

MEINUNG

Digitale Broker und das Hin und Her am Aktienmarkt

Online Broker wollen das Trading und die Verwahrung von Wertschriften automatisieren, skalieren und so günstige Handelsangebote bieten. Das klingt verlockend, birgt allerdings Tücken für den Anleger.

Erwin W. Heri und Robert Leitner*

28.09.2021, 03.03 Uhr

Fintech ist in aller Munde – in allen möglichen und unmöglichen Formen. Neobanken, digitale Broker, Krypto-Börsen, NFTs (non-fungible-tokens) und Co. schiessen wie Pilze aus dem Boden. Sie haben jeweils ein primäres Ziel: einen bestimmten Bereich traditioneller Finanzdienstleistungen für den Kunden transparenter, effizienter und kostengünstiger zu machen. Brave new world.

Einer dieser Bereiche ist der Online-Handel mit Wertschriften. Online Broker wollen das Trading und die Verwahrung von Wertschriften automatisieren und skalieren. Klingt verlockend, bietet es doch dem «kleinen Geldbeutel» endlich auch einen Zugang zur grossen weiten Welt des wunderbaren Wertschriftenhandels. Im Zweifelsfall ja sogar «umsonst» (die Anführungszeichen sind kein Tippfehler!).

Was verlockend klingt, birgt allerdings Tücken für den Anleger. Dabei brauchen wir noch nicht einmal auf die abstrusen Machenschaften einiger Gratisbroker einzugehen, welche die

Transaktionsdaten ihrer Tradingkunden (natürlich vor deren Exekution) an Hochfrequenzhändler verkaufen, damit diese dann ihre Schnäppchen einfahren können. Selber schuld, wer auf solches Zeug reinfällt – «if u feed peanuts u get monkeys».

Digitale und vollautomatisierte Finanzdienstleistungen

Etwas grundsätzlicher: Digitale Finanzdienstleister, neudeutsch Neobanken, zielen darauf ab, digital und vollautomatisiert Finanzdienstleistungen anzubieten. Der grosse Vorteil liegt darin, dass dies viel rascher und kostengünstiger geschehen kann, als wenn menschliches Zutun und teure Infrastruktur erforderlich sind. Für den Endkunden würde dies grundsätzlich bedeuten, dass mittelfristig die Kosten und Gebühren zurückgehen. Eben: Brave New World.

Nun sollten wir aber nicht vergessen, dass auch die Entwicklung, Instandhaltung und Pflege der Infrastruktur eines digitalen Finanzdienstleisters nicht zum Nulltarif daherkommt. Für mittelgrosse und kleinere Banken würde sich dieser Aufwand nicht lohnen – ausser, Teile der neuen Dienstleistungen sind richtig skalierbar. Sonst müssen die Kosten anderweitig eingeholt werden. Wenn wir uns die Entwicklung der letzten Jahre in der Schweiz ansehen, wandeln wir im Moment auf beiden Pfaden.

Business-Modell: Versteckte Kosten

Ein Beispiel: Der Online Broker Degiro warb im März in der Schweiz damit, dass Aktien an der New York Stock Exchange im Volumen von 2'000 \$ für nur 0,50 \$ oder in Prozent ausgedrückt 0,025% gekauft werden können. Die schöne neue

Welt des Online-Aktienhandels. Der Haken: Anleger können keine Dollar auf das Depot einzahlen.

Mindestens ein Währungswechsel zu 0,5% des Volumens oder 10 \$ und eine Devisenhandelsgebühr von 10 Fr. werden fällig. Zusammen fallen dann rund 1% Gebühren an. Dafür braucht man aber kein Fintech und keinen Online Broker. Wir wollen uns hier aber nicht auf Detail-Gebühren kaprizieren. Fairerweise muss gesagt werden, dass in der Finanzindustrie – nicht nur bei den Banken – generell bei den Kosten ziemlich viel Intransparenz herrscht und die Kunden bei wenig offensichtlichen Gebühren, je versteckter desto satter, zur Kasse gebeten werden.

Business-Modell: Zum Handeln verleiten

Was uns mehr interessiert, ist der Aspekt der Skalierbarkeit. Profitabel aus Sicht des Online Broker sind die Aufwendungen im Digitalbereich nämlich nur dann, wenn die Endkunden signifikant mehr handeln. Und wie stellt man das an?

Die Behavioral Finance gibt Antworten auf solche Fragen. Sie basieren auf Elementen der menschlichen Psyche. Beispielsweise zeigen experimentelle Studien, dass Menschen öfters Entscheidungen überdenken, wenn sie ständig mit den entsprechenden Problemstellungen konfrontiert werden. Dieses psychologische Verhalten nennt sich «Attention Bias».

Und wie sorgt man dafür, dass dieser Bias beim Wertschriftenhandel zum Tragen kommt (ohne dass er bewusst wahrgenommen wird)?

