

Stefan Hilbert/Thomas Metzner

Behavioral Finance

Kohlhammer

Kohlhammer

Stefan Hilbert/Thomas Metzner

Behavioral Finance

Verlag W. Kohlhammer

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechts ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und für die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

1. Auflage 2021

Alle Rechte vorbehalten

© W. Kohlhammer GmbH, Stuttgart

Gesamtherstellung: W. Kohlhammer GmbH, Stuttgart

Print:

ISBN 978-3-17-039093-5

E-Book-Formate:

pdf: ISBN 978-3-17-039094-2

epub: ISBN 978-3-17-039095-9

mobi: ISBN 978-3-17-039096-6

Für den Inhalt abgedruckter oder verlinkter Websites ist ausschließlich der jeweilige Betreiber verantwortlich. Die W. Kohlhammer GmbH hat keinen Einfluss auf die verknüpften Seiten und übernimmt hierfür keinerlei Haftung.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	9
I Entscheidungsrahmen und entscheidungstheoretische Grundlagen	17
I.1 Das Dilemma der Entscheidung – zwischen Emotion und Selbstregulation	21
I.1.1 Neuroanatomie und kognitive Fähigkeiten	22
I.1.1.1 Gehirn – zentrales Steuerungsorgan zwischen Emotion und Selbstregulation	23
I.1.1.2 Der präfrontale Cortex im Kontext der rationalen Entscheidungsfindung	26
I.1.1.3 Der Reiz als darstellbarer Auslöser von Gehirnaktivität	28
I.1.2 Neuroanatomie – Basis einer erweiterten Finanztheorie	29
I.1.3 Neurofinance – integrativer Erklärungsansatz für lückenhafte klassische Finanztheorien	30
I.1.4 Duales Handlungsmodell im Kontext des Entscheidungsverhaltens	31
I.1.5 Kontrollfragen	33
I.2 Warum Ungewissheit nicht gleich Risiko ist und Menschen gerne alles berechenbar haben wollen	35
I.2.1 Die Struktur der Unsicherheit	36
I.2.1.1 Risiko als Ausprägung von Unsicherheit	39
I.2.1.2 Ungewissheit als Ausprägung von Unsicherheit	40
I.2.2 Kernelemente der Prospect Theory	41
I.2.3 Kulturelle Prägung und psychologische Risikobewertung	45
I.2.4 Determinanten des Risikoverhaltens von Kapitalanlegern	49
I.2.5 Risiko und Ungewissheit in Aktion	51
I.2.6 Kontrollfragen	53
I.3 Warum Rationalität so einfach zu verstehen und doch so schwer umzusetzen ist	54

I.3.1	Annahmen zum Referenzmodell des Homo oeconomicus	56
I.3.2	Limitationen, Anomalien und Entwicklungspfade	57
I.3.2.1	Beispiel 1: Schweinezyklus	58
I.3.2.2	Beispiel 2: Selbstloses Verhalten	59
I.3.2.3	Entwicklungen – vom rationalen Verhalten, der beschränkten Rationalität und vielem mehr	60
I.3.3	Rationalität und Neuroökonomie	60
I.3.3.1	Kognitive Orientierung	60
I.3.3.2	Affektive Orientierung	61
I.3.4	Leistung des Referenzmodells zum Homo oeconomicus	62
I.3.5	Kontrollfragen	62
II	Warum Entscheidungen schnell, langsam, aggressiv oder gar nicht getroffen werden	64
II.1	Wir sehen was wir wollen – Eine Anomalie der Wahrnehmung?	66
II.1.1	Psychologie des Phänomens der selektiven Wahrnehmung	67
II.1.1.1	Selektive Wahrnehmung im Kontext der Behavioral Finance Theorie	67
II.1.1.2	Erklärungen für das Prinzip der selektiven Wahrnehmung	68
II.1.1.3	Der Einfluss der Informationsdarstellung auf die Wahrnehmung	70
II.1.2	Strategien zum Umgang mit dem Phänomen der selektiven Wahrnehmung	73
II.1.3	Kontrollfragen	75
II.2	Warum wir zur Selbstüberschätzung (Overconfidence) neigen	76
II.2.1	Theoretische Einordnung der Overconfidence in den Kontext der Behavioral Finance	78
II.2.2	Entscheidungsheuristiken – der Schlüssel für praktikable Lösungen	78
II.2.3	Overconfidence – Verzerrungen der individuellen Erwartungsbildung	80
II.2.4	Können/ Wollen wir überhaupt dem Overconfidence- Phänomen entkommen?	83
II.2.5	Kontrollfragen	84
II.3	Das Wechselspiel zwischen individueller Perspektive, Referenzpunkt, Verhandlungsgeschick und Zahlungsbereitschaft – Der Besitztums-Effekt	86

