

# Behavioural Finance in Investment Reports: Finanz-Analyse

## White Paper

### Inhalt

Zusammenfassung .....	2
1. Verhaltensökonomik.....	3
1.1 Behavioural Finance im Investment Report .....	3
1.2 “Accept” versus “Alter” .....	4
1.3 Aussagen.....	5
Teil 1: Finanz-Analyse .....	6
2. Beispiel .....	8
Teil 1: Finanz-Analyse .....	8
3. Fazit .....	11

Datum: 25.08.2014

Version: 1.2

Autoren: Mareike Schwark; Lukas Knecht

## Zusammenfassung

Im vorliegenden Dokument geht es darum, das Investment Reporting neu zu gestalten und dabei die Erkenntnisse der *Behavioural Finance* in den Anlageprozess einfließen zu lassen. Dies ist dann möglich, wenn Verhalten und Wünsche des Kunden den Anlageprozess direkt beeinflussen. Auf reine Vermögensverwaltungsmandate sind die hier vorgestellten Ansätze hingegen nicht anwendbar.

Dazu werden zuerst die wichtigsten Konzepte der Behavioural Finance vorgestellt und gezeigt, was mit ihnen im Anlageprozess anzufangen ist. Wann immer der Mensch vom Verhalten im vereinfachten klassischen Modell abweicht, spricht man von „Biases“. Man wird sehen, dass es sowohl menschliches Verhalten gibt, auf das man als Finanzberater mehr Rücksicht nehmen muss als auch Verhalten, auf das der Kunde aufmerksam gemacht werden sollte. Entsprechend werden die Biases differenziert.

Dann wird gezeigt, wie sich die Konzepte in den Anlagereport einbauen lassen. Es wird dabei davon ausgegangen, dass ein Report Aussagen zu zwei Gegenständen macht: zur finanziellen Situation und zum Anlageverhalten. Die beiden Verhaltenskategorien lassen sich dabei den beiden Gegenständen zuordnen.

Anschliessend wird ausgeführt, wie Behavioural Finance die Kernaussagen eines Reports verbessern bzw. ergänzen kann. Dieses Paper konzentriert sich dabei auf Aussagen über die finanzielle Situation. Aussagen über das Anlageverhalten werden in einem zweiten Paper behandelt.

Als letztes folgt ein Beispiel, wie sich anhand der in den vorherigen Abschnitten beschriebenen Modelle ein neuartiger, durchdachter Report zur finanziellen Situation aufbauen lässt.

Bei sämtlichen Erklärungen ist es nützlich, sich den Privatkunden vor Augen zu halten. Die meisten Konzepte können sinngemäss auf institutionelle Kunden übertragen werden.

# 1. Verhaltensökonomik

Was ist überhaupt Behavioural Finance? Es handelt sich hierbei um ein Teilgebiet der Behavioural Economics, zu Deutsch: Verhaltensökonomik. Diese Disziplin bedient sich Methoden aus der Psychologie, um das Verhalten wirtschaftlicher Akteure besser zu verstehen.

Das konventionelle ökonomische Modell des Menschen ist das des Homo Oeconomicus, der danach strebt, seine Nutzenfunktion zu maximieren. In der Anwendung dieser Theorie wird Nutzen oft mit Geldeinheiten übersetzt – eine Vereinfachung, die schon den ursprünglichen Überlegungen im Grunde genommen nicht gerecht wird.

Der unreflektierte Umgang mit diesem Modell hat in der Vergangenheit oft dazu geführt, dass das Bewusstsein, dass es sich um ein Modell handelt, verloren gegangen ist. Von den an sich stimmigen Überlegungen, dass der Mensch – und eben auch der Bankkunde – klug handelt und in dem was er tut auf sein eigenes Wohl bedacht ist, ist oft nur wenig übriggeblieben: nämlich dass die Bank dafür sorgen muss, dass die Summe auf dem Anlagekonto des Kunden grösstmöglich wächst.

Dieses Ziel unterscheidet sich nicht nur vom ursprünglichen Ziel des Kunden, es bietet der Bank überdies wenig Möglichkeit, sich zu profilieren, da ihre Einflussmöglichkeiten auf das Ergebnis beschränkt sind. Zudem steht hier die Bank in Konkurrenz mit allen anderen Finanzanbietern – weltweit.

Die Erweiterung der simplen Nutzenfunktion über eine Summe von Geldeinheiten hinaus ist zwar mit Aufwand verbunden, doch sie bietet für Finanzdienstleister Differenzierungsmöglichkeiten.

