrigiert hatte. Jetzt griffen auch die zu, die zuvor dem „irrationalen Überschwang“ standgehalten hatten, denn der Markt schien „billig“ – aber nur im Vergleich zu seinem neuen Anker, den historischen Höchstständen.

### Herdentrieb

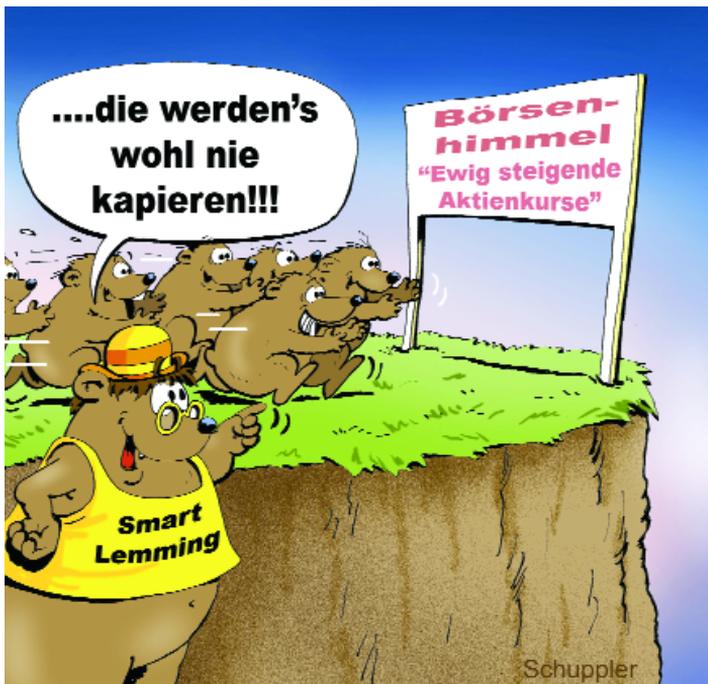
Die aus Grafik 1 ersichtliche schlechte Prognosequalität des Konsensus hat ihre Ursache aber auch in einem Herdenverhalten der Analysten. Ein Analyst, der sich stark vom Konsensus abhebt, tut seiner Karriere damit in der Regel keinen großen Gefallen. Liegt er mit einer stark von seinen Kollegen abweichenden Meinung schief, wird ihm dies persönlich angelastet, während Prognosetreffer eher dem Faktor Glück als dem Können zugeschrieben werden. Bewertet man die verschiedenen Wahlmöglichkeiten eines Analysten spieltheoretisch mit den im Markt üblichen Belohnungsmechanismen, ist es für einen Analysten tatsächlich besser, mit dem Konsens schief zu liegen, als mit einer konträren Position ins Schwarze zu treffen! Kein Wunder also, dass sich an diesem Umstand nichts ändert. Zumal wir Menschen sowieso ein paar Probleme mit dem Eigen- und Fremdbild haben. Unter dem Begriff „Attribution Bias“ versteht man unsere menschliche Neigung, den Erfolg eigenen Fähigkeiten und Können, Misserfolg dagegen den Umständen (oder dem Pech) zuzuschreiben. Unseren Mitmenschen gegenüber sind wir da allerdings weniger nachsichtig eingestellt.

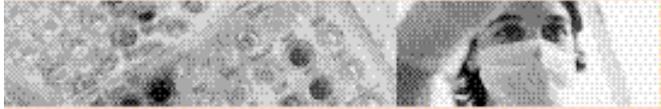
### Systematik der Verhaltensanomalien

Die Liste der Verhaltensweisen auf Einzelinvestorebene ließe sich noch wesentlich verlängern. Die Grafik 2 gibt deshalb einen Überblick der wichtigsten Verhaltensanomalien. Unsere kognitiven Fallstricke wurden bereits in vielen Büchern über erfolgreiches Trading beschrieben, ebenso Tipps und Ratschläge, wie diese zu umgehen oder zu mildern sind. Nicht jeder Mensch ist gleichermaßen „anfällig“ für die verschiedenen Bias, aber ein Investment in ein bisschen Selbsterkenntnis lohnt.

### Vom Einzelnen zur Masse

Uns interessiert jedoch für eine Analyse unter dem Blickwinkel der Behavioral Finance nicht so sehr die Sicht des einzelnen Investors. Uns interessiert, ob sich individuelle Effekte auf Gesamtmarktebene derart kumulieren, dass sie für uns analytisch sichtbar und damit für Investmentzwecke nutzbar werden. Anders ausgedrückt: Auch wenn wir keine Prognosen über das künftige Anlageverhalten eines bestimmten Investors machen können, so ist die Gesamtheit der Anleger – bedingt durch ihre Zugehörigkeit zur Spezies Mensch – in ihren Möglichkeiten begrenzt. Das Verhalten von Anlegergruppen kann deshalb unter bestimmten Umständen prognostiziert werden. Der Einzelne kann sein Verhalten ändern, wenngleich es





## Halbjahresbericht 2006

Seit Gründung der Gesellschaft stieg der Aktienkurs von BB BIOTECH durchschnittlich um 10%\* pro Jahr.



Aktienperformance 1. Halbjahr 2006	-5%*
Aktienperformance seit Gründung (Nov. 1993)	+250%*
Börsenkapitalisierung	EUR 1.245 Mio.
Wertschriften per 30. Juni 2006	EUR 1.443 Mio.
Innere Wert pro Aktie per 30. Juni 2006	EUR 53.87
Dividende	CHF 1.80

\*dividendenadjustiert

### Wichtige neue Medikamente zugelassen

In der ersten Hälfte des Jahres 2006 erhielten eine Reihe wichtiger neuer Biotech-Medikamente die Marktzulassung. Insbesondere die erneuerte Vermarktungsgenehmigung von Tysabri, dem von Biogen Idec entwickelten Wirkstoff zur Behandlung der Multiplen Sklerose, zeigte die überzeugende Wirksamkeit der modernen Biotech-Medikamente auf. Hervorragend entwickelten sich die Verkäufe des neuen Arzneimittels Revlimid von Celgene. Genentech bekam zum Quartalsende die US-Zulassung für Lucentis. Das Medikament bedeutet neue Hoffnung für Menschen, die unter der „feuchten“ Form der altersbedingten Makuladegeneration leiden, einer schweren Augenkrankheit. Auch Gilead und Actelion profitierten weiterhin von der steigenden Nachfrage nach ihren Produkten. Unsere bisher private Beteiligung Biozell ging im Juni an die Schweizer Börse.

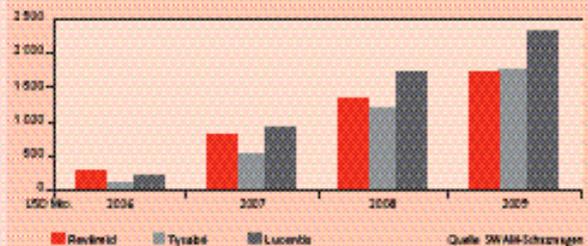
Für die zweite Hälfte des Jahres erwarten wir überzeugende Umsätze von bestehenden und neu lancierten Biotech-Medikamenten. Die daraus resultierenden Gewinne sollten die attraktiven Unternehmensbewertungen des Sektors unterstreichen.

### Wertschriftenportfolio per 30. Juni 2006

Celgene (15%), Biogen Idec (14%), Gilead (11%), Actelion (11%), Genentech (9%), kleinere Beteiligungen (40%).

Bedeutende Veränderungen im 1. Halbjahr: Neu: Roche, Crnyx, Zymogenetics, Adolor, Arena, Anadys. Verkauft: Sepracor, OSI Pharmaceuticals, Theravance.

### Drei neue Blockbuster-Medikamente

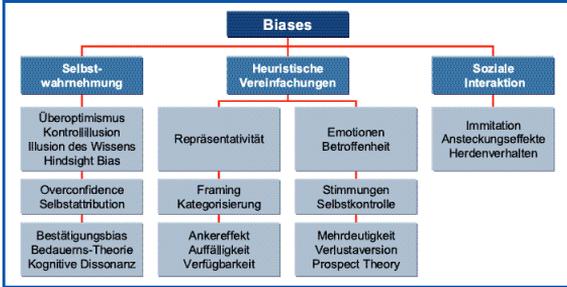


Die neu zugelassenen Medikamente Revlimid, Tysabri und Lucentis bedeuten einen grossen Fortschritt in der Medizin und dürften sich zu Therapien mit Blockbuster-Charakter entwickeln.

### Weitere Informationen

Swissfirst Asset Management AG  
Seestrasse 16/Postfach, CH-8700 Küssnacht, Tel. +41 41 267 67 00,  
Fax +41 41 267 67 01, www.swissfirst.ch, E-Mail bb@swissfirst.ch

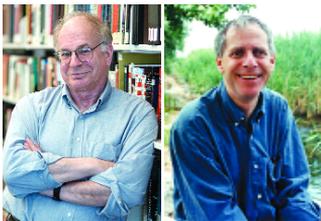
ABB. 2: VERHALTENSANOMALIEN



gar nicht so leicht ist, gegen erlernte (schwer) oder ererbte (weitgehend aussichtslos) Verhaltensmuster anzukämpfen. Im Durchschnitt jedoch verhalten sich die Anleger typisch menschlich. Und solange die Börsen im Wesentlichen von Menschen gemacht werden, können wir davon ausgehen, dass sich bestimmte Verhaltensmuster wiederholen werden. Diese zu erkennen, verspricht nicht nur eine interessante Ertragsquelle zu sein, sondern lässt gleichzeitig erwarten, nicht von der Arbitrage betroffen zu sein.