II.3.1	Psychologie des Besitztums-Effekts	87
II.3.1.1	Besitztums-Effekt im Kontext der Behavioral Finance	87
II.3.1.2	Besitztums-Effekt – eine inhaltliche Annäherung	88
II.3.1.3	Besitztums-Effekt – eine theoretische Annäherung	90
II.3.2	Enttäuschungen vermeiden trotz Besitztums-Effekt ...	93
II.3.3	Kontrollfragen	94
II.4	Herdenverhalten und Spekulationsblasen	95
II.4.1	Die Bedeutung des Preismechanismus	96
II.4.2	Die Massenpsychologie als Grundlage des Anlegerverhaltens	99
II.4.3	Informationen und Viralität	101
II.4.4	Arten und Muster von Spekulationsblasen	103
II.4.5	Das Kindleberger-Minsky-Modell im praktischen Anwendungsbeispiel von Wirecard	109
II.4.6	Kontrollfragen	110
III	Warum wir besser entscheiden könnten und manchmal Hilfe brauchen	112
III.1	Plädoyer für eine nachhaltige Finanzberatung zur Vertrauensstiftung	112
III.2	Der Umgang mit Heuristiken und Biases	114
III.3	Nudging als Teilbereich des Libertären Paternalismus	116
III.3.1	Manchmal hilft ein kleiner Schubs	117
III.3.2	Ausgestaltung von Nudges	120
III.3.2.1	Das EAST-Konzept	120
III.3.2.2	Kennzeichen einer guten Entscheidungsarchitektur	123
III.3.3	Kontrollfragen	128
III.4	Den Advocatus Diaboli nutzen	129

Vorwort

Wir schreiben dieses Buch in bewegten Zeiten. Mit Beginn des Jahres 2020 verbreitete sich ein neuartiges Virus über die Welt. Anfangs noch unterschätzt, wendete sich das Blatt dann schlagartig, als die Infektionszahlen exponentiell anstiegen und neben dem Gesundheitswesen die gesamte Weltwirtschaft in Mitleidenschaft gezogen wurde. Der zur Vermeidung der Virusausbreitung erforderliche Shutdown in vielen Staaten zeigte die Verletzlichkeit des Wirtschaftssystems. Globalisierung, Reisefreiheit, Vernetzung von Lieferketten und Finanzmärkten, ein vertraut gewordenes System kam ins Wanken. Stabilität und Kontrolloptimismus erwiesen sich im ersten Moment des Schocks als Illusion.¹

Die Verflechtung weltweiter Finanzströme führt dazu, dass auch die Finanzmärkte unmittelbar und heftig auf Unsicherheit reagieren. Eine Pandemie ist nicht per se etwas völlig Neues, in der Menschheitsgeschichte sind immer wieder Pandemien aufgetreten und die spanische Grippe ist eine der bekannteren in der jüngeren Geschichte. Der Ausbruch der Covid19-Pandemie macht aber deutlich, dass Menschen keine Unsicherheiten mögen – mit allen Konsequenzen, bis hin zur Negation.

