

# Nichts ist vollkommen

Das Platzen der Internet-Blase im Jahr 2000 verschaffte den Kritikern der orthodoxen Finanztheorie neue Munition. Wie konnte es passieren, dass Börsenprofis, denen man vollkommen rationales Handeln unterstellt, diese gigantische Übertreibung nicht rechtzeitig erkannten? Wie konnte es in einem angeblich effizienten Markt zu einer derartigen Fehlentwicklung kommen? Die damals gängigen finanzmathematischen Erklärungsmodelle, welche in der Regel auf dem homo oeconomicus basierten, griffen allesamt zu kurz. Die erst in den 1990er-Jahren intensivierte Forschung über die psychologischen Faktoren an den Börsen eröffnete hingegen neue Erkenntnisse, welche zu einem besseren Verständnis von Marktgeschehen und Marktteilnehmern führten. Damit hatte der Forschungsansatz der Behavioral Finance, der den Menschen und sein Handeln in den Mittelpunkt des Interesses stellt, den wissenschaftlichen Durchbruch geschafft.

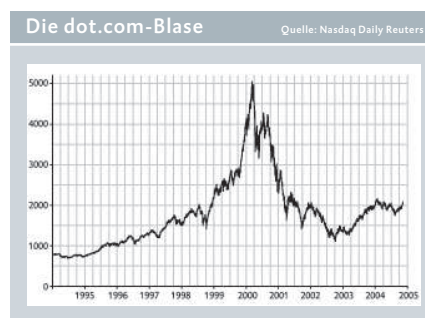
Behavioral Finance beschäftigt sich im Wesentlichen mit der Psychologie von Anleger und Börse. Die relativ junge Wissenschaftsdisziplin hat mit der lange vorherrschenden Annahme aufgeräumt, an den Finanzmärkten würde alles nur rational ablaufen. Diese Annahme stammt aus den neoklassischen Finanztheorien, die Mitte des 19. Jahrhunderts begründet und in den 1970/1980er-Jahren eine Renaissance erlebten. Dreh- und Angelpunkt dabei war das Modell des homo oeconomicus. Dieses beschreibt den Kapitalmarktteilnehmer als fiktives Wirtschaftssubjekt, das

- feststehende Präferenzen (z.B. klare Anlagestrategien und -ziele) hat,
- über (vollständige) Information verfügt und
- rational handelt in dem Sinne, dass es unter gegebenen Alternativen stets diejenige auswählt, die seinen eigenen Nutzen maximiert.

Mit anderen Worten: Der homo oeconomicus handelt entsprechend seiner persönlichen Ziele (z.B. Gewinnmaximierung) stets vernünftig. Er setzt Aufwand und Nutzen seiner Aktivitäten in Verhältnis und ist ein absoluter Nutzenmaximierer. Damit wurde der homo oeconomicus für die Wissenschaft im wahrsten Sinne des Wortes berechenbar. Die daraus abgeleiteten Modelle und Anlagestrategien besitzen zum Teil bis



Die Artikelserie über Behavioral Finance wurde mit freundlicher Unterstützung durch Univ.-Prof. Dr. Teodoro D. Cocca erstellt. Dr. Cocca ist Leiter der Abteilung für Asset Management am Institut für betriebliche Finanzwirtschaft an der Johannes Kepler Universität Linz und der Fachmann in Österreich zum Thema Behavioral Finance.



Die Internet-Blase war auch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ein Unsinn, da massiv Investitionen in eine Branche gelenkt wurden, die sich als nicht sehr ertragreich herausstellte.

heute Gültigkeit; wie zum Beispiel das Modell der Diversifikation (Streuung einer Geldanlage) aus der renommierte Portfoliotheorie nach Markowitz, das letztlich zu sehr logischen (sic!) und nachvollziehbaren Anlageentscheidungen geführt hat.

## Homo oeconomicus (irrationalis)

Dem gegenüber stand seit jeher das teils unerklärbare Fehlverhalten von Börsenteilnehmern. Während die orthodoxe Finanzwissenschaft dies als Abweichung in einem ansonsten richtigen, rationalen Modell ansah, konnte Behavioral Finance zeigen, dass es tatsächlich viele irrationale Entscheidungen an den Börsen gibt. Irrational in dem Sinne, dass sich Anleger, ja selbst erfahrene Börsenprofis, ungewollt schaden.