### Laborexperimente

In der Behavioral Finance-Forschung wurden die meisten der Anomalien in kontrollierten Laborexperimenten gefunden. Vernon Smith wurde für seine Grundlagenarbeit auf dem Gebiet der experimentellen Wirtschaftsforschung mit dem Wirtschafts-Nobelpreis belohnt. In der realen Welt beschränken sich jedoch die Erkenntnismöglichkeiten beispielsweise auf die aufwändige Auswertung von Brokerkonten oder Handelsprotokollen, welche – wenn überhaupt – nur mit deutlicher Zeitverzögerung bereitgestellt werden. Zum anderen zeigen solche Analysen nur die Aktionen derjenigen, die gehandelt haben. Im weiteren Verlauf dieser Serie werden wir zeigen, dass die an der Seitenlinie Wartenden eine nicht minder interessante Anlegergruppe bilden. Eine Kapitalmarktprognose in Echtzeit ist so oder so mit diesen Methoden nicht möglich. Einer der führenden Wissenschaftler auf dem Gebiet, der US-Amerikaner Richard Thaler, beschreibt das Dilemma: „There are better data on prices than on people.“



Daniel Kahneman und Amos Tversky

### Behavioral Finance und Technische Analyse

Technische Analysten werden jetzt einwenden, dass die Werkzeuge zur Analyse von Anlegerverhalten und von Stimmungen doch schon längst existieren.

Und in der Tat bestätigen viele Experimente und Thesen einige der wesentlichsten Grundannahmen der Technischen Analyse! So gleicht die Definition der Prospect Theory, für die der Ökonomieprofessor Daniel Kahneman im Jahr 2002 den Nobelpreis erhielt (der Co-Autor der Theorie, Amos Tversky, verstarb leider zu früh, um ebenfalls die Ehrung zu erhalten), erstaunlich der Vorstellung eines Technischen

Analysten von Widerstand und Unterstützung. Aber während Technische Analysten gerne von der „imaginären“ Kraft von „Support and Resistance“ sprechen, welche die Leute dazu bringt zu kaufen und zu verkaufen, bezeichnet die Behavioral Finance-Theorie den Effekt als „Reference Point Effect“. Menschen bewerten die Aussichten eines Investments nicht zukunftsgerichtet vom aktuellen Wert aus, sondern lassen sich bei ihren Einschätzungen von Referenzpunkten leiten. Der wichtigste ist hierbei der Einstandspreis. Dadurch, dass Gewinne und Verluste mental zwei völlig verschiedene Zustände sind, spielen Einstandspreise eine wichtige Rolle für zukünftiges Investorenverhalten. Wenn viele Anleger von der Gewinn- in die Verlustzone rutschen, „ändert sich die Psychologie des Marktes“. Hier schließt sich der Kreis dann wieder zur Technischen Analyse.

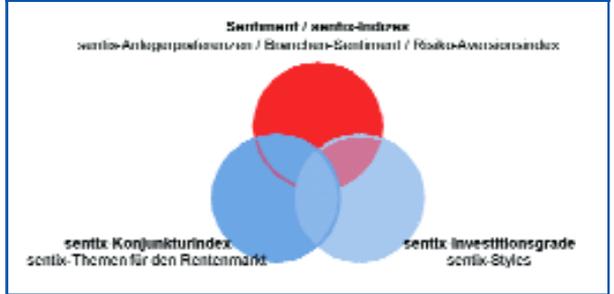
### Mehr als nur „Preis und Umsatz“

Also ist die Technische Analyse das Werkzeug der Wahl? Ja und Nein. Zweifellos scheinen einige Methoden sehr gut zur Prognose geeignet. Offensichtlich gehört die Untersuchung von Widerstand und Unterstützung dazu. Im Ideal wird diese Analyse ergänzt um Informationen zu den Niveaus, auf denen die Investoren gekauft oder verkauft haben, um Daten zur Investorenpositionierung und um eine Betrachtung des institutionellen Umfeldes, also welchen Auflagen institutionelle Investoren beispielsweise durch Controller und Aufsichtsbehörden unterliegen. Die Sache ist somit wesentlich komplexer, und die nötigen Daten hierzu bestehen eben nicht nur aus Preis und Umsatz.

### Sentimentanalyse

Eine weitere Teildisziplin der Technischen Analyse erfreut sich ebenfalls steigender Beliebtheit, die Sentimentanalyse. Die Analyse von Marktstimmungen zeigt ihren Wert meist in Phasen starker Polarisierung oder großer Einseitigkeit der Anlegermeinungen. Psychologisch gesehen sind die Anleger „gefangen“, und die Objektivität leidet unter dem Druck großer Angst oder Euphorie. Die meist beachteten Werkzeuge sind Umfragen unter Anlegern, Daten des Optionsmarktes sowie die Auswertung von Börsenbriefen und sonstigen Empfehlungen. Hier stellt sich jedoch aus verhaltensorientierter Sicht ein wesentliches Problem. Denn nicht alle Indikatoren, die als Sentimentindikatoren gelten, spiegeln tatsächlich Stimmungen wider. Dies hat seine Ursache darin, dass Emotionen als Grundlage von Stimmungen direkt nicht zu beobachten sind. Wir können nur den Affekt, also die Betroffenheit aufgrund von Emotionen, messen. Das Put/Call-Ratio, ei-

ABB. 3: KONSENSUSZINSPROGNOSEN FÜR 1 JAHR UND RENTABILITÄT



nes der bekanntesten Stimmungsbarometer, ist deshalb nur eingeschränkt als Sentimentindikator tauglich. Denn es spiegelt zum einen nur die Stimmung der Anleger, deren Affekt sich in einer Handlung ausgedrückt hat, zum anderen sind vor allem in Deutschland die Daten durch den großen Zertifikate- und Derivatemarkt spürbar verzerrt und damit weniger aussagekräftig. Die Sentimentanalyse als Teildisziplin der Technischen Analyse erscheint den Autoren bislang eher als ein unsystematisch genutztes Anhängsel. Und auch die seltenen Publikationen zum Thema beschränken sich oftmals auf Allgemeinplätze, wie bei Optimismus zu verkaufen oder bei Pessimismus zu kaufen. Eine Sichtweise, die den komplexen Vorgängen an den Finanzmärkten kaum gerecht wird.

### Die Grundstrukturen unseres Gehirns

Wenn es darum geht, einen Rahmen für eine vollständige, an den Erkenntnissen der Behavioral Finance ausgerichtete Kapitalmarktanalyse zu definieren, lohnt sich ein Blick auf die Ursache der zu analysierenden Verhaltensanomalien. Diese liegen in den Grundstrukturen unseres Gehirns begründet. Denn entwicklungs geschichtlich lässt sich unser Denkkapazität in drei wesentliche Funktionsbereiche untergliedern: Stammhirn (zuständig für Reflexe und Vitalfunktionen), das limbische System (die Heimat der Emotionen) und den Neocortex (die „graue Masse“ für alle unsere großartigen Denkleistungen). Was diese Dreiteilung so besonders macht, ist, dass die genannten Funktionseinheiten in nicht unerheblichem Maße autonom und parallel arbeiten. So werden Sinneswahrnehmungen parallel zu unserem limbischen System und zu unserem Neocortex geleitet. Das Interessante dabei ist, dass das limbische System mit der Verarbeitung der Information schneller fertig ist als der Neocortex, da es seine Entscheidungen auf Basis grober Vereinfachungen trifft. Gleichzeitig kommuniziert das System sein Urteil über Hormonausschüttungen. Dies bringt gegenüber den relativ langsamen neuronalen Schaltungen des Neocortex nochmals einen Geschwindigkeitsvorteil. Im Ergebnis ist das Gefühl, oder sagen wir besser die Adrenalin- oder Dopaminausschüttung, schon da, ehe eine rationale Bewertung stattfinden konnte. Was beim Anblick einer gefährlichen Schlange eine exzellent funktionierende Überlebensstrategie darstellt, erweist sich bei der Kapitalanlage als fatal. Den emotionslosen Trader gibt es deshalb nicht.

### Verhaltensorientierte Analyse

Aus dem bisher Geschilderten folgt, dass eine Kapitalmarktanalyse nur dann vollständig sein kann, wenn sie ein Spiegel der im menschlichen Gehirn ablaufenden Prozesse ist. Wir benötigen also nicht nur Daten, welche die Aktionen der Men-

Anzeige

**Verkauf von KG-Anteilen**

Unternehmensberatung für „Strategische Geschäftsentwicklung“ in die Pan-Europäische Automobil und Zulieferindustrie gründete eine Tochtergesellschaft für den effizienten Einsatz von Private Equity Mitteln zum Zwecke der direkten Unternehmensbeteiligung. Es werden nun 20 KG-Anteile zum Kauf angeboten.

Die Kamerandilinvestorenanzug erfolgt durch drei Komponenten:

- 1.) Garantierte Mindestverzinsung von 6 Prozent
- 2.) Garantierte Teilnahme an dem exklusiven Automotive-Incentive-Programm
- 3.) Erwarteter Gesamtbeitrag von deutlich über 100 Prozent über 7 Jahre

**Kaufpreis EUR: 50.000,00** (zzgl. Agio 5 Prozent)

Informationen im Internet und persönlich:  
 SE s.c.c. GmbH & Co. KG  
 Rathausgasse 48  
 D-7430 Freiburg/Germany

Tel: 0049 781 55 7 88 - 0  
 Fax: 0049 781 55 7 88 99  
 www.the-conceptians.eu  
 info@the-conceptians.eu

THE CONCEPTIANS  
 Business development & investment support

schen reflektieren. Dies sind im Wesentlichen Kurse und Umsätze, aber auch Daten zum Grad der Investition in die analysierten Marktsegmente. Daneben brauchen wir echte Stimmungsindikatoren, die das Sentiment der im Markt aktiven, aber auch der an der Seitenlinie stehenden Investoren wiedergeben. Diese Aufgabe ist bislang nur mit umfragebasierten Indikatoren wie dem sentix zu lösen. Und drittens spielen die fundamentalen Faktoren eine Rolle. Aber nicht im Sinne der klassischen Fundamentalanalyse. Für eine verhaltensorientierte Analyse interessiert vielmehr, mit welchen Argumenten und auf Basis welcher Heuristiken, Stereotypen oder Regeln die Anleger ihre Anlageentscheidungen rationalisieren und begründen. Dabei kommt den Medien mit ihren Fähigkeiten, Investmentthemen zu begründen, eine bedeutende Rolle zu. Aber auch die Gepflogenheiten der Investmentbranche oder Änderungen im Investmentumfeld gilt es zu betrachten.