Nach den Modellen der Behavioural Finance unterscheiden sich die Ziele des Menschen (in unserem Fall des Bankkunden) in verschiedenen Situationen und unter verschiedenen Rahmenbedingungen. So wird zum Beispiel Geld abhängig von der Quelle und dem Verwendungszweck anders bewertet. Auch wächst sein Nutzen normalerweise nicht linear mit dem Betrag, sondern folgt einer gekrümmten Kurve. Die Bewertung des Ergebnisses einer

Finanzanlage ist also subjektiv – sie hängt von etlichen kundenspezifischen Faktoren ab. Diese gilt es, in einem modernen Beratungsprozess zu erfassen und im Reporting abzubilden. Durch eine ganzheitliche Wahrnehmung des Kunden lässt sich der Anlageberatungsprozess eines Finanzdienstleisters erheblich verbessern. Richtig umgesetzt, kann dies zu einem entscheidenden Differenzierungsmerkmal gegenüber Mitbewerbern führen.

## 1.1 Behavioural Finance im Investment Report

Ansatzpunkte für eine Umgestaltung des Anlageberatungsprozesses mag es einige geben, doch dieses Dokument beginnt mit dem greifbarsten: dem Investment Report. Im Folgenden soll also aufgezeigt werden, an welchen Stellen des Investment Reports man durch die Berücksichtigung von Behavioural Finance den Kunden besser erfassen und adressieren kann.

Wann immer der Akteur vom Verhalten des Homo Oeconomicus abweicht, spricht man von einem „Bias“. Das heisst notabene nicht, dass dieses Handeln irrational sein muss. Es ist einfach eine Abweichung vom Homo Oeconomicus – die man kennen und verstehen muss, wenn man auf den Bankkunden als realen Menschen eingehen möchte.

Im Folgenden wird kurz vorgestellt, welche Konzepte der Behavioural Finance überhaupt für das Reporting relevant sein könnten. Anschliessend wird versucht, aufzuzeigen, durch welche neuen Report-Elemente oder durch welche Anpassung dieser Elemente die Sichtweise eines Kunden als realen Menschen besser berücksichtigt werden kann.

Die Behavioural Finance-Konzepte, die sich im Reporting darstellen lassen, sind im Wesentlichen die folgenden:

**Anchoring Effect:** Menschen machen oft Bewertungen und Schätzungen von einem zufälligen Referenzwert abhängig. Im Finanzbereich sind das oft die Einstiegspreise.

**Verlustaversion:** Anleger neigen dazu, Gewinne zu realisieren, aber Titel, die einen Buchverlust er-

litten haben, im Portfolio zu behalten. Dieser Effekt kann auch durch die Prospect Theory (siehe nächsten Punkt) erklärt werden.

**Prospect Theory:** Sie stellt eine Alternative zur Erwartungsnutzentheorie dar und sagt unter anderem aus, dass Menschen eine unterschiedliche Wahrnehmung von Gewinnen und Verlusten haben. Dafür spielt der Ausgangspunkt (der Punkt, von dem aus Gewinn oder Verlust bewertet wird) eine entscheidende Rolle.

**Status Quo Bias:** Das ist das Phänomen, dass Menschen dazu tendieren, Dinge nicht zu verändern.

**Mental Accounting:** Menschen behandeln unterschiedliche Geldsummen unterschiedlich, je nachdem, wie sie sie mental katalogisieren. Die Kategorien können mit dem Verwendungszweck zu tun haben, aber auch mit der Quelle des Geldes.

**Endowment Effect:** Dieser Effekt tritt auf, wenn jemand einer Sache, die er besitzt, einen grösseren Wert beimisst als wenn er sie nicht besässe. Das führt dazu, dass ein Anleger beispielsweise ein Haus, das er geerbt hat, nicht zum Marktpreis verkaufen möchte, obgleich er es sich, hätte er es nicht geerbt, nie gekauft hätte.

**Geldillusion:** Vielen Anlegern sind Inflation und Deflation nicht bewusst. Wenn ein konservativer Anleger erwartet, dass die Summe auf dem vermögenserhaltenden Konto exakt gleich bleibt, ist dies doch etwas bescheiden.

**Noise Trading:** Noise Trader berücksichtigen nicht, dass gemäss Efficient Market Hypothesis vergangene Kursbewegungen bereits im Kurs enthalten sind. Sie nehmen diese als Ausgangspunkt für ihre Investitionsentscheide.

**Gegenwartspräferenz:** Menschen messen der Gegenwart einen höheren Nutzen zu als Dingen, die sie erst in der Zukunft bekommen.

**Home Bias:** Anleger haben oft eine unverhältnismässig hohe Exposition in ihrem Heimatmarkt und sind dadurch unterdiversifiziert.

