



VORHERSEHBARE IRRATIONALITÄT?

Mit Behavioral Finance-Ansätzen in eine neue Welt

Lesedauer: 15 Minuten

Weltpolitik kann manchmal ein Spiegel sein. Gerade in diesen Zeiten führt sie uns vor Augen: selbst weitreichende Entscheidungen sind oft weniger durch fundierte Analysen, als vom gegenwärtigen Gemütszustand samt oberflächlichen Meinungen geprägt. Die Lektion für Anleger? Auch das, was wir Markt nennen, ist nichts anderes als das freiwillige Zusammentreffen verschiedenster Akteure. Und die verhalten sich meist irrational.

Nicht erst seit heute bekannten *Behavioral Economics*-Ansätzen agiert die Wirtschaftstheorie interdisziplinär. Vor den ökonomischen Überlegungen von Vilfredo Pareto (Epoche der klassischen Nationalökonomie, ca. 1723-1870) galt sie gar als Teil anderer Wissenschaften, fungierte als Anleihe von Philosophie oder Psychologie. Mit dem Aufstieg zur eigenständigen Disziplin gerieten diese starken und sinnvollen Verbindungen allerdings in Vergessenheit. Zur Verdeutlichung werden im Folgenden kurz die drei Säulen der Neoklassik, das *Rationalmodell*, die *paretianische Wohlfahrtsanalyse* und die *Spieltheorie* skizziert.

»If you don't know who you are, the stock market is an expensive place to find out.«

– Adam Smith

Übergang in die neue Welt

Im *Rationalmodell* wurden Grundlagen für das Verständnis gelegt, ökonomische Entscheidungen als eine rationale Auswahl von Alternativen zu sehen. Menschen verfügen demnach über eine Präferenzordnung. Sie ist für die Zielsetzung (Voraussetzung für Rationalität) essenziell. Das Ergebnis: jede Entscheidung kann als Optimierungsproblem unter Nebenbedingungen dargestellt werden. Pareto versah die Anwendung allerdings mit der Prämisse, dass Menschen Gelegenheit haben müssen, zu lernen. Die Anwendung ist also nur auf Märkten mit wiederkehrenden Aktionen stringent. Demnach kann die Ökonomie mit dem Rationalmodell Verhalten erklären, ohne auf die Psychologie zurückzugreifen. Die Einschränkung Paretos geriet allerdings in Vergessenheit, womit eine universelle „wertfreie“ Anwendung entstand. In der Folge schien es möglich, Konflikte zwischen Entscheidungen komplett wertfrei aufzulösen.

In der *Wohlfahrtsanalyse* wird das Rationalmodell sowohl für das volkswirtschaftliche Optimum als auch für einzelwirtschaftliche Optima angewendet.

Zudem steuert die *Spieltheorie* 1944 nach John von Neumann und Oskar Morgenstern dazu bei, jede Form von strategischer Interaktion analysieren zu können.

Erst die experimentelle Forschung seit ca. 1950 widerlegte das Bild des homo oeconomicus grundlegend: Menschen handeln nicht rational, zumindest nicht ausschließlich! Erkenntnisse daraus bewogen auch Finanzwissenschaftler/innen dazu, neue Wege zu gehen und dafür alte vergessene Beziehungen neu aufzuleben.

In *aspekte* bereiten die Wealth-Management-Kompetenzzentren gemeinsam mit Netzwerkpartnern Themen auf, die für Sie relevant sind.
www.berenberg.de/familyoffices



Von Moritz Otterbach,
Leiter Kompetenzzentrum
Family Offices

Unternehmer
Stiftungen

► Family Offices



Menschlichkeit prägt den (nicht vollkommen effizienten) Markt

Jedes Verhalten, das bei subjektiv wahrgenommener Informationsmenge gemäß der Entscheidungslogik Ziele konsistent verfolgt, gilt als rational. Ferner gehören zu rationalem Verhalten (unrealistische) Prämissen der vollständigen Informiertheit sowie keine Bewertungsverzerrungen und Stabilität der Nutzenfunktion. Letztere Annahme bezieht sich in der Entscheidungstheorie auch auf Entscheidungen unter Unsicherheit, in die der homo oeconomicus Kalkül einfließen lässt, indem er Konsequenzen der Alternativen mit ihrem Wahrscheinlichkeitswert versieht.

Bei der Verfolgung des Behavioral Finance-Ansatzes wird von den Annahmen erwartender Nutzenmaximierung unabhängiger rationaler Agenten auf effizienten Märkten Abstand genommen. Stattdessen liegt der Fokus auf psychologischen Aspekten, also wie Menschen denken und wo Grenzen der Arbitrage liegen, sprich, wann Märkte effizient sind.

Anhand der folgenden zwei beispielhaften Schlüsselbeobachtungen aus der experimentellen Wirtschaftsforschung, zeigt sich die Relevanz von Behavioral Finance-Ansätzen: *Heuristik* und *Anomalien*

Der Fokus in Behavioral Finance liegt auf psychologischen Aspekten und den Grenzen der Arbitrage.

1 Es lebe der Trott: Status-Quo-Bias

Wir scheuen Veränderungen und bevorzugen den Ist-Zustand. Ein bewusstes Abweichen von der aktuellen Situation, dem Status Quo, bedingt eine verbindliche Entscheidung, da es sich um ein Abweichen von der Norm handelt. So gewichtet der Status-Quo-Bias die Nachteile einer Veränderung größer als deren Vorteile.