**Das sentix-Projekt**

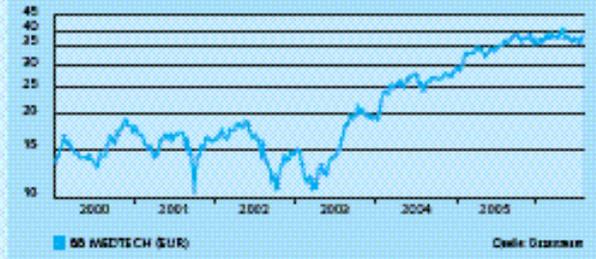
Für eine solche integrierte Sicht fehlten bislang konsistente, auch wissenschaftlichen Standards genügende Daten. Diese Lücke haben die Autoren im Jahr 2001 mit dem Start des sentix-Projektes geschlossen. Sentix ist heute europaweit eine der bedeutendsten Kapitalmarktumfragen. Mit mehr als 2.400 registrierten Teilnehmern zählt sentix zudem zu den größten wöchentlichen Kapitalmarktumfragen weltweit (Abb. 3). Die Untergliederung des Teilnehmerfeldes zum Beispiel in institutionelle Investoren und in Privatanleger ermöglicht einen einmaligen Einblick in die Stimmungslagen, Denkweisen und Aktionen verschiedener Anlegergruppen. Die sentix-Daten füllen die von Richard Thaler angesprochene Lücke und stellen auf regelmäßiger Basis erhobene, konsistente Daten zum Anlegerverhalten dar. Nicht zuletzt zeigt dies die hohe Akzeptanz der sentix-Daten im professionellen Marktumfeld sowie die Integration in eine Vielzahl von Investmentprozessen.

**Fortsetzung folgt**

Im ersten Teil dieser Serie haben wir Ihnen die Behavioral Finance vorgestellt sowie die Relevanz für jeden Kapitalmarktteilnehmer dargelegt. Dabei wurde gezeigt, wie sich Verhaltensanomalien, die sich auf der Ebene des einzelnen Investors einstellen können, auch im Gesamtmarkt zeigen. Die in den nächsten Heften folgenden Beiträge stellen Ihnen dann die wichtigsten Indikatoren für die Gesamtmarktanalyse vor und wie daraus entscheidende Informationen für eine Kapitalmarktprognose gewonnen werden. Wir zeigen, wie sich das Verhalten der einzelnen Marktakteure unterscheidet und wie sich Meinungen am Markt bilden. Wir beschreiben, wie sich aggregierte Anomalien in den sentix-Daten zeigen und welche Prognosen sich daraus ableiten lassen. Ziel ist es zu erkennen, wann sich ein Investment mit der Masse lohnt oder wann eine konträre Sichtweise angebracht ist. Bei konsequenter Anwendung der vorgestellten Analysebausteine werden Sie Ihren Standpunkt wechseln können. Sie werden vom Beteiligten zum Beobachter und damit objektiver. Sie werden die Anleger bei ihrer Wahl des Restaurants beobachten und können dann selbst entscheiden, ob diese Wahl auf einer rationalen Analyse beruht oder nur der hungrige Bauch dazu führte, der Masse zu folgen.

**Halbjahresbericht 2006**

Seit Januar 2000 stieg der Aktienkurs von BB MEDTECH um durchschnittlich 18%\* pro Jahr.



Aktienperformance 1. Halbjahr 2006	+4%*
Aktienperformance seit 1. Januar 2000	+198%*
Börsenkapitalisierung	EUR 608 Mio.
Wertschriften per 30. Juni 2006	EUR 733 Mio.
Innenwert pro Aktie per 30. Juni 2006	EUR 41,90
Dividende	CHF 1.30

\*dividendenadjustiert

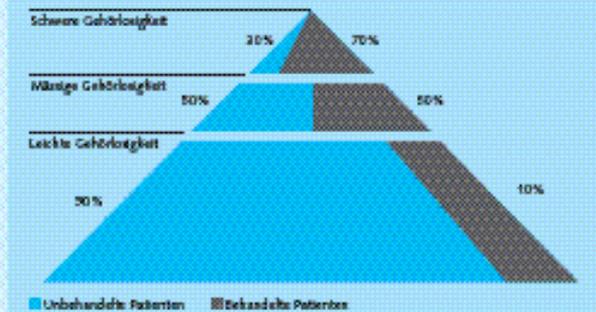
**Beteiligungen mit solidem Wachstum**

Unsere Beteiligungen konnten durch steigende Umsatz- und Ertragszahlen überzeugen. Im Hinblick auf die erwartete Fortsetzung der guten Entwicklung dieser Firmen schätzen wir die Börsenbewertungen als attraktiv ein. Nobel Biocare, die Weltmarktführerin für ästhetische Dentallösungen, erzielte im ersten Quartal ein organisches Umsatzwachstum von +27% und eine Gewinnsteigerung von +43%. Die auf der „World Tour 2006“ vorgestellten Zahnimplantat-Produkte erzielen grosse Aufmerksamkeit in der Fachwelt. Im Mai wurden an einem Kongress für Wirbelbalkenchirurgie überzeugende klinische Daten der künstlichen Bandscheibe ProDisc von Synthes präsentiert. Laborausrüster Tecan wuchs im ersten Quartal deutlich schneller als der Markt und sollte die Profitabilität nachhaltig auf Industrieniveau steigern können. Auch Hörgerätespezialist Phonak verzeichnete mit einem Wachstum von +24% deutliche Marktanteilsgewinne. Galenica und Fresenius erreichten ebenfalls ein zweistelliges Gewinnwachstum.

**Wertschriftenportfolio per 30. Juni 2006**

Nobel Biocare (63%), Synthes (13%), Tecan (8%), Galenica (6%), Fresenius (5%), Phonak (5%), Vascular Innovation (-1%).  
Bedeutende Veränderungen im 1. Halbjahr: Neu: Phonak, Aufgebaut: Synthes, Galenica, Phonak, Fresenius. Reduziert: Nobel Biocare.

**Neue, ästhetische Lösungen für besseres Hören**



Heute tragen erst 20% der Menschen, die ein vermindertes Hörvermögen aufweisen, ein Hörgerät. Je schwerer der Hörverlust, desto höher die Penetrationsrate. Durch neue Produkte mit besserer Ästhetik und höherem Tragekomfort sollte der Anteil der Hörgeräteträger in allen drei Kategorien zunehmen.

**Weitere Informationen:**

Swissfirst Asset Management AG  
Seestrasse 16/Postfach, CH-8700 Küssnacht, Tel. +41 44 267 67 00,  
Fax +41 44 267 67 01, www.swissfirst.ch, E-Mail bb@swissfirst.ch

## BEHAVIORAL FINANCE

# Unterschiede zwischen Privatanlegern und institutionellen Investoren

*Gastbeitrag von Manfred Hübner und Patrick Hussy, Fondsmanager bei Deka Investment*

Im ersten Teil unserer Serie (in SI 9/2006) haben wir einige theoretische Hintergründe zur Behavioral Finance beleuchtet. Dabei wurden wichtige Verhaltensanomalien auf der Ebene des einzelnen Investors vorgestellt. Ein großer Teil dieser Anomalien liegt in der Natur des Menschen begründet, beruht also auf ererbten Faktoren und ist damit in weiten Teilen unveränderlich. In der Folge tendieren Menschen dazu, sich in ähnlichen Situationen (und dies bedeutet unter ähnlichen psychologischen Bedingungen) immer wieder ähnlich zu verhalten. Geschichte wiederholt sich also, zumindest in den Aktions- und Reaktionsmustern. Auch wenn wir keine konkreten Aussagen über das Verhalten eines bestimmten Investors machen können, ist es uns doch möglich, Wahrscheinlichkeiten für das Verhalten von Anlegergruppen zu formulieren. Vorausgesetzt, wir verfügen über geeignete Hilfsmittel, die uns einen Einblick in die Denkmuster, Pläne und Absichten von Anlegergruppen erlauben und uns Informationen über den psychologischen Zustand gewähren.

## Der Stimmung auf der Spur

Solche Daten sind rar. Mit den sentix-Indizes ([www.sentix.de](http://www.sentix.de)) haben die Autoren vor fünf Jahren als erster Anbieter in Deutschland begonnen, systematisch Daten zu Stimmungen, Erwartungshaltungen und Denkmustern einer Vielzahl von Investoren zu erheben, aufzubereiten und damit den Grundstein für eine praktische Anwendung der Behavioral Finance zu schaffen. Auch wenn es inzwischen weitere Anbieter am Markt gibt, so ist die Breite und Tiefe der von sentix bereitgestellten Daten einzigartig geblieben, auch über die Landesgrenzen hinaus. Mit mehr als 2.400 Investoren und über 500 institutionellen Adressen erkennt der Markt die besondere Datenqualität und -quantität an. Ein Ergebnis dieser Innovationstiefe ist seit Beginn der Umfrage im Februar 2001 die getrennte Erhebung des Anlegerstimmings nach privaten und institutionellen Investoren in 10 Hauptmärkten. sentix differenziert bei der Frage, ob es sich um einen institutionellen Investor handelt, nach dem Berufsstand. Fondsmanager, Vermögensverwalter, Treasurer, Analysten, professionelle Trader oder auch Volkswirte bilden das Feld dieser Investorengruppe. Ohne diesen Nachweis werden alle sonstigen Investoren bei sentix als Privatinvestoren geführt.