**Attention Bias:** Viele Anleger reagieren auf Pressemitteilungen und kaufen oder verkaufen Titel je

nachdem, ob sie davon kürzlich in den Medien gehört haben.

Es gibt noch mehr Phänomene, die in diesem Zusammenhang untersucht wurden, die jedoch für das Reporting nicht relevant sind. Deswegen beschränkt sich dieses Dokument, auf die oben bezeichneten.

## 1.2 “Accept” versus “Alter”

Die oben eingeführten Konzepte können in zwei Gruppen unterteilt werden: Es gibt diejenigen Behavioural Biases, die man nicht ändern kann oder als Bank nicht ändern sollte („accept“) und diejenigen Behavioural Biases, die zu einer finanziell suboptimalen Anlagesituation führen und deshalb beeinflusst werden sollten („alter“). Die ersteren sind von besonderem Interesse für den Report über die finanzielle (Ist-)Situation, die letzteren sollten im Report über das (vergangene) Anlageverhalten aufgezeigt werden.

**Accept (annehmen):** Wenn es darum geht, Behavioural Finance-Phänomene zu akzeptieren und in den Anlageprozess und seine Darstellung bewusst einfließen zu lassen, dann sind dies vor allem:

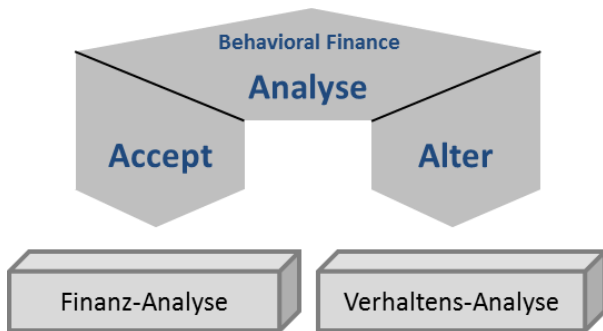
- Prospect Theory
- Mental Accounting
- Geldillusion
- Gegenwartspräferenz
- Anchoring Effect

Diese Verhaltensweisen lassen sich nur schwer verändern. Zudem ist ihre Veränderung auch nicht wünschenswert, wenn man den Anleger als Mensch mit realen Zielen begreift, die sich nicht vollumfänglich in Finanzzahlen übersetzen lassen.

**Alter (ändern):** Auf der anderen Seite gibt es aber diejenigen Verhaltensweisen, die man sehr wohl abschwächen kann, soweit es das Ziel des Kunden ist, sich „rational“ zu verhalten und bewusst zu handeln. Hierbei handelt es sich um:

- Verlustaversion
- Status Quo Bias
- Endowment Effect
- Noise Trading
- Home Bias
- Attention Bias

Bei denjenigen Biases, die zu akzeptieren sind, geht es nun vor allem darum, beim Reporting der Finanzanlage die bestehenden Aussagen zu verbessern. Die Alter-Biases hingegen können beim Reporting des Anlageverhaltens aufgezeigt werden mit der Absicht, künftiges Anlageverhalten zu verbessern.



### 1.3 Aussagen

Aufgeteilt nach den beiden Gegenständen des Investmentreports lässt sich erklären, wie Behavioral Finance-Konzepte die Aussagen verbessern

(insbesondere bei der Finanzanlage) bzw. verändern (insbesondere beim Anlageverhalten). Hier wird entsprechend dem früher publizierten Paper *Systematisches Gestalten von Investment Reports* davon ausgegangen, dass der Report implizit folgende Kernaussagen kommuniziert:

	B-Aussagen	A-Aussagen
Detailierungsgrad ↓	<b>Beruhigen</b> Es ist alles in Ordnung. Fühlen Sie sich sicher!	<b>Alarmieren</b> Etwas könnte falsch sein. Sie sollten wissen, dass...
	<b>Begründen</b> Es ist alles in Ordnung weil... Wir wissen was wir tun.	<b>Analysieren</b> Eine Erklärung könnte ... sein. Denken Sie darüber nach!
	<b>Belegen</b> Das alles können wir belegen. Sie können uns vertrauen.	<b>Animieren</b> Abhilfe könnte... schaffen. Sie sollten so... handeln.

## Teil 1: Finanz-Analyse

Im Folgenden konzentrieren wir uns auf die Analyse der finanziellen Situation. Die Analyse des Anlageverhaltens wird Gegenstand eines zweiten Papers sein.