Behavioral Finance nennt drei klassische Gründe, warum es zu suboptimalen bzw. fehlerhaften Entscheidungen kommen kann:

- ein eingeschränkter Informationsstand, der aufgrund von Marktunvollkommenheiten (z.B. Informationskosten) entsteht,
- die beschränkten kognitiven Verarbeitungsfähigkeiten des Menschen, aufgrund derer die Komplexität der Entscheidungssituationen, z.B. durch die Mehrdimensionalität des Zielsystems und die Komplexität der Markt-



prozesse selbst, häufig nicht bewältigt werden kann sowie

- psychischer Stress, der z.B. durch Zeitdruck oder Verlustangst hervorgerufen wird.

### Muster der Unvernunft

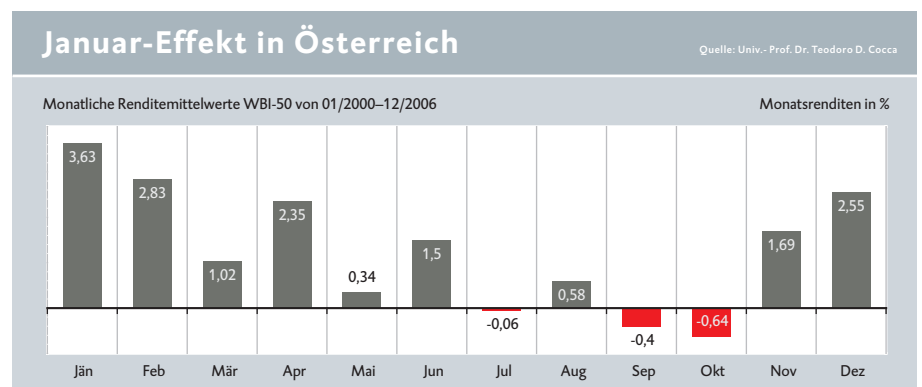
Es sind also auch ganz banale, menschliche Verhaltensmuster, welche die Anlageentscheidungen der Marktteilnehmer (zu ihrem Nachteil) beeinflussen können. Behavioral Finance greift hier ganz gezielt auf Erkenntnisse der Psychologie zurück. So stellt sie bei Anlegern eine Art selektiver Wahrnehmung fest, weil diese in der Regel dazu neigen, leicht verfügbare, auffällig präsentierte Informationen überzubewerten. Aktuelle Informationen werden gegenüber bereits länger zurückliegenden Daten oftmals zu stark gewichtet, was zu übertriebenen Spontanreaktionen führen kann. Außerdem neigen Anleger dazu, bewusst oder unbewusst Informationen zu vernachlässigen, die ihnen nicht angenehm sind. Vor

allem nach dem Kauf einer Aktie suchen Anleger bevorzugt nach Nachrichten, die diese Entscheidung rechtfertigen.

Im Modell des homo oeconomicus bleiben diese und viele weitere psychologischen Faktoren außen vor, deshalb versucht Behavioral Finance neue Modelle zu entwickeln, die näher am Verhalten der Anleger liegen und die Irrationalität der Märkte stärker berücksichtigen.

### Der Markt hat (nicht) immer recht

Auch die zweite Grundannahme der klassischen Finanztheorie über die vollkommene Effizienz der Märkte wurde von der Behavioral Finance stark relativiert. Diese Annahme besagt unter anderem, dass an den Börsen stets der faire Wert der Aktien gesucht wird und sich die Kurse praktisch selbst regulieren. Das führte zur Überzeugung, dass in den Börsen-



**Rational? Wenn alle wissen, dass im Jänner die höchsten Renditen winken, warum sind dann im Dezember nicht alle bereits investiert?**

kursen stets alle Informationen eingearbeitet wären.

Das Platzen der Internet-Blase hat unmissverständlich vor Augen geführt, dass dem nicht (immer) so ist. Laut klassischer Theorie hätte es eine so lang anhaltende und extreme Abweichung der Wertpapierpreise von ihren fundamentalen Werten eigentlich nicht geben dürfen. Die rational agierenden Handelsteilnehmer hätten längst für eine Korrektur gesorgt. Stattdessen entbehrte die Bewertung der so genannten dot.coms ab einem gewissen Zeitpunkt der Hausse jeglicher Grundlage, und trotzdem wurde weiter zugekauft. Behavioral Finance berücksichtigt daher in ihren Modellen auch Phänomene wie Marktpsychologie, Herdentrieb oder Massenhysterie. Sie geht davon aus, dass die Wirklichkeit an den Börsen deutlich komplizierter ist, als es die Marktreligion alten Stils zulässt.