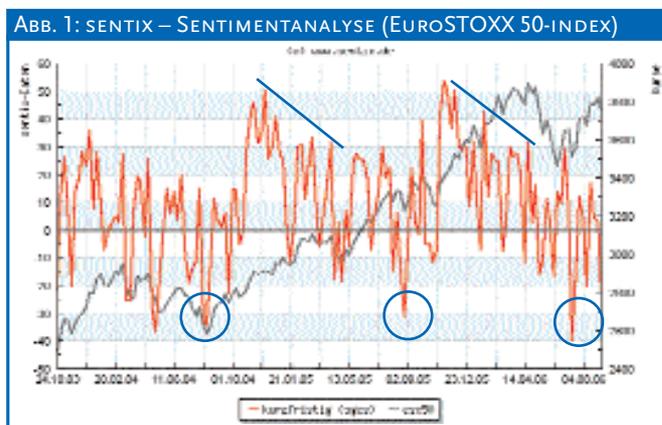
## Private und Institutionelle im Blick

Die Trennung nach Anlegergruppen setzt sich auch in den monatlichen Sonderumfragen fort, die Aussagen über das Investorenverhalten, die Präferenzen der Anleger für Anlagestile sowie

deren Wahrnehmung zu Investmentthemen liefern. Die damalige Entscheidung, den Investorenkreis in zwei Hauptgruppen zu unterteilen, erwies sich in der Folgezeit als äußerst sinnvolle Maßnahme. Denn im Laufe der Zeit haben sich einige bedeutende Unterschiede ergeben, die inzwischen auch von wissenschaftlicher Seite eine Bestätigung erfahren haben. Doch bevor wir auf die Unterschiede zwischen den beiden Teilgruppen kommen, sollen zunächst die Gemeinsamkeiten herausgearbeitet werden.

## Ein taugliches Prognoseinstrument

Beide Investorgruppen lassen sich in ihrer Einschätzung – zumindest im kurzfristigen Zeithorizont – maßgeblich von der Preisentwicklung an den Märkten beeinflussen. Somit folgt das Sentiment dem Preis. Ist demnach das kurzfristige Sentiment zur Prognose untauglich? Nein, denn durch diese Eigenschaft, eine Funktion des Preises zu sein, verhält sich das kurzfristige Sentiment wie ein Oszillator, der Extremwerte ausbildet und parallel zu den Entwicklungen an den Kapitalmärkten schwankt. Chart 1 zeigt das kurzfristige sentix-Sentiment sowie den EuroSTOXX 50. Dabei fällt die hohe Schwankungsintensität der Stimmungslagen auf. Offensichtlich sind die Anleger kurzfristig leicht zu verunsichern. Daneben ist zu erkennen, dass untere, bearische Extremwerte meist unmittelbar ein Marktstief markieren und damit die Regel, bei starkem Pessimismus Kaufchancen zu suchen, unterstützen. Bei oberen, bullishen Extremwerten gilt dies offensichtlich jedoch nicht.



## Kein Euphorie-Tod

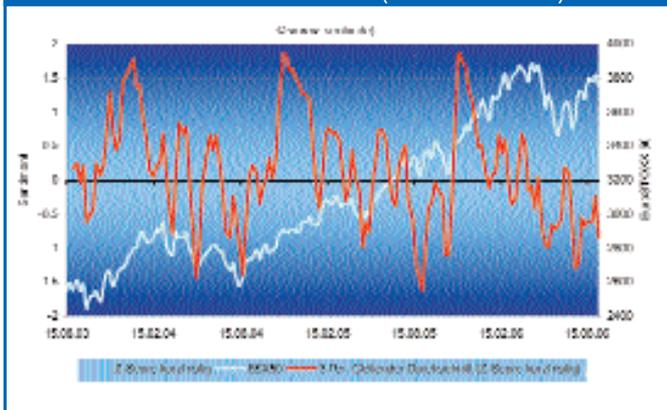
Infolgedessen stirbt ein Hausemarkt – im Gegensatz zu oftmals kolportierten Investmentregeln – nicht in der Euphorie. Tatsächlich bildet der Markt vor oder an einem wichtigen Markthoch eine

so genannte negative Sentimentdivergenz aus. Bei nachfolgenden Markthochs überschreitet die Marktstimmung demnach nicht mehr die vorhergehenden Hochs. Damit muss also die Konfidenz und die Konsistenz des Bullenlagers gestört werden, bevor eine Trendumkehr wahrscheinlich wird. Das Anlegersentiment zeigt sich demnach in Hausse und Baisse unterschiedlich und bestätigt die These der „Prospect Theory“, wonach Gewinn- und Verlustsituationen für Menschen unterschiedliche Zustände sind.

### Extremwerte geben Aufschluss

Aus den Charts lassen sich zwar ungefähre obere und untere Extremwerte ablesen. Da sich das Sentiment aber zyklisch verhält, kann es wie andere stationäre Zeitreihen über eine so genannte Z-Scoreberechnung<sup>1</sup> normalisiert werden. Dadurch werden Extremwerte besser sichtbar. Daneben empfiehlt es sich, die extrem schwankungsreiche Sentimentzeitreihe mit einem einfachen gleitenden Durchschnitt zu glätten. Chart 2 zeigt eine in dieser Art aufbereitete Sentimentzeitreihe für das kurzfristige EuroSTOXX 50-Sentiment. Deutlich sind bullische und bearische Sentimentextrema (+/-1 Standardabweichung im Sentiment) sichtbar. Das Phänomen der Sentimentdivergenz sowie die Kaufwirkung von negativen Extremwerten sind in diesem Chart noch besser ersichtlicher.

ABB. 2: EUROSTOXX 50 – SENTIMENT (Z-SCORE GESAMT)



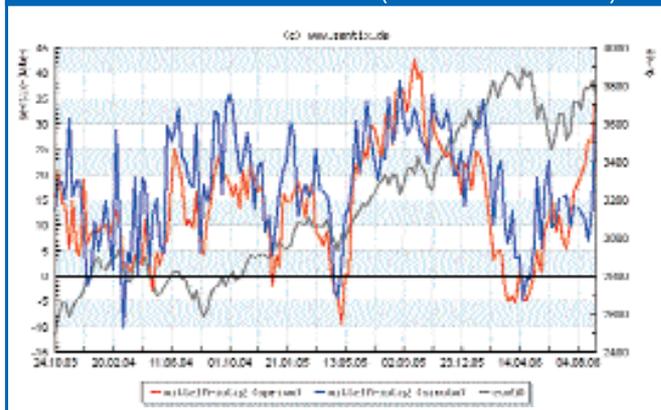
### Ein ganzheitlicher Nutzen

Das kurzfristige Sentiment verhält sich demnach wie ein Oszillator, der aber nicht statisch parametrisiert ist (wie z. B. bei einem RSI), sondern der dynamisch durch die Gehirne der Menschen geeicht ist und sich schnellen und langsamen Marktphasen selbständig anpassen kann. Dies ist ein wesentlicher Vorteil der sentix-Stimmungsindikatoren gegenüber bekannten Oszillatoren, die zum Beispiel in langen Trendphasen permanent eine stark überkaufte oder überverkaufte Marktverfassung anzeigen und deshalb in diesen Zeiten keinen Nutzen liefern.

### Mit feinem Gespür

Im mittelfristigen Sentiment zeigen sich dagegen deutliche Unterschiede. Chart 3 zeigt das mittelfristige Sentiment von privaten und institutionellen Investoren zum EuroSTOXX 50. Die im kurzfristigen Sentiment so dominierende Prozyklik ist im mittelfristigen Sentiment weit weniger stark ausgeprägt. Wie zuletzt im April 2006 ersichtlicher, haben die Investoren in ihren mittelfristigen Einschätzungen oftmals ein gutes Gespür dafür, wann die Märkte

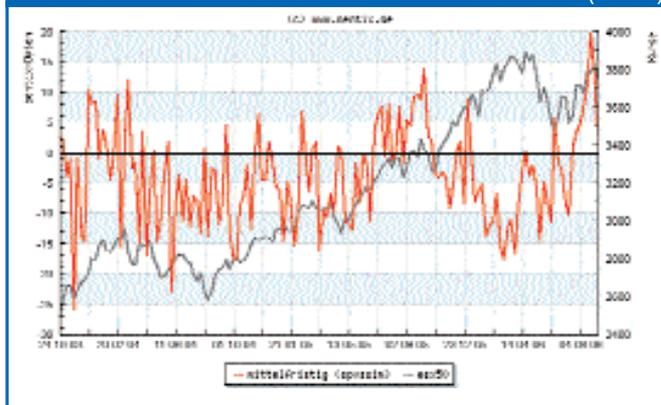
ABB. 3: SENTIX – SENTIMENTANALYSE (EUROSTOXX 50-INDEX)



teuer oder billig sind. Das mittelfristige Sentiment stellt demnach eher eine Bewertungsfunktion des Marktes dar. Die Unterschiede zwischen den beiden Anlegergruppen scheinen auf den ersten Blick gering. Aber statistische Untersuchungen<sup>2</sup> zeigen, dass das mittelfristige Sentiment der institutionellen Anleger Prognosekraft besitzt, also nicht als Kontraindikator zu werten ist.