Verdeutlichen lässt sich dieser Effekt, indem man eine Versuchsgruppe eine fiktive Erbschaft einmal in Form eines Geldbetrags und einmal in Form eines Wertpapierdepots antreten lässt. Die Teilnehmer können bei identischem Anlagehorizont in beiden Fällen frei wählen, wie sie die Vermögenswerte verteilen und investieren. Das Ergebnis: erhebliche Unterschiede in den gewählten Allokationen. Das bestehende Depot wird kaum verändert, während das neu allokierte Depot eine völlig andere Zusammensetzung und damit ein stark abweichendes Rendite-Risiko-Profil aufweist. Die Entscheidungen sind nicht konsistent und damit irrational, weil der Status-Quo des bestehenden Depots bevorzugt wird.

Heuristik

2 Der Fluch des Eigentums: Endowment Effekt

Wir schätzen ein Gut, das wir besitzen wertvoller ein, als eines, das wir nicht besitzen, auch wenn es gleichwertig ist. Dabei steigt auch die Zahlungsbereitschaft für ein solches Gut. Dieses Verhalten kann uns teuer zu stehen kommen. Immer wieder lässt sich beobachten, dass Investoren ihre Aktien sehr zögerlich verkaufen, insbesondere, wenn hierdurch Verluste realisiert werden. Der realisierbare Verkaufspreis wird subjektiv als inakzeptabel niedrig eingeschätzt. Hieraus folgt eine sehr deutliche irrationale Verhaltensdisposition, insbesondere dann, wenn sich die Abwärtsbewegung von Aktienkursen verstärkt: „Verlierer“ werden länger im Depot gehalten als die „Gewinner“. Statt zu Handeln hoffen wir, dass sich Kurse wieder erholen. Somit werden Verluste laufen gelassen, bevor ein Umdenken der Verkäufer stattfindet. Ursprünge des Endowment-Effekts liegen vor allem in dem psychologischen Muster der Verlustaversion begründet. Ein Tipp: Loslassen und entscheidungsfreudiger werden, hilft.

Anomalien



Alte Lösungsansätze neu denken

Die Erkenntnisse der Behavioral Finance helfen Investoren, systematische Fehler in der Anlageentscheidung zu vermeiden. Neben der eigenen Anstrengung, individuellen Irrationalitäten zu entgehen, gibt es auch professionelle Unterstützung auf dem Weg in eine neue Welt der Anlageentscheidung.

Erweiterungen bei der Vermögensanlage und Weiterentwicklungen der klassischen Portfoliotheorie leiten beispielsweise das Berenberg-SIGMA-Vermögenskonzept. Es bewertet das Zusammenspiel der Anlageklassen und findet das langfristig optimale Verhältnis zwischen Renditemaximierung und Risikominimierung abhängig von individuellen Vorgaben.

Auch ein quantitatives Asset Management, das sich durch Transparenz, Objektivität und Systematik auszeichnet, kann durch eine regelgebundene Umsetzung vernünftiger Entscheidungen treffen.

Mehr Informationen zu SIGMA im aspekte-Artikel: ["Raus aus der alten Welt"](#)

[Hier mehr zum quantitativen Asset Management bei Berenberg](#)

Literatur

Fama, E.F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. In: Journal of Financial Economics 49, S. 283-306.

Kuhnen, C.M. und Knutson, B. (2005). The Neural Basis of Financial Risk Taking. In: Neuron, 47, s. 763-770.

Ritter, J.R. (2003). Behavioral finance. In: Pacific-Basin Finance Journal 11, S. 429-437.

Shiller, R.J. (2006). Tools for Financial Innovation: Neoclassical versus Behavioral Finance. In: the Financial Review 41, S. 1-8.

Shiller, R.J. (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. In: Journal of Economic Perspectives, 17, S. 83-104.

Statman, M. (2010). What is Behavioral Finance? In: Behavioral Finance and Investment Management, 2, S. 1-12.

Weber, E.U., Blais, A.-R. und Betz, N.E. (2002). A Domain-specific Risk-attitude Scale: Measuring Risk Perceptions and Risk Behaviors. In: Journal of Behavioral Decision Making, 15, S. 263-290.

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG und nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 34b Absatz 1 WpHG. Als Werbemitteilung genügt dieses Dokument nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Es ersetzt keine rechtliche, steuerliche oder finanzielle Beratung. Die gemachten Angaben wurden nicht durch eine außenstehende Partei, insbesondere eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, geprüft. Alle Aussagen basieren auf allgemein zugänglichen Quellen, die wir für vertrauenswürdig halten. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit sämtlicher Angaben übernehmen wir dennoch keine Gewähr. Wir weisen ausdrücklich auf den angegebenen Bearbeitungsstand hin. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Präsentation zu erstellen. Für den Eintritt der in diesem Dokument enthaltenen Prognosen oder sonstigen Aussagen über Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse übernehmen wir keine Haftung. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind. Zur Erklärung verwandter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung. Die gewerbliche Nutzung in Form eines Nachdrucks, der – auch teilweisen – Vervielfältigung sowie der Weitergabe der Studie ist ohne unsere ausdrückliche schriftliche Genehmigung nicht gestattet. Stand: August 2017.



BERENBERG
PRIVATBANKIERS SEIT 1590

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
info@berenberg.de