### Framing

Ein Konzept, das sich durch alle Bestandteile des Reports zieht, ist das sogenannte **Framing**. Dass der Kunde je nach Auswahl und Präsentation der Informationen diese anders verarbeitet, bedeutet, dass die Bank hier eine sehr hohe Verantwortung trägt. Sie kann das Sicherheitsgefühl des Kunden verstärken (beruhigen), indem sie unwichtige Zahlen zusammenfasst und negative Zahlen in den Kontext setzt. Auf der anderen Seite kann sie das Bewusstsein für eine Handlungsnotwendigkeit unterstreichen (alarmieren), indem sie wichtige Informationen klar kennzeichnet und alarmierende Zahlen hervorhebt. Der Report muss so aufgebaut sein, dass er je nach Sachlage sowohl das eine als auch das andere optimal kommuniziert.

### Mental Accounting

Wenn der Gegenstand des Reports die Finanzanalyse ist, steht im Vordergrund des Anlagereports, dem Kunden eine gute Übersicht über seine Finanzen zu geben. Er muss abgleichen können: Passt die Aufstellung meiner Mittel heute zu meinen Zielen in der Zukunft? Dazu ist es als Vermögensverwalter entscheidend, zu verstehen, was denn die Ziele des Kunden sind.

Dazu bietet sich das **Mental Accounting** an. Durch Einteilung der Anlage in die Mental Accounts des Kunden kann die Bank in ihrem Reporting die Sicht des Kunden einnehmen und ihn dort abholen, wo er ist. Wenn der Kunde diese Mental Accounts mit seinen inneren Accounts und Zielen vergleicht, sieht er, ob genügend Geld zur Erfüllung seiner Ziele vorhanden ist: es ist alles in Ordnung (**Beruhigung**).

Dies kann mit oder ohne Veränderung des Anlageprozesses einhergehen. Was heisst das?

Üblicherweise wird im ersten Gespräch darüber geredet, woher der Kunde sein Geld hat (Sourcing)

und welche Ziele er damit verfolgt. Dies ist eine erste Annäherung an seine Mental Accounts. Auch wenn dies nicht explizit geschieht, so kann davon ausgegangen werden, dass er beim Sichten seines Anlagereports den Vergleich herstellt mit dem Bild, das er im Kopf hat: Verfolgt die Bank die Ziele, die ich mit ihr abgemacht habe? Verfolge ich immer noch meine eigenen Ziele? Dann kann es natürlich passieren, dass der Kunde sich nicht mehr erinnert, was die abgemachten Ziele waren und sein inneres Bild angepasst hat, ohne seinen Berater dies wissen zu lassen.

Besser wäre es deswegen, die „Mental Accounts“ des Kunden im ersten Gespräch explizit festzulegen und in einer Vereinbarung schriftlich festzuhalten. Ausgehend davon kann man anschliessend separate Konten anlegen, die den Mental Accounts entsprechen und die im Report ausgewiesen werden. Idealerweise ist die Anlagestrategie analog zu dieser Einteilung. Wenn das ausführlich gemacht wird, kann im Report eine mit der Vereinbarung deckungsgleiche Darstellung des Vermögens gewählt werden. Der Kunde muss dann nur noch vergleichen: Macht die Bank das, was ich mit ihr abgemacht habe?

Man kann aber natürlich auch, ohne den Kunden explizit abzuholen, dessen Portfolio in verschiedene Risiko- und Liquiditätsklassen aufteilen, die nahe bei seinen möglichen Zielen liegen sollen, indem man zum Beispiel Dienstleistungs-Pakete für Musterkunden vorbereitet.

### Gegenwartspräferenz

Dies ist ein weiterer Aspekt, der auch im weiteren Sinn im Reporting behandelt werden kann. Menschen entscheiden sich, wenn sie die Wahl haben, heute zu konsumieren oder für morgen zu sparen, tendenziell für heute, während sie bei der Entscheidung zwischen Konsum morgen oder übermorgen weitaus überlegter vorgehen. Dieses Verhalten kann als Anknüpfungspunkt für eine langfristige Finanzoptimierung dienen. Die Bank kann hier durch ein gutes Financial Planning helfen – das auch in die Mental Accounts einfließen sollte.

## Endowment Effect

Dieser Effekt, so man ihn akzeptieren will („accept“), ist vor allem bei den Mental Accounts und der Vermögensstruktur zu berücksichtigen. Wir erinnern uns: der Kunde hat beispielsweise ein Haus geerbt, das er selbst nie gekauft hätte. Nun ist es aber seines und dementsprechend vermutlich nicht im „Spekulationstopf“. Die Wünsche des Kunden müssen umgesetzt werden – allerdings kann man, statt ihn zu akzeptieren, den Effekt auch aufzeigen, wie später ausgeführt wird.