Es erweist sich auch meist gegenüber den Privaten als besser getimt. Folglich ist es also ein gutes Zeichen für die Märkte, wenn sich das mittelfristige Sentiment der institutionellen Anleger verbessert, während eine mittelfristige Stimmungverschlechterung ein Vorbote für eine steigende, latente Verkaufsbereitschaft der Profis ist. Besonders gut funktioniert dies gegenüber ihren Heimatmärkten, da hier die institutionellen Investoren über einen spürbar besseren Informationszugang verfügen. In Chart 4 wird der Unterschied im relativen Sentiment der beiden Anlegergruppen aufgezeigt. Obere Spitzen zeigen einen Überschuss an bullischem Sentiment der Privatanleger, untere Extrema einen entsprechenden Überhang an Pessimismus. Meist sind obere Spitzen mit anschließenden Korrekturen und vice versa verbunden.

ABB. 4: SENTIX – RELATIVES SENTIMENT PRIVATE VS. INSTIS (ESX50)



### Wird fortgesetzt...

Im dritten Teil der Serie werden wir beleuchten, welches Anlageverhalten beide Anlegergruppen zeigen und wie sich dieses in den sentix-Positionsdaten manifestiert.

<sup>1</sup> <http://www.sentix.de/mh/behavioralfinance.php>

<sup>2</sup> <http://www.sentix.de/mysentix/docs/InvestorSentimentGermany.pdf> (Universität Maastricht)

## BEHAVIORAL FINANCE

# Sentiment und Positionierung

*Anlegerdepots geben Auskunft*

*Gastbeitrag von Manfred Hübner und Patrick Hussy, Fondsmanager bei Deka Investment*

Nachdem wir im Auftaktartikel (Aspekte der Sentimentanalyse, SI 09/06) der Behavioral Finance-Serie einige theoretische Hintergründe beschrieben haben, stand in der letzten Ausgabe die Messung und Interpretation des Anlegersentiments im Vordergrund. Dabei hat sich gezeigt, dass auf kurze Zeithorizonte die Einschätzungen der Anleger stark schwanken und im Wesentlichen von der Preisentwicklung bestimmt sind.

## Anleger mit gutem Gespür

Beide wesentlichen Anlegergruppen, Privatanleger sowie institutionelle Investoren, zeigen gleichermaßen starke Reaktionen auf Veränderungen im Preis. In ihren mittelfristigen Einschätzungen dominieren mehr die rationalen Elemente in den geäußerten Erwartungshaltungen, so dass sich die mittelfristigen Einschätzungen eher wie eine Bewertungsfunktion darstellen. Das heißt, dass die Anleger oftmals sehr wohl ein gutes Gespür für teure oder billige Märkte haben. Besonders gilt dies für die mittelfristigen Einschätzungen der institutionellen Investoren, die dieses Muster deutlicher zutage fördern. Dadurch, dass die Profis zudem oftmals ein etwas besseres Timing zeigen, lassen sich aus den Differenzen zwischen den Anlegergruppen im mittelfristigen Sentiment weitere wertvolle Informationen erhalten. Last but not least hat sich gezeigt, dass sich auch im Marktsentiment ein unterschiedliches Verhalten zeigt, je nachdem ob Optimismus oder Pessimismus dominiert. Pessimistische Extrempunkte sind meist unmittelbare positive Signale, während ein Haussemarkt selten sein finales Hoch zeitgleich mit Spitzen im Optimismus erreicht. Im Normalfall muss erst die Konsistenz und Konfidenz des Bullenlagers nachhaltig gestört werden (Sentimentdivergenz), bevor eine nachhaltige Trendwende oder starke Korrektur wahrscheinlich wird.

## Ein dreiteiliger Ansatz

Um diese Anomalien beobachten und entdecken zu können, erhebt sentix die bereits in den letzten beiden Artikeln dargestellten Sentimentindizes auf insgesamt zehn verschiedenen Märkten. Neuerdings wurde dieses Angebot um zwei weitere Märkte des Rohstoffsegmentes (Gold und Rohöl) ergänzt, die vorher im monatlichen *Tumus* erhoben wurden. Alle diese Stimmungsindizes haben eines gemeinsam (siehe Tabelle 1): Sie gehören der ersten Säule der sentix-Indikatoren an, und sind dem Bereich „Mood“ (Sentiment) zugeordnet. Kenner des US-amerikanischen Sentimentspezialisten und Buchautors Woody Dorsey werden sicherlich den dreiteiligen Aufbau wiedererkennen. sentix hat die Elemente „Mind, Mood und Body“ der Dorsey'schen „Triunity Theory“ strukturiert in drei Indexklassen übersetzt und lebt inso-



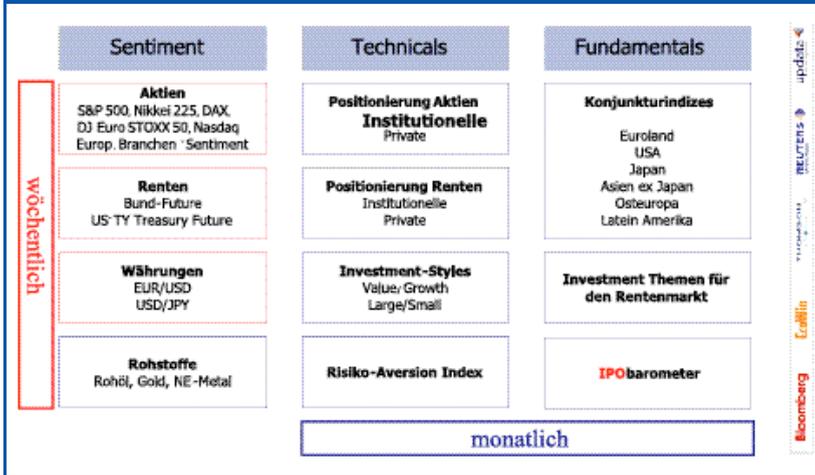
**Manfred Hübner** (39) und **Patrick Hussy** (35) arbeiten im Team „Behavioral Finance“ der Deka Investment. Dort sind sie für die Technische Analyse sowie das Behavioral Finance-Research zuständig und managen Publikums- und Spezialfondsprodukte. Sie sind regelmäßig gefragte Interviewpartner in verschiedenen Medien, zum Beispiel bei Bloomberg, n-tv, CNBC Europe oder in der Börsen-Zeitung. Mit dem sentix betreiben sie seit 2001 Deutschlands führende Plattform zur Sentimentanalyse.

fern diesen Researchansatz. Was steckt hinter der Idee? Es mag in einer Kapitalmarktanalyse unheimlich interessant sein, die Stimmung der Anleger zu kennen. Doch eine Beschränkung alleine auf die Stimmungslage würde dem Anspruch, das Anlegerverhalten im Ganzen zu analysieren, nicht gerecht werden. Denn nicht selten lassen sich markante Unterschiede zwischen geäußelter Marktmeinung und tatsächlicher Handlung beim Investor identifizieren.

## Hohe Datenqualität

Aus diesem Grund erhebt sentix zusätzlich im Monatsrhythmus die sentix-Investitionsgrade für Aktien und Renten, die Aufschluss über die Positionierung der Marktteilnehmer liefern. Positionierungsdaten sind bereits von Bankhäusern oder auch Terminbörsen in unterschiedlichster Qualität verfügbar. Häufig werden diese jedoch erst zeitverzögert, gegen Entgelt oder nur ausgewählten Kunden zur Verfügung gestellt. Die Stärken des sentix-Daten-Setups liegen demgegenüber eindeutig in der zeitnahen Verfügbarkeit und in der Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu den übrigen Indikatoren. Das gleiche Umfragepanel, das inzwischen sowohl von der Quantität als auch von der Qualität seines Gleich-

Abb. 1: EINE UMFASSENDE PRODUKTPALETTE VON INDIKATOREN UND ANALYSETOOLS



Quelle: www.sentix.de

chen in Europa sucht, bietet nun in Echtzeit die Chance, Anomalien am Markt zu entdecken, die die Behavioral Finance in mühevollen Testversuchen bereits nachgewiesen hat. Somit sind der Observation und dem Gegenüberstellen von „Stimmung“, „Technicals“ und „Fundamentals“ keine Grenzen gesetzt.

### Anlegerverhalten im Blick

Obwohl der Einfluss von Emotionen ein sehr wichtiger Aspekt ist und oftmals sehr eng mit den Handlungen der Menschen verbunden ist, kann es dennoch zu Differenzen zwischen dem emotionalen Zustand und der Handlung von Menschen kommen. Beispielsweise kann ein Anleger eine positive Grundhaltung zu einer Aktie oder einem Markt haben, aber dennoch an der Umsetzung der Idee gehindert sein (zum Beispiel im Falle eines Spezialfondsmangers durch vom Kunden gesetzte Rahmenbedingungen). Entwickelt sich die Aktie nun positiv, stellt sich bei diesem Investor in der Regel ein starkes Gefühl des Bedauerns ein, welches so stark sein kann, dass es das Verhalten des Anlegers wiederum beeinflusst. Zum Beispiel könnte er geneigt sein, einen ähnlichen, zulässigen Titel zu kaufen und somit seine offensichtlich richtige Idee trotz der Restriktionen umzusetzen. Dabei kann übersehen werden, dass sich die beiden Aktien eben nur ähnlich, aber nicht identisch sind!

### Dissonanz versus Konsonanz

Das Gefühl das entsteht, wenn Anlegerabsicht und realisiertes Resultat auseinander fallen, nennt man Dissonanz. Als Konsonanz wird der Zustand bezeichnet, bei dem Absicht und Ergebnis sich entsprechen. Im Zustand der Konsonanz stellt sich ein Gefühl der Kontrolle ein, die in der Regel dazu führt, die ohnehin oftmals zu große Konfidenz des Anlegers in die Fähigkeiten zur Prognose weiter zu steigern. Die Informationssuche wird oftmals eingeschränkt und selektiver. Es entsteht eine positive Feedback-Schleife, die aus dem Glücksgefühl der positiven Bestätigung gespeist wird. Euphorie und Sorglosigkeit steigen.