Das ist nicht schwierig: Permanenter Online-Zugang, schneller Konto- und Depot-Check auf der App, Push-Nachrichten zu Börsen-News, fünfmal am Tag Radio- und Fernseh-Liveschaltungen an die Börse, ein- oder zweimal pro Tag an die Wallstreet – und schon rollt der Rubel. Auch wenn die Transaktionskosten inzwischen dank Technologie bzw. Fintech deutlich tiefer geworden sind, fressen sie sich so mit kleineren aber viel häufigeren Bissen durch das Portfolio der Anleger.

Was heisst das für den Investor? Neben der permanenten Informationsüberflutung verleiten die vermeintlich tiefen Kosten den Anleger zu häufigem Handeln. Ist das erfolgreich? Evidenzbasierte Analysen lassen Zweifel aufkommen. Aus Sicht der Behavioral Finance fördert es eine Reihe negativ behafteter Effekte, z.B. die sogenannte Verhaltenslücke.

Verhaltenslücke und der Casino-Vergleich

Nachgewiesenermassen sind Privatanleger unterdurchschnittlich gut darin, erfolgreiche Entscheidungen am Finanzmarkt zu treffen. Je häufiger sie ihre Entscheidungen ändern, desto schlechter ist die erwartete Rendite. Die empirische Finanzmarktforschung hat in zahlreichen Studien nachgewiesen, dass eine deutlich negative Korrelation zwischen der Tradingaktivität und der Performance eines Wertschriftenportfolios vorliegt. Selbst bei Vernachlässigung aller Kosten bleibt unter dem Strich ein Renditeverlust von geschätzt mehreren Prozenten pro Jahr.

Grund dafür ist ein weiterer Effekt aus der Behavioral Finance: asymmetrisches Verhalten bei Gewinnen und Verlusten. Das Phänomen ist ähnlich wie beim Verhalten im Casino. Nach anfänglichen Gewinnen werden die Einsätze erhöht. Die

Risikoneigung steigt. Damit steigt aber auch das Verlustrisiko. Und wenn Verluste eintreten, dann verlässt der Anleger häufig – vergleichbar dem ungeübten Casino-Gambler - den Tisch und realisiert die Verluste.

Auch hier wissen wir aus experimentellen Studien der verhaltenswissenschaftlichen Finanzmarktforschung, dass erlittene Verluste rund doppelt so starke negative Emotionen auslösen wie realisierte Gewinne positive Gefühle. Das führt zum geschilderten asymmetrischen Verhaltensmuster, das nachgewiesenermassen die Performance beeinträchtigt.

Aber es sind noch weitere Elemente der Casino-Psychologie, die durch die permanente Berieselung durch Börsenlärm angetrieben werden. Die aus der Behavioral Finance ebenfalls bekannte psychologische Falle der Selbstüberschätzung. Das ist an den Wertschriftenmärkten noch ausgeprägter als im Casino, da man hier ja im Zweifelsfall «die Kugel immer weiter Rollen lassen kann», ohne sich Misserfolge eingestehen zu müssen. Im schlimmsten Fall endet es aber in Sucht und gegebenenfalls im Totalverlust des eingesetzten Kapitals.

Fazit

Zwei Aspekte sollten bei der Überlegung zum Wechsel zu einem Online Broker beachtet werden: Rientiert sich der Wechsel wirklich nach Berücksichtigung aller Kosten? Hierfür müssen die Bedürfnisse im individuellen Fall geprüft werden. Zweitens: Wie verändert der Wechsel zu einem kurzfristig orientierten Online Broker mein Verhalten als Investor? Der Fokus sollte tendenziell beim zweiten Aspekt liegen. Denn aus psychologischer Sicht ist es von Vorteil, Einstiegskosten als

langfristige Investition zu betrachten und entsprechend auf häufiges Handeln zu verzichten.

Es ist nicht Zufall, dass die empirische Finanzmarktforschung immer wieder darauf hinweist, dass das langfristige Halten von Wertschriftenpositionen im Durchschnitt eine bessere Performance hervorbringt als permanentes Hin und Her.

Erwin W. Heri

Erwin W. Heri ist Professor für Finanztheorie an der Universität Basel und am Swiss Finance Institute in Zürich. Neben seinen universitären Mandaten war er früher als Chief Investment Officer beim früheren Schweizerischen Bankverein (UBS), als Generaldirektor und Group CFO bei der Winterthur Versicherungsgruppe und als Chief Investment Officer bei Credit Suisse Financial Services tätig. Während rund zehn Jahren leitete er danach die Privatbankengruppe Valartis Group. Er ist Autor einer Reihe von Büchern aus dem Finanz- und Anlagebereich. Heri ist Gründer von Fintool, einer videobasierten Internetplattform für Finanzausbildung.

**Robert Leitner ist Doktorand an der Universität St. Gallen und
Analyst bei Hinder Asset Management in Zürich.*