## Geldillusion

Dieser kann man entgegen wirken, in dem man die Währung abdruckt, in der der Kunde denkt. Obwohl inflationsbereinigte Zahlen aus Finanzexperten-Sicht angemessener erscheinen können, entsprechen sie nicht dem, was der Kunde sehen möchte. Sie können allerdings dazu dienen, eine langfristige Performance in die richtige Relation zu stellen (Aussage: **Begründung**).

## Anchoring

Dieses zu akzeptieren, bedeutet unter anderem, dass man dem Kunden seine Einstandspreise, also die Werte „since inception“, zeigen muss, wenn er das als Ankerpunkt wünscht, obwohl es aus Sicht der Finanzanlage oder der Bank keinen Sinn macht (im Gegenteil: wenn die Bank die Einstandspreise zeigt, suggeriert sie dem Kunden, er müsste seine Anlageentscheide aufgrund dieser treffen). Wir müssen hier also unterscheiden: ist der Gegenstand des Reports das Anlageverhalten und ist unser Ziel, den Kunden zur Verhaltensänderung zu bewegen (Aussage: **Animation**), so dürfen wir dem Kunden nur die Werte zeigen, die aus finanztechnischer Sicht Sinn machen: also keine Einstandspreise. Ist unser Ziel dagegen die Analyse des Anlageverhaltens, so ist „since inception“ bis zum Reportzeitpunkt natürlich der relevante Zeitraum (oder der maximal relevante Zeitraum).

Fassen wir noch einmal zusammen, in welchem Kontext Einstandspreise Sinn machen und in welchem nicht: Bei der **Beruhigung** sind Einstandspreise eher irreführend. Sie weisen höchstens zufällig auf gute Performance des Portfoliomanagers

hin (die Entwicklung seit dem Einstand ist ja nicht immer positiv, und wenn sie positiv ist, heisst das nicht, dass das ein Indikator dafür ist, dass sie es auch über den Anlagehorizont ist oder wäre). Aus demselben Grund sind sie ungeeignet zur **Begründung**. Sie können aber als **Beleg** dienen: der Kunde kann anhand dessen überprüfen, ob, was die Bank ihm vorweist, auch das ist, was er damals gekauft oder eingelegt hat. Als **Alarm** sollten Einstandspreise hingegen nicht dienen. Wenn sich das Portfolio beispielsweise im letzten Jahr ungünstig entwickelt hat, diese kurzfristige Schwankung aber einkalkuliert war und sich im Lauf des Investmenthorizonts erholen sollte, sollte man sich überlegen, ob man dem Kunden wirklich suggerieren möchte, dass etwas falsch läuft. Zur **Analyse** machen sie höchstens dann Sinn, wenn es um die **Verhaltens-Analyse** geht („wie sieht meine Performance seit Beginn meiner Handelstätigkeit aus?“). Keinen Sinn machen sie bei der Finanzanlage, denn dort ist der relevante Zeitrahmen der Anlagehorizont. Dieser deckt sich mit der Zeit zwischen Reportdatum und Einstandszeitpunkt höchstens zufällig. Zur **Animation** sollte er niemals dienen. Genau das wird jedoch implizit in vielen Reports gemacht.

## 2. Beispiel

Im Folgenden wird beispielhaft ein Report beschrieben, der die Erkenntnisse der Behavioural Finance berücksichtigt und nach dem oben erklärten Muster aufgebaut ist.

Im Beispiel wird von einem Kunden ausgegangen, der sowohl selbst in gewissem Umfang handelt als auch für seine allgemeine strategische Ausrichtung die Beratung der Bank in Anspruch nimmt. Gegenstände sind also sowohl die Finanzanlage (Teil 1) als auch das Anlageverhalten (Teil 2). Das muss natürlich in einem echten Report nicht so explizit in zwei Teile geteilt werden. Die Zweiteilung dient lediglich der besseren Illustration der verschiedenen Zielsetzungen.

Die Annahme ist, dass die Bank dem Kunden folgende Aussagen (implizit) vermitteln möchte:

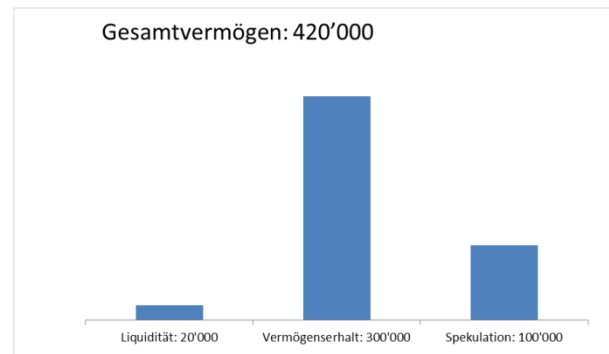
- „Es ist alles in Ordnung.“
- „Ihr Vermögen ist so hoch, wie Sie gemäss dem letzten Report erwarten können.“
- „Die Anlagen passen zu den Zielen, die beim letzten Beratungsgespräch vereinbart wurden.“
- „Ihr Anlageverhalten zeigt gewisse Auffälligkeiten, für die wir eine Erklärung anbieten können, so dass Sie in Zukunft daran arbeiten können.“

### Teil 1: Finanz-Analyse

Die folgenden Beispiele beziehen sich auf die Analyse der finanziellen Situation. Beispiele zur Analyse des Anlageverhaltens werden in einem zweiten Paper aufgeführt.