Im Falle der Dissonanz (man spricht auch von kognitiver Dissonanz, da es hier um Wahrnehmungs-

prozesse geht) stellen sich sehr unangenehme Gefühle ein, welche als Kontrollverlust oder fehlendes Zutrauen in die eigenen Fähigkeiten wahrgenommen werden können. Die Informationssuche wird deutlich verstärkt, beschränkt sich aber zu häufig auf bestätigende Aspekte der Position, die sich gegen einen wenden. Die effektivste Form, kognitive Dissonanz zu reduzieren, ist übrigens die Positionsglattstellung (siehe dazu auch den Absatz zum Umgang mit Verlusten im ersten Teil der Serie; die Positionsglattstellung entspricht dabei dem Zustand der Akzeptanz).

### Zwischen Selbstsicherheit und Verdrängung

Wie im ersten Teil der Serie ausgeführt, können wir in aller Regel keine Aussagen zum Verhalten eines bestimmten Anlegers machen. Dagegen können wir sehr wohl Wahrscheinlichkeiten dafür angeben,

wie sich der Durchschnitt bzw. die Mehrheit der Anleger unter bestimmten Umständen verhalten wird. Das heißt, dass der Umgang eines bestimmten Anlegers mit dem Zustand der Konsonanz oder Dissonanz unterschiedlich sein kann. Im Mittel werden die Menschen jedoch bei Konsonanz risikobereiter und selbstsicherer und bei Dissonanz ängstlicher, nervöser und neigen zu Verdrängungshandlungen. Mit dem Bedarf an Indikatoren, die uns anzeigen, ob es eine hohe Wahrscheinlichkeit für das Vorliegen von Konsonanz oder Dissonanz am Markt gibt, schließt sich somit der Kreis von theoretischer Notwendigkeit und konkreter Umsetzung. Dies führt uns automatisch zu den sentix-Investitionsgraden, einem wesentlichen Bestandteil der zweiten Säule der sentix-Indikatorenfamilie „Technicals“.

### Aussagekräftige Extrempunkte

Eine erste Interpretation der Aktieninvestitionsgrade beschäftigt sich mit einer Untersuchung der Daten im Zeitablauf. Grundsätzlich ist ein prozyklisches Verhalten der Marktteilnehmer feststellbar, wobei dieses Muster besonders stark bei den Privatanlegern zu Tage tritt. Wie die Abb. 1 belegt, wiesen die Privatanleger im März 2003 ihre niedrigste Investitionsquote aus, dort wo die europäischen Blue Chips ihre mehrjährigen Tiefs markierten. Und auch der Hochpunkt im Mai 2006 korrelierte mit den höch-

Abb. 2: ENTWICKLUNG DURCHSCHNITTLICHER INVESTITIONSGRAD E



Quelle: www.sentix.de

ABB. 3: ÜBERINVESTIERUNG DER INSTITUTIONELLEN ANLEGER UND DJ ES 50



Quelle: www.sentix.de

ten Aktieninvestitionsgraden, die seit Beginn der Indexerhebung im Februar 2002 je gemessen wurden. Das Investitionsverhalten der institutionellen Anleger verhält sich vom Grundsatz her ähnlich, bildet jedoch deutlich früher seinen Extrempunkt aus. So erreichten die Aktieninvestitionsgrade bereits im Juni 2002 ein Niveau, das bis zum tatsächlichen Markttief nie mehr unterschritten wurde. Die Gründe für ein solches Verhalten dürften vielschichtig sein. Bewertungsaspekte, aber auch regulatorische Ursachen in Form von Maximalerwerbsgrenzen, gesetzliche Anforderungen sowie Kundenrestriktionen in Form von Risikolimiten dürften bei dieser Investorengruppe das Handlungsmuster verstärken.

### Aus der Praxis lernen

Gehen wir nun einen Schritt weiter. Zu wissen, ob die Investoren hoch oder niedrig investiert sind, stellt eine erste wichtige Informationsquelle dar. Darüber hinaus erschließt sich der Kapitalmarktbeobachter mit einer kombinierten Analyse von Positionierung und Marktsentiment („Mood“, Säule 1) einen noch tieferen Einblick. Divergierende Verlaufsmuster von Portfoliohandlungen und Markterwartungen können Hinweise auf vorliegende Konsonanz oder Dissonanz sein. Ein hervorragendes Praxisbeispiel stellt hierfür die Situation im Mai 2006 dar. Die Institutionellen hatten zwar begonnen, seit Februar 2006 ihre Engagements leicht zurückzufahren, doch handelte es sich hierbei vielmehr um Überquoten, die in Erwartung steigender Aktienmärkte aufgebaut wurden. Diese Positionierung wurde jedoch nicht in dem Maße reduziert, wie im gleichen Atemzug das Sentiment an Boden verlor (siehe Abbildung 2 und 3). Die mittelfristige Zuversicht für Aktien – gemessen am mittelfristigen Sentiment – bildete sich bereits seit September 2005 zurück und erfuhr ab Februar 2006 eine nochmalige Beschleunigung.

### Mit Vorahnung

Die Investorenerwartung eines schwierigeren Aktienmarktumfeldes wurde also nur unzureichend in den Aktienportfolios umgesetzt, da die Angst, sich zu früh in einem intakten Trend zu verabschieden, stärker wog als die eigentliche Wahrnehmung eines

sich verschlechternden Umfeldes. Der Mensch strebt nach Dissonanzfreiheit und versucht durch eine schlüssige Argumentationskette das „Gewissen“ zu beruhigen. In diesem Fall wurde von Sitzung zu Sitzung der FED ein Ende der Zinsstrafungspolitik herbeigesehnt und damit der restriktive Notenbankkurs schön geredet. Der Druck über die Anleihenmärkte und der schwindende Total Return auf dieser Assetklasse führten gleichzeitig zur Situation, dass die Anlagen versilbert wurden, die seit Jahresanfang noch (deutlich) im Plus standen: Aktien! Was musste in den meisten Köpfen der Investoren wohl vorgegangen sein, als sich das einstellte, was man im Innersten über Wochen erahnte, aber nicht in den Portfolios umgesetzt wurde?

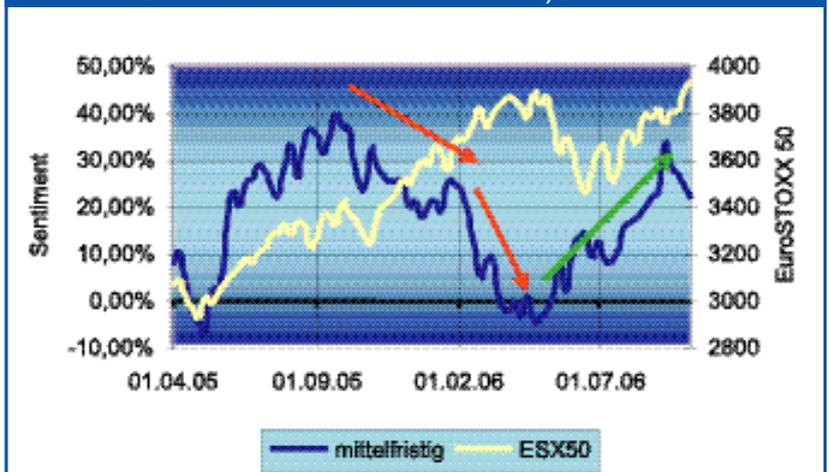
### Saisoneffekt blieb diesmal aus

Die Dissonanzfreiheit wurde folglich schnell über Stop-loss-Aktivitäten hergestellt. In der Folgezeit drehte das mittelfristige Stimmungsbild der Investoren. Wie in der Abbildung 2 ersichtlich ist, wurden aber trotz der jüngsten Markterholung die ursprünglichen Überquoten nicht mehr aufgebaut. Nun wirkt also die kognitive Dissonanz im positiven Sinne. Als „Entschuldigung“ und damit zur Lösung der kognitiven Dissonanz hielt einhellig sowohl im Bären- als auch im Bullenlager die erwartete Herbstschwäche her. Mit dem ausbleibenden Saisoneffekt führt der Markt damit nicht nur die Bären, sondern gerade auch die Bullen vor. Der Markt arbeitet am aktuellen Rand sozusagen erneut seine Dissonanz ab. Aus dieser Betrachtung heraus stehen die Zeichen für den Aktienmarkt gar nicht schlecht.

### Fortsetzung folgt...

Denn spätestens mit den neuen Höchstständen im S&P 500 und im DJ EuroSTOXX 50 wird nun wieder die Masse der Anleger mit ihrem prozyklischen Handlungsmuster in Bewegung kommen. Welcher Style, welche Region oder auch welche Branche hat in diesem Umfeld die Nase vorn? Die verhaltensorientierten Indikatoren, die in dieser Bewegung die Gewinner von den Verlieren unterscheidet lässt, werden wir im kommenden Artikel vorstellen.