### Klare Indizien für Unzulänglichkeiten

Wissenschaft muss letztlich für objektivierbare Grundlagen sorgen. Das gelang der Behavioral Finance in den letzten Jahren durch das Aufzeigen von so genannten Anomalien, also Beobachtungen, die mit effizienten Märkten nicht vereinbar sind und im Widerspruch dazu stehen. So zeigten Untersuchungen, dass Portfolios mit kleinen Unternehmen (Aktien mit niedriger Marktkapitalisierung) solche mit großen Unternehmen hinsichtlich der Renditen immer übertreffen. Diese als Größen-Effekt bezeichnete Anomalie dürfte es laut klassischer Theorie eigentlich nicht geben. Sie ist aber statistisch belegt. Selbst wenn man die Risikokomponente mitberücksichtigt, ändert das nichts am Ergebnis: Die Kleinen schneiden immer und in jeder Konstellation besser ab!

Ein anderes Beispiel für die Irrationalität an den Märkten ist der so genannte Kalender-Effekt: In den letzten 30 Jahren war (leider mit Ausnahme von 2008) der Jänner durchschnittlich stets der

## Tipps für Anleger

abgeleitet von den Erkenntnissen der Behavioral Finance-Theorie:

- vor dem Kauf und Verkauf ausführlich Informationen einholen
- Emotionen ausblenden, den Spieltrieb zähmen und objektiv bleiben
- den Überblick für das große Ganze bewahren
- Gerüchte ignorieren
- langfristigen Anlagehorizont bewahren
- geringe Depotumschlagshäufigkeit anstreben
- breite Streuung der Anlagemittel
- Gewinne laufen lassen und Verluste minimieren
- Chancen und Risiken nüchtern abwägen
- nicht der Masse nachlaufen und der Massenhysterie unterliegen
- Selbstgefälligkeit, Starrsinn und Selbstbetrug vermeiden, eigene Schwächen zugeben

beste Anlagemonat. Man konnte im Schnitt bis zu zwei Prozent mehr Rendite erzielen als in den anderen elf Monaten. Eine rationale Begründung dafür gibt es nicht, zumal in einem effizienten Markt diese Tendenz schon längst korrigiert worden wäre. Die Anleger wären schon längst dazu übergegangen, im Dezember zuzukaufen um den Jänner-Effekt auszunutzen.

### Disziplin, Disziplin, Disziplin

Welchen Nutzen können Anleger aus den Beobachtungen und Erkenntnissen der Behavioral Finance ziehen? Zum einen lassen sich einige allgemeine Verhaltensrichtlinien ableiten, wie die ande-

ren Marktteilnehmer mehr zu beobachten, weniger selbstgefällig zu handeln, sich etwas mehr Zeit bei der Entscheidungsfindung zu lassen und sich nicht an Verliereraktien zu klammern. Schon wer diese Punkte beherzigt, wird vermutlich in der Lage sein, seine Performance zu verbessern.

Zum anderen gibt es aber auch konkrete Anlagestrategien, die auf den Erkenntnissen der Behavioral Finance beruhen. Diese werden in Teil 2 dieser Serie im nächsten Börsenreport vorgestellt. Das einfachste Erfolgsrezept aber lautet: Disziplin, Disziplin und nochmals Disziplin. Denn nur so kann die eigene Psyche, und damit das größte Hindernis auf dem Weg zum Börsenglück, aus dem Weg geräumt werden.

## Resümee

Bei der Behavioral Finance handelt es sich um einen Forschungsansatz, innerhalb dessen versucht wird, das Geschehen auf den Finanzmärkten unter Einbeziehung der spezifischen menschlichen Verhaltensweisen zu erklären. Dabei werden neben ökonomischen Aspekten explizit auch Methoden und Erkenntnisse der Psychologie und der Soziologie berücksichtigt. Behavioral Finance beschäftigt sich also verkürzt ausgedrückt mit der Psychologie der Anleger. Die Aufgabe von Behavioral Finance besteht nicht darin, ein Psychogramm der Marktteilnehmer zu erstellen und dann daran herumzukritzeln. Vielmehr geht es darum aufzuzeigen, wie Anlageentscheidungen tatsächlich zustande kommen und welche Fehler immer wieder gemacht werden.