#### Asset Allocation

Die erste Seite des Anlagereports beginnt mit einer Übersicht über die gesamten Assets des Kunden, aufgeteilt in drei Töpfe: Liquidität, Vermögenserhalt und Spekulation. Dies geschieht ausgehend von der Annahme, dass in einem vorherigen Beratungsgespräch festgestellt wurde, dass diese drei Töpfe den Mental Accounts bzw. den finanziellen Zielen des Kunden entsprechen.



**Aussage: Beruhigung.** Die Idee hierbei ist, dass der Kunde in erster Linie einen Überblick über seine Finanzen haben möchte. Dies soll ihm mit einem Blick gewährt werden. Der Fokus liegt hier neu auf den Mental Accounts. Der Kunde soll sich in der Verteilung der Mittel wiederfinden und das vorhandene Kapital mit seinen persönlichen Zielen abgleichen können. Das Gefühl, das sich beim Kunden einstellen soll ist: „Mein Geld ist gut angelegt, es ist alles in Ordnung. Die Strategie wurde so umgesetzt, wie ich wollte; die Bank hat mich verstanden. Meine Finanzen entsprechen meinen Zielen“.

**Darstellung:** Bei der Aufteilung in die **Mental Accounts** eignen sich keine Donut- oder Pie-Charts, denn die prozentuelle Aufteilung in die Kategorien ist nicht von Relevanz. Es geht um den Absolutbetrag. Dieser muss dazu geeignet sein, die spezifischen Ziele in den einzelnen Töpfen zu erreichen.

Idealerweise reicht diese erste Seite. Sie macht die Aussage „Es ist alles in Ordnung“.

Der Kunde fragt: „Ist mein Geld entsprechend meinen Zielen (Anteil A liquid, Anteil B konservativ, Anteil C spekulativ) angelegt?“ Die Antwort lautet: „Wir haben Ihnen richtig zugehört und Ihr Vermögen entlang der mit Ihnen besprochenen Ziele aufgeteilt. Es ist alles in Ordnung“ (Beruhigung).

#### Vermögensstruktur

Erst danach kommt die Aufteilung in die verschiedenen Anlageklassen – pro **Mental Account**.

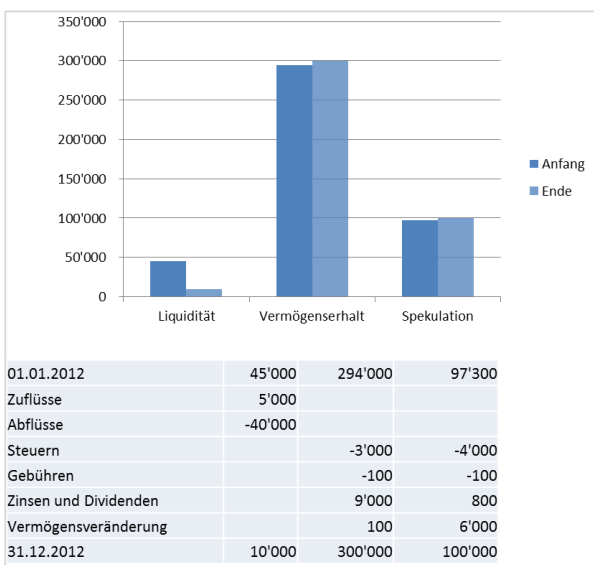




**Aussage:** Ziel ist es, dem Kunden zu zeigen, inwieweit sich die Strategien der Accounts unterscheiden. Dies ist im Vergleich mit dem Vorhergehenden sekundär. Es soll hauptsächlich eine Hilfe für den Kundenberater sein, dem Kunden diese Unterschiede zu erklären. Auch dient es dem Abgleich mit den ursprünglichen Zielen des Kunden. Der Kunde fragt sich: „Entsprechen die einzelnen Töpfe meinen Zielen? Hatte ich z.B. beim Spekulations-Ziel einen Aktienanteil von 80% im Hinterkopf? Oder hat die Bank mich falsch verstanden, und ich will auch den Teil meines Geldes, den ich am riskantesten anlege, weniger riskant als abgebildet anlegen?“ Die Antwort dient der „**Beruhigung**“ und „**Begründung**“ und lautet: „Die einzelnen Töpfe entsprechen den vereinbarten Anlagestrategien. Es ist alles in Ordnung.“

**Ertragsrechnung**

Anschliessend kommt die Ertragsrechnung, die wiederum in die drei Mental Accounts unterteilt ist.