ABB. 4: MITTLFRISTIGES SENTIX-SENTIMENT AUF DEN DJ ES 50



Quelle: www.sentix.de

BEHAVIORAL FINANCE

# Marktstrukturen

Sektortrends erkennen und nutzen

Gastbeitrag von Manfred Hübner und Patrick Hussy, Fondsmanager bei Deka Investment

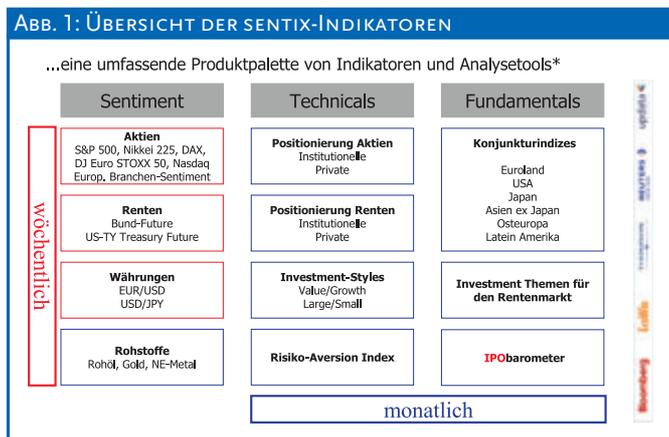
Den vierten Teil der Behavioral Finance-Serie widmen wir den Sektortrends. In den ersten Teilen ging es um die Grundlagen der Behavioral Finance, grundsätzliche Regeln im Umgang mit Sentimentdaten sowie um Unterschiede zwischen dem Sentiment von Privatanlegern und Institutionellen. Zudem haben wir vorgestellt, welche Unterschiede zwischen dem Sentiment, also der Stimmung der Anleger, und ihren Handlungen bestehen. Letztere kann man anhand der sentix-Positionsdaten verfolgen.

### Marktstrukturen

Die richtige Einschätzung zur Marktrichtung ist die eine Seite der Medaille. Die Gewinner von den Verlierern zu unterscheiden, stellt eine ebenso anspruchsvolle Aufgabe in jeder Marktphase dar. Doch wie nähert sich sentix diesem Thema? „Marktstrukturen“ heißt die Zauberformel, deren erste Determinante die Branchenpräferenz der Investoren darstellt.

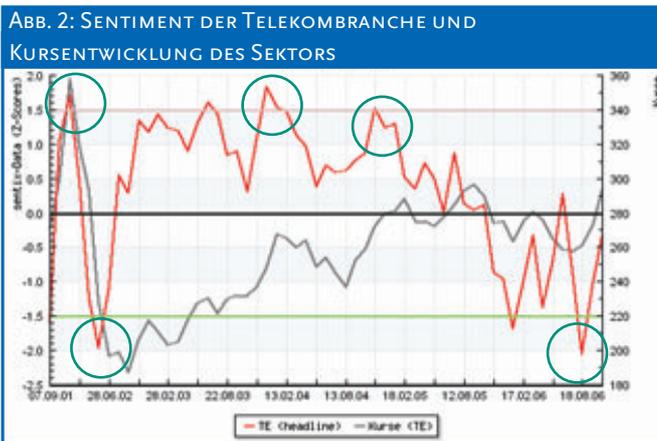


**Manfred Hübner (39) und Patrick Hussy (35)** arbeiten im Team „Behavioral Finance“ der Deka Investment. Dort sind sie für die Technische Analyse sowie das Behavioral Finance-Research zuständig und managen Publikums- und Spezialfondsprodukte. Sie sind regelmäßig gefragte Interviewpartner in verschiedenen Medien, zum Beispiel bei Bloomberg, n-tv, CNBC Europe oder in der Börsen-Zeitung. Mit dem sentix betreiben sie seit 2001 Deutschlands führende Plattform zur Sentimentanalyse.



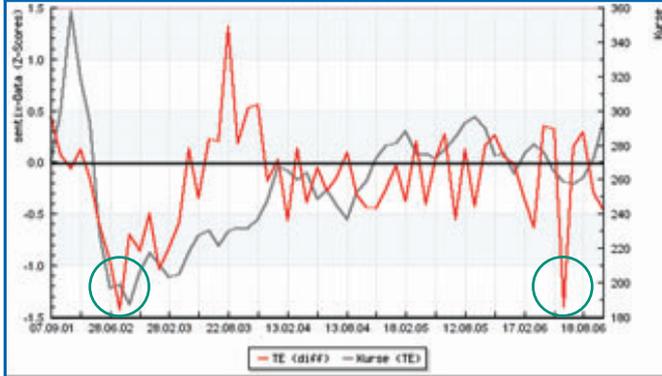
### Intermarket-Vergleiche

Eine wichtige Besonderheit der sentix-Daten ist, dass zu einer Vielzahl von Märkten Einschätzungen von ein und demselben Umfragepanel vorliegen. Dies erlaubt interessante Intermarket-Vergleiche. Daneben werden auch Marktsegmente abgedeckt, für die anderweitig keine Sentimentdaten vorliegen. Eines dieser Segmente sind die Brancheneinschätzungen. Diese werden im monatlichen Turnus erhoben und betreffen die Anlegererwartungen für 18 europäische Sektoren auf Sicht von sechs Monaten. Dabei orientiert sich die Sektoreinteilung an der STOXX-Systematik. Für 15 der 18 Sektoren liegen Sentimentdaten seit September 2001 vor.



Grafik 2 zeigt die Anlegererwartungen zur Telekombranche, normiert als Z-Score-Sentiment, und die Kursentwicklung des Sektors. Als grüne Kreise sind Umkehrpunkte in den Extrembereichen des Sentiments markiert. Es wird deutlich, dass Extremwerte im Sektorsentiment zeitlich in

**ABB. 3: SENTIMENTDIFFERENZ VON PRIVATEN ZU INSTITUTIONELLEN ANLEGERN**



sehr engem Bezug zu Umkehrpunkten im Kursverlauf stehen.

Wie bereits im zweiten Teil unserer Serie ausgeführt, gibt es – vor allem bei mittelfristigen Einschätzungen – interessante Unterschiede in den Erwartungen der Privatanleger und der Institutionellen. Grafik 3 zeigt das Telekommunikations-Sentiment, diesmal aber als Differenz der Erwartungen beider Anlegergruppen. Die beiden wichtigen absoluten Tiefs waren jeweils auch von einem deutlich höheren Pessimismus der Privatanleger – des Publikums – begleitet. Die Betrachtung der Sentimentdifferenz kann deshalb eine gute Bestätigung für einen Marktwendepunkt sein.

**ABB. 4: RELATIVES SENTIMENT TELEKOMSEKTOR GEGEN GESAMTMARKT**



Das Sentiment spricht dafür, dass Telekom-Unternehmen künftig wieder auf höheren Frequenzen funk-

Da die Brancheneinschätzungen immer relativ zum Gesamtmarkt erfragt werden, können die Sentimentdaten nicht nur zur absoluten Kursprognose herangezogen werden, sondern sind auch für relative Kursausagen nützlich. Als Beispiel dient wieder das Telekommunikations-Sentiment, welches in Grafik 4 mit der relativen Performance des Sektors gegen den Gesamtmarkt überlagert wurde. Wichtige Marktwendepunkte im Sektor treten auch im relativen Chart deutlich zu Tage, während in einseitigen, absoluten Trends das Branchensentiment ebenfalls

sehr gut zur Differenzierung der starken von den schwachen Sektoren dienen kann.

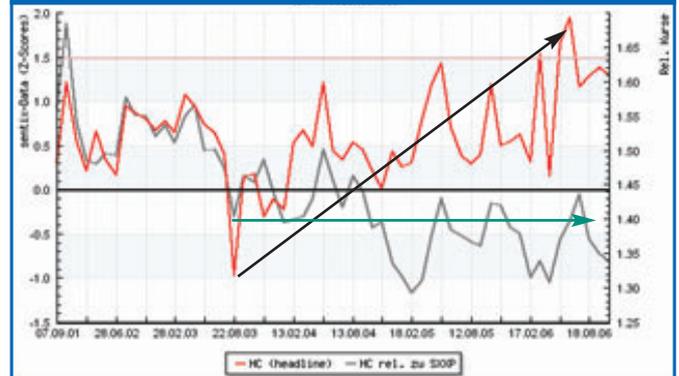
Eine weitere Anwendungsmöglichkeit sind Vergleiche des Sentiments zwischen einzelnen Sektoren. Dadurch, dass mit den sentix-Daten eine vergleichbare Grundlage geschaffen ist, werden solche Vergleiche überhaupt erst möglich. Grafik 5 zeigt die Sentimentdifferenz zwischen der Telekom- und der Energiebranche sowie die relative Performance der beiden Sektoren. Auch hier zeigen sich klare Signale, zuletzt starke relative Kaufsignale des Telekomsektors gegenüber den Ölwerten seit Beginn des Jahres 2006.

**ABB. 5: RELATIVES SENTIMENT TELEKOM ZU ENERGIE UND RELATIVE PERFORMANCE DER SEKTOREN**



Ein Beispiel dafür, dass sich ein optimistisches Sentiment nicht immer auf eine starke Performance gründet, findet sich aktuell im Pharmasektor. Grafik 6 zeigt das extrem bullische Sentiment im Juli 2006, was seitdem durch eine starke Underperformance des Sektors korrigiert wird.

**ABB. 6: SENTIMENT ZU PHARMAWERTEN UND RELATIVE PERFORMANCE ZUM STOXX 600**



Teilnehmer an der sentix-Umfrage ([www.sentix.de](http://www.sentix.de)) haben Zugriff auf den größten Teil der in dieser Serie vorgestellten Charts. Die Grafiken dieser Ausgabe wurden zum Beispiel mit den interaktiven Grafikgeneratoren für das Branchensentiment erzeugt. Darüber hinaus analysieren wir die Auffälligkeiten des Branchensentiments in der Rubrik „sentix Sonderanalysen“ des sentix-Wochenkommentars. Zum Thema „Marktstrukturen“ haben Sie nun einen wichtigen Baustein kennen gelernt. Weitere hochinteressante Tools werden in der nächsten Smart Investor-Ausgabe vorgestellt werden.

