

## Theoretische Grundlagen von Behavioral Finance

Behavioral Finance untersucht, wie Marktteilnehmer Informationen auswählen und verarbeiten, und stellt dabei die eindimensionale Denkfigur des Homo oeconomicus auf den Prüfstand.

**B**ehavioral Finance schlägt eine Brücke zwischen ökonomischen und psychologischen Aspekten und beschäftigt sich mit irrationalem Verhalten auf Finanz- und Kapitalmärkten. Der wissenschaftliche Durchbruch der Theorie Behavioral Finance (übersetzbar mit verhaltensorientierte Finanzierungslehre) beruht unter anderem auf den Forschungsarbeiten von Daniel Kahneman und Amos Tversky. Bereits in den 70er Jahren führten die beiden Psychologen zahlreiche verhal-

reaktion auf neue Marktinformationen, um davon auch selber zu profitieren. Behavioral Finance wird beispielsweise in der ökonomischen Entscheidungstheorie angewendet und von der heutigen Lehre als bedeutender Bestandteil der Verhaltensökonomie (Behavioral Economics) verstanden.

### Alles andere als rational

Die verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnisse von Behavioral Finance sind eine be-

schaftswissenschaften wie Harry Markowitz und William F. Sharpe sorgten dafür, dass sich institutionelle Investoren immer stärker an Benchmarks orientierten und dies größtenteils auch heute noch tun. Erst die Erkenntnisse der Behavioral Finance widerlegten das Dogma vom Homo oeconomicus und rückten die Investorenpsychologie sowie die oftmals resultierenden irrationalen Verhaltensmuster in den Fokus.

### Stolpersteine für Investoren

Kahneman und Tversky zeigten mit ihrer Prospect Theory bereits in den 70er Jahren auf, dass Investoren ein Verlust mindestens doppelt so arg schmerzt, wie ein Gewinn in identischer Höhe an positiven Emotionen auslöst. Dies steht aber den Aussagen der Portfoliotheorie diametral entgegen, nach der sowohl Gewinn und Verlust gleich zu werten

wären. Laut Behavioral Finance führt dieses unterschiedliche Schmerzempfinden dazu, dass Verluste zu spät realisiert, Gewinne jedoch zu früh mitgenommen werden. Des Weiteren wiesen die Professoren bei Investoren eine selektive Wahrnehmung nach. Im Rahmen der Informationsaufnahme und -verarbeitung werden Informationen derart selektiv wahrgenommen, dass die Überzeugungen oder gesetzten Handlungen des jeweiligen Investors bestätigt werden sollen. Eine Information kann daher bei zwei Investoren vollkommen unterschiedliche Bewertungen und darauf basierende Schlussfolgerungen auslösen. Da dies systematisch auftritt, können die daraus resultierenden Fehler teuer werden. Ins Geld gehen auch bekannte Verhaltensweisen wie der Herdentrieb, bei dem Menschen das Verhalten „erfolgreicher“ Artgenossen nachmachen, um damit Informationskosten einzusparen. Der Rückschau-Effekt (Hindsight Bias) beschreibt das Phänomen, dass sich Menschen systematisch falsch an ihre Vorhersagen erinnern, nachdem das Ereignis eingetreten ist. Im Endergebnis führt dies zu einer Überschätzung der eigenen Prognosefähigkeiten.

» Wenn sich etwas ereignet, schaut es im Nachhinein immer so aus, als hätte das so passieren müssen.«

Wirtschaftsnobelpreisträger Prof. Daniel Kahneman über den „Hindsight Bias“



tenswissenschaftliche Experimente durch, die zeigten, dass menschliches Verhalten nicht immer auf rationalem Denken basiert. Ihre Forschungsergebnisse veröffentlichten sie in Publikationen wie „Judgment Under Uncertainty“ (1973) und sechs Jahre später in „Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk“ (1979). Die Prospect Theory (im Deutschen auch Neue Erwartungstheorie) ermöglicht eine Beschreibung der Entscheidungsfindung in Situationen der Unsicherheit und stellt damit eine psychologisch realistischere Alternative zur Erwartungsnutzentheorie zur Verfügung. Kahneman erhielt für seine gemeinsam mit Tversky gewonnenen Erkenntnisse im Jahr 2002 (zusammen mit Vernon L. Smith) als erster Psychologe den von der schwedischen Reichsbank in Erinnerung an Alfred Nobel gestifteten Preis für Wirtschaftswissenschaften (Wirtschaftsnobelpreis). Tversky war zu diesem Zeitpunkt bereits verschieden. Bedeutung für die Finanzwissenschaft erhielt die Prospect Theory durch Richard Thaler, der die Erkenntnisse von Kahneman und Tversky auf die Kapitalanlage anwendete und die Behavioral Finance weiterentwickelte. Thaler entwickelte ein Modell zur Preis-

deutende Weiterentwicklung und Ergänzung jener Investmenttheorien, die im Lauf des vergangenen Jahrhunderts entstanden sind. Zwischen den 30er und 60er Jahren wurden unter den Eindrücken und negativen Auswirkungen des Börsencrashes im Jahr 1929 sowie der darauffolgenden Depression in den USA die Grundlagen der Finanzanalyse gelegt. Bei der „Old Finance“ (namhafte Professoren waren Benjamin Graham und David Dodd, die auch den Value-Investor Warren Buffett prägten) zählten vor allem eine detaillierte, intensive Finanzanalyse für die Verbesserung der Stockpicking-Qualitäten. Für die (damalige) Praxis bedeutete dies eine aktive, von Indizes unbeeinflusste Selektion von günstigen Einzelwerten. Dieser Ansatz wurde durch die ab den 50er Jahren publizierten und implementierten Erkenntnisse der „modernen Portfoliotheorie“ sowie der darauf basierenden respektive mit ihr verwandten Theorien hinsichtlich effizienter Märkte und Risiko-Rendite-Analyse für obsolet erklärt. Ab Beginn dieser Ära dominierte das Dogma eines streng rational agierenden Homo oeconomicus die Lehre und bald auch die Finanzbranche. Koryphäen auf dem Gebiet der Wirt-