**Aussage:** Die Ertragsrechnung soll dem Kunden die Frage „Was ist passiert?“ beantworten. Sie dient also dem **Beleg** (summarisch) und der Begründung der vorangehenden Asset Allocation.

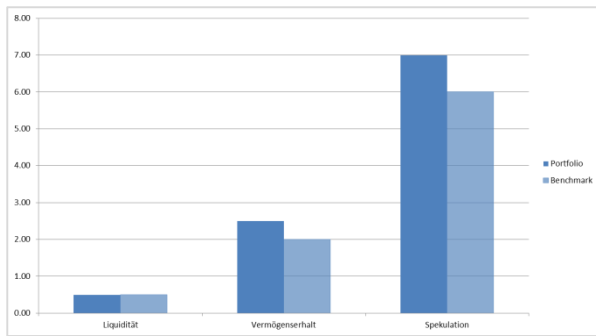
Der Kunde fragt: „Wie kommen die obengenannten Ergebnisse zustande? Hat die Bank meine Aufträge richtig ausgeführt? Kann ich ihr vertrauen?“

Die Antwort lautet: Die obengenannten Ergebnisse kamen durch folgende Zu- und Abflüsse zustande. Wir haben Ihre Aufträge korrekt ausgeführt und Ihre Gewinne (Dividenden und Kapitalerträge) korrekt zu Ihrem Vermögen addiert. Sie können uns vertrauen.

**Darstellung:** Dargestellt wird die Veränderung der **Mental Accounts** während der Reporting-Periode.

Hierbei sollte der Anfangs- und der Endbestand (grafisch) dargestellt werden. In der Cash-Flow Rechnung wird die Veränderung erklärt, indem sie in die Bestandteile heruntergebrochen wird. Das wichtigste innerhalb dieser Analyse ist die Periode: sie bezieht sich nur auf den Reporting-Zeitraum. Vorherige Wertveränderungen sind nicht mehr zu zeigen. Buchverluste aus Vorperioden sind Sunk Costs und haben im aktuellen Report nichts verloren. Der zweite wichtige Punkt bei dieser Aufstellung ist einmal mehr die Unterteilung in die **Mental Accounts**. Die Performance, bzw. hier zusammengefasst in Gewinn/Verlust ist sowohl aggregiert auf Account-Level als auch separiert zwischen den Accounts. Diese Aufstellung macht sich die **Prospect Theory** zunutze bzw. setzt auf dieser auf. Denn nachdem der Kunde in den verschiedenen „Töpfen“ verschiedene Performance erwartet, ist seine Toleranz für schlechte bzw. seine Freude über gute Performance in den verschiedenen Accounts unterschiedlich. Damit ist dieser Level und die Unterteilung der Performance pro Mental Account die relevante Grösse, was Performance anbelangt. Auf einzelne Finanzinstrumente herunterzubrechen macht an dieser Stelle keinen Sinn, da es hier nicht um das Anlegen an sich geht (das wird im zweiten Teil genauer analysiert). Der Vergleich zwischen Anfangs- und Endbestand soll den Kunden ausserdem auf den **Status Quo Bias** sowie den **Endowment-Effekt** aufmerksam machen, sofern diese vorhanden sind.

## Performance versus Benchmark



Diese Analyse dient drei Aussagen:

1. Die unterschiedliche Performance innerhalb der Töpfe zu zeigen. Dem Kunden soll bewusst werden, was die Aufteilung bedeutet (**Begründung**).
2. Dem Strukturvergleich zwischen Modell-Portfolio und Kundenportfolio. So kann dem Kunden einerseits erklärt werden, warum die Performance nicht gleich ist, zweitens kann ihm gezeigt werden, inwieweit die Strategie der Bank mit dem der Benchmark übereinstimmt (**Beruhigung**).
3. Ausserdem soll dem Kunden natürlich gezeigt werden, wie seine Performance war, und zwar im Vergleich zum Benchmark, damit er den Kontext versteht (**Anchoring, Framing**).