## BEHAVIORAL FINANCE

# Relatives Sentiment als Wegweiser

*Auf der Suche nach Investoren-Präferenzen*

*Gastbeitrag von Manfred Hübner und Patrick Hussy, Fondsmanager bei Deka Investment*

Im letzten Teil unserer Behavioral Finance-Serie werfen wir einen Blick auf weitere Intermarketindikatoren der sentix-Familie. Eine Besonderheit der sentix-Indikatoren ist, dass sie Vergleiche der Markterwartungen verschiedener Anlegergruppen erlaubt. Zudem ist es möglich, das Marktsentiment von unterschiedlichen Märkten und Assetklassen zueinander in Beziehung zu setzen. Diese Form der Intermarketanalyse ist neu und nur auf Basis von sentix möglich. Insgesamt stehen die Anlegereinschätzungen zu zwölf Märkten im Wochenrhythmus zur Verfügung.

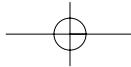
### Aus Sicht der Bewertung

Mit den Unterschieden im Sentiment der beiden Anlegergruppen haben wir uns bereits in Teil 2 der Serie ausführlich beschäftigt. Welche Grundsätze und Anwendungsmöglichkeiten gibt es in den Intermarketbeziehungen? Generell gilt, dass die Sentimentdaten immer im Kontext bewertet werden müssen. Als Kontext sind dabei die Marktpreisentwicklung, die Positionierung in der Assetklasse sowie das absolute Sentiment definiert. Chart 1 zeigt das relative Sentiment der institutionellen Anleger zwischen Aktien und Bonds, die sog. Stock-Bond-Präferenz (blaue Linie) sowie die relative Wertentwicklung von Aktien und Bonds (graue Linie). Deutlich ist zu erkennen, dass die Profis bis Anfang 2006 sehr positiv für Aktien eingestellt waren und bereits Wochen vor dem Mai-Hoch sich die Präferenz in Richtung der Bonds verschoben hat. Die relative Wertentwicklung hat seitdem nur noch in geringem Maße eine Outperformance von Aktien gezeigt.



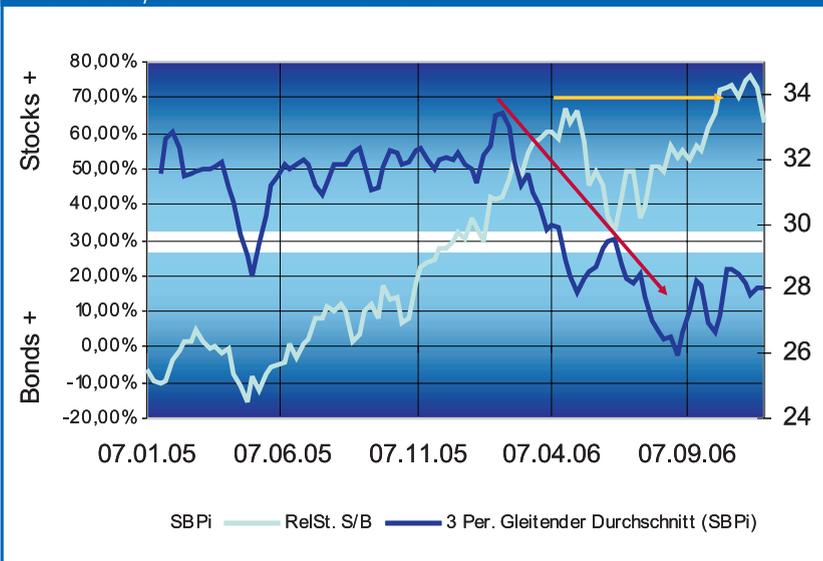
**Manfred Hübner (39) und Patrick Hussy (35)** arbeiten im Team „Behavioral Finance“ der Deka Investment. Dort sind sie für die Technische Analyse sowie das Behavioral Finance-Research zuständig und managen Publikums- und Spezialfondsprodukte. Sie sind regelmäßig gefragte Interviewpartner in verschiedenen Medien, zum Beispiel bei Bloomberg, n-tv, CNBC Europe oder in der Börsen-Zeitung. Mit dem sentix betreiben sie seit 2001 Deutschlands führende Plattform zur Sentimentanalyse.

Das mittelfristige Sentiment, das diesem Indikator zugrunde liegt, reflektiert die Bewertungssicht der institutionellen Anleger. Diese Bewertungssicht ist der Hintergrund, vor dem diese Anlegergruppe seine Entscheidungen trifft.



## Hintergrund

ABB. 1: STOCK/BOND-PRÄFERENZ INSTITUTIONELLE



Quelle: www.sentix.de

schlechteren Wertentwicklung des japanischen Aktienmarktes ausgegangen werden sollte.

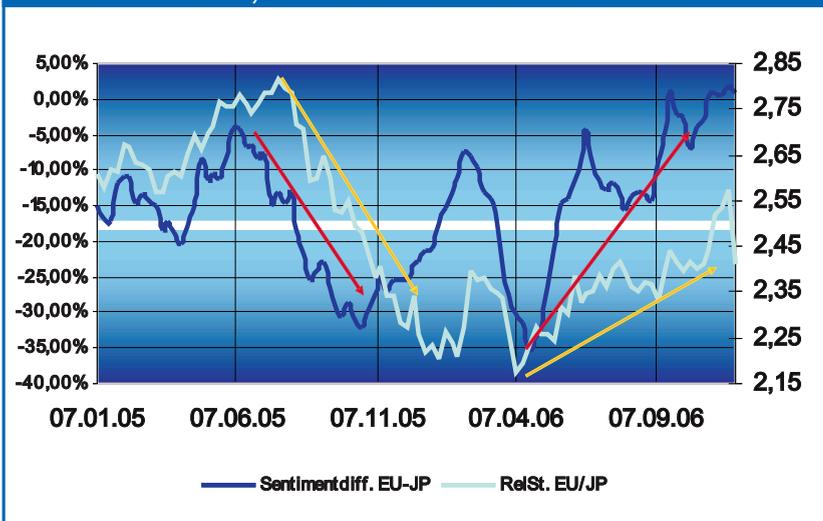
### Schlusspunkt

Dies ist der Endpunkt unserer kleinen Serie zur Behavioral Finance und der Sentimentanalyse mit den sentix-Indizes. Nach einer Einführung in einige der Grundsätze der verhaltensorientierten Kapitalmarktanalyse haben wir Ihnen einen Überblick über die wichtigsten sentix-Indikatoren gegeben und erste Interpretationsgrundsätze geliefert. Die Auflistung war keineswegs erschöpfend oder vollständig. Sie stellen einen Einstieg in die Thematik dar. Wenn Sie diese vertiefen wollen, empfehlen wir Ihnen eine Teilnahme an den Umfragen sowie das Studium der wöchentlichen sentix-Analysen und Know-how-Dokumente im Internet ([www.sentix.de](http://www.sentix.de)).

### Japan weiterhin eher schwächer

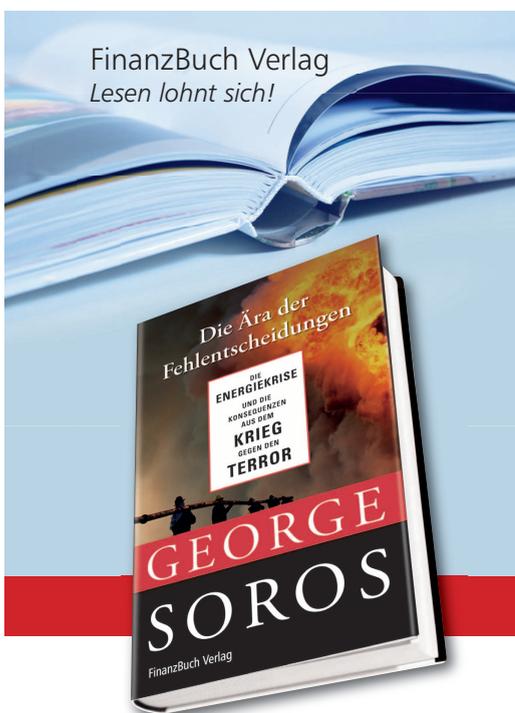
Eine weitere Möglichkeit zum Intermarktvergleich stellt das relative Sentiment zwischen Märkten dar. Chart 2 zeigt die Differenz im mittelfristigen Sentiment der institutionellen Investoren zu europäischen und japanischen Aktien (blaue Linie). In diesem Chart werden die diversen Wendepunkte in der Präferenz für eine Anlageregion deutlich. Die relative Wertentwicklung zwischen diesen beiden Aktienmärkten folgt mit einer gewissen Zeitverzögerung diesen Präferenzwechseln, insbesondere wenn sich die relativen Einschätzungen „impulsiv“ verändern. Derzeit zeigen sich in den Anlegerpräferenzen zu Japan noch keine Änderungen, so dass von einer Fortsetzung der relativ

ABB. 2: EURO-AKTIE vs. JAPAN-AKTIE PRÄFERENZ INSTITUTIONELLE



Quelle: www.sentix.de

Anzeige



## DIE ÄRA DER FEHLENTSCHEIDUNGEN

von George Soros

FinanzBuch Verlag  
Lesen lohnt sich!

George Soros rechnet ab: »Das größte Hindernis für eine stabile und gerechte Weltordnung sind die Vereinigten Staaten.« Seiner Meinung nach ist die USA zu einer »Wohlfühlgesellschaft« geworden, die nicht bereit ist, sich

mit der unangenehmen Realität auseinanderzusetzen. Solange sich diese Wohlfühlhaltung nicht ändert, sind die USA dazu verurteilt, ihre Vormachtstellung in der Welt zu verlieren.

Jetzt einfach bestellen: [www.finanzbuchverlag.de](http://www.finanzbuchverlag.de)

George Soros | 276 Seiten | 29,90 Euro | ISBN: 3-89879-229-3