Sie dient somit als **Beleg** für die oben gezeigte Vermögensveränderung. Gewinn und Verlust zu zeigen, macht nur im Kontext der Mental Accounts Sinn. Da die Performance hauptsächlich langfristig interessant ist und eine Einmischung des Kunden nicht erwünscht ist, wird auf einen detaillierten Performance-Bericht an dieser Stelle verzichtet. (Sollte Interesse vorhanden sein, wird auf den Anlageverhaltens-Report verwiesen.) Die Performance wird quasi als Unterpunkt der Cash-Flows gezeigt. Die Asset Allocation in Kombination mit der Performance geht ausserdem noch auf den zusätzlichen Aspekt der **Prospect Theory** ein: durch den Vergleich mit der Benchmark pro Topf werden die Erwartungen des Kunden entsprechend gesetzt und gesteuert. Der Kunde fragt: „Legt die Bank das ihr anvertraute Geld richtig an?“ Die Antwort lautet: „Unsere Performance ist ähnlich oder über der vereinbarten Benchmark. Wir machen einen guten Job.“

**Darstellung:** Es ist nötig, die einzelnen Töpfe zu zeigen. Ausserdem müssen die Zusammensetzungen sowohl des Portfolios als auch der Benchmark ersichtlich sein.

## Positionenliste

Instrument (Titel)	Kaufdatum	Anzahl	Kurs in Instrumentwährung	Wert in Instrumentwährung	Währung	Währungskurs	Wert in CHF
Aktie X	01.02.2012	100	1.00	100	CHF	1	100
Aktie Y	02.02.2012	500	0.18	90	CHF	1	90
Obligation X	04.02.2011	40	2.53	101	EUR	1.3	131.3
Obligation X	03.02.2012	2	49.00	98	CHF	1	98
Aktie Z	05.02.2012	71	1.41	100	EUR	1.3	130

**Aussage:** Beleg. Der Grund warum diese Liste im Report enthalten ist, ist die Transparenz. Sollte der Kunde interessiert sein, Positionen zu überprüfen oder die vorhergehenden Aufstellungen nachzurechnen, findet er hier die notwendigen Daten.

**Darstellung:** Die Auswahl der Daten ist wiederum kein Zufall. Von den Spalten, die typischerweise in einer Positionenliste vorkommen, wurden bewusst nur einige verwendet. Die Spalte mit dem Titel des Instruments ist notwendig. Der Kunde muss schliesslich in der Lage sein, sich selber über das Instrument zu informieren. Als nächstes erscheint das Kaufdatum. Dies könnte alternativ auch nur in einer Trading-Sicht zu sehen sein. Die Anzahl ist wichtig, ebenso der Kurs zum Reporting-Zeitpunkt, da sich mit diesen beiden Daten der Marktwert zum Report-Stichtag errechnet. Bei Titeln in Fremdwährung sind zudem die Währung und der Kurs zum Reporting-Stichtag notwendig. Bewusst weggelassen sind unter anderem Einstandskurs und Einstandswert. Diese werden vom Kunden oft als Benchmark benützt, sind aber objektiv gesehen vollkommen zufällig. Sie verleiten den Adressat des Reporting nur zum **Anchoring-Effekt**. Sollte der Kunde daran interessiert sein, seine Performance ab „Inception“ zu berechnen, findet er die hierfür notwendigen Daten in seinen früheren Reports. Dies kann ihm allerdings kein Vermögensverwalter empfehlen, und deswegen sollte er nicht auf diese Idee gebracht werden. Wäre das dezidierte Ziel, dem Kunden die langfristige Entwicklung vor Augen zu führen, ist wiederum die relevante Grösse der Investment-Horizont und nicht die Zeit „since inception“ – die bleibt immer noch zufällig.

### 3. Fazit

Der Einbezug von Behavioural Finance führt nicht zwangsläufig zu besserer Performance. Was damit erreicht werden kann, ist folgendes:

1. Den Wünschen des Kunden besser zu entsprechen.
2. Die Ergebnisse besser zu kommunizieren.
3. Dem Kunden zu ermöglichen, bewusst zu investieren und den Preis für seinen Ertrag zu kennen (nämlich das Risiko).

„Rationales“ Verhalten garantiert dem Anleger keine höheren Erträge – aber es stellt sicher, dass er sich innerhalb seines Risikorahmens bewegt. Diesen Rahmen richtig aufzunehmen, ist die erste Aufgabe der Bank. Dies muss im Anlageprozess geschehen. Den Rahmen dann richtig abzubilden, ist Teil des Reportings über die finanzielle Situation. Dafür sind die Konzepte der Behavioural Finance nützlich. Ein konsequenter Einsatz bietet dem Finanzdienstleister die Möglichkeit, sich von anderen zu differenzieren.

Ebenso nützlich ist der Einbezug von Behavioural Finance in die Analyse des Anlage-Verhaltens. Wie dies umgesetzt werden kann, ist Gegenstand eines zweiten Papers.