Kampf, Flucht oder Totstellen sind tief verankerte Verhaltensmuster von Menschen in Schocksituationen. Panik (verkaufen) und Aktionismus (umschichten von Depots), aber auch ein Verharren (aussitzen) kann an den Börsen beobachtet werden. Veränderung und die damit einhergehende Unsicherheit sorgt für Unbehagen, da nicht abschätzbar ist, was folgt. Angst greift in solchen Situationen um sich und das bisherige Entscheidungsverhalten ändert sich schlagartig. »Angst essen Seele auf«, so lautet der Titel eines berühmten Filmmelodrams des deutschen Regisseurs Rainer Werner Fassbinder aus dem Jahr 1974. Und Angst (oder besser Panik) herrschte im Februar/März 2020 (► Abb. E.1) auch an den deutschen Börsen. Emotionen übernahmen die Regie und nur bei wenigen Marktteilnehmern überwog das rationale Kalkül.

Märkte spiegeln die Reaktionen von Marktteilnehmern wider. Marktteilnehmer sind aber nicht nur rational-ökonomisch handelnde Individuen, sondern eben Menschen mit Stärken und Schwächen, kognitiven Fähigkeiten, aber auch Vergesslichkeit, Unaufmerksamkeit – und manchmal begehen Menschen Dummheiten (wir wollen niemandem zu nahe treten, auch wir Autoren sind Menschen und wundern uns

1 Der besseren Lesbarkeit geschuldet, und ausschließlich aus diesem Grund, verwenden wir in diesem Buch die männliche Form.



Abb. E.1: 5-Jahres-Chart des DAX 2016-2020 (Quelle: <https://www.boerse-stuttgart.de/de-de/produkte/indizes/846900-dax>, Abruf 18.08.2020)

manchmal über uns selbst). Thaler und Sunstein unterteilen die Entscheider in ihrem Buch »Nudge« in die 2 Gruppen »Econs« und »Humans« (Thaler & Sunstein, 2012, S.16). Wobei diese Unterteilung nicht bedeuten muss, dass der eine Teil der Menschheit den »Econs« und der andere Teil den »Humans« angehörte, vielmehr sind beide Spezies in jedem von uns enthalten.

Mit der Behavioral Economics (Verhaltensökonomie) ist seit den 1970er Jahren eine neue Disziplin in den Wirtschaftswissenschaften entstanden, die sich eben mit diesen Sachverhalten auseinandersetzt. Die **Verhaltensökonomie** versucht, die unterschiedlichen Menschenbilder, die in Ökonomie, Psychologie und Soziologie existieren, wieder zu vereinen. Im Verhalten von Menschen wird nach Mustern und psychologischen Motiven gesucht, um zu zeigen, »wo diese im ökonomischen Kontext relevant sind« (Beck, 2014, S. 9).

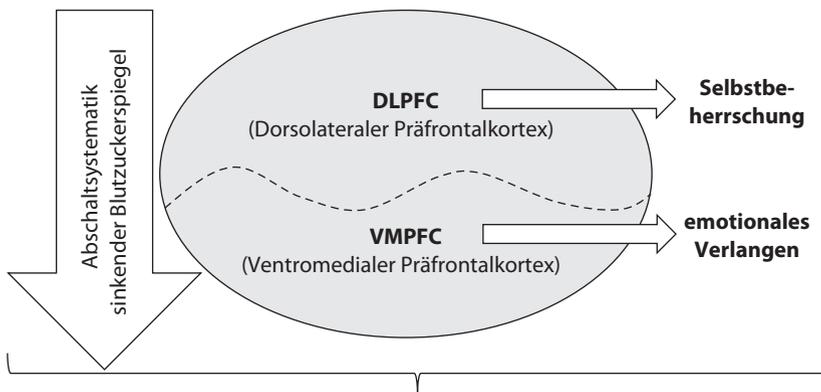
Wir haben dieses Buch in drei Hauptteile mit folgender Logik gegliedert:

Im Hauptkapitel I wollen wir uns den Grundlagen menschlichen Entscheidens widmen. Dabei werden psychologische Grundmotive (viele von uns sind etwa Kontrollfreaks!) ebenso aufgegriffen wie die grundlegende Funktionsweise des Gehirns. Vielleicht ist unser bisweilen suboptimales Entscheidungsverhalten darauf zurückzuführen, dass wir neben einem Softwarefehler (Verhaltensmuster oder Gebrauch des Gehirns) auch über einen Hardwarefehler (Aufbau und Funktionsweise des Gehirns) verfügen, der uns bei Finanzentscheidungen dazwischenfunkt.

Jeder wird auch schon einmal erlebt haben, dass Hunger oder Durst schlechte Begleiter von Entscheidungen sind. Das Gehirn reagiert sensibel, wenn die Nährstoffversorgung nicht gewährleistet ist. Sinkt der Blutzuckerspiegel ab, schaltet das

Gehirn in den Überlebensmodus und Bereiche, die viel Energie erfordern (wie komplexe Entscheidungen) werden zuerst in den Standby-Modus versetzt. Die Selbstbeherrschung (verortet im dorsolateralen Präfrontalcortex), wichtig für geplante Entscheidungen wie eine langfristige Kapitalanlage, wird heruntergefahren und das emotionale Verlangen (angesiedelt im ventromedialen Präfrontalcortex) übernimmt das Kommando (► Abb.E.2). Der sofortige Kick im Hier und Jetzt genießt dann eine höhere Präferenz, als dies unter normalen Umständen sowieso schon der Fall ist, als geduldiges Warten auf den gleichen Kick in der Zukunft.

In der Ökonomie wird dieser Themenkomplex **zeitinkonsistente Präferenzen** genannt (Beck, 2014, S. 212). Der Homo oeconomicus hat derartige Probleme nicht. Für ihn ist heute das Warten von beispielsweise einem Monat auf eine Auszahlung gleichwertig mit dem einmonatigen Warten auf die gleiche Zahlung in drei Jahren. In beiden Fällen wird für das Warten der gleiche Zins angesetzt. In der Realität haben Menschen aber meist eine höhere Gegenwartspräferenz für Zahlungen und werden auf die lange Frist geduldiger, was nur mit unterschiedlichen Zinsen erklärt werden kann.



Zeitinkonsistente Präferenzen:

Aktuelle Vorlieben und Wünsche in der Zukunft sind schlecht miteinander vereinbar!

Abb. E.2: Wie viel Homo oeconomicus ist möglich? (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Hare, Camerer & Rangel, 2009, S. 646 ff.)

Zudem gelangt ein Großteil der Informationen, die Menschen mit ihren Sinnesorganen aufnehmen, nicht ins aktive Bewusstsein. Wahrnehmung erfolgt erst, wenn Menschen (und damit auch Entscheider) bewusst auf Informationen oder Reize aus der Umwelt achten (Kiesel, o.J.). Bisweilen sehen wir den Wald vor lauter Bäumen nicht.

Das Zusammenwirken der fünf Sinne (Sehen, Hören, Schmecken, Riechen, Tasten) und des Gehirns verdeutlicht, dass Menschen großes Potenzial für Schlamassel beim

Entscheiden haben. Wenn zu den fünf klassischen auch noch der sechste Sinn, die Intuition, hinzukommt, wird das Grundproblem deutlich: Entscheidungen werden von allen Sinnen beeinflusst und damit ist der Entscheidungsprozess hinreichend komplex.

Die **Behavioral Finance** beschäftigt sich mit Finanzentscheidungen unter Berücksichtigung verhaltenswissenschaftlich/ kognitiver Erkenntnisse bekannten Modellen und Ansätzen der traditionellen Ökonomie und bezieht menschliches Entscheiden ein (Daxhammer & Fascar, 2018, S. 79 ff.). Die Zielsetzung der Behavioral Finance (als Teil der Behavioral Economics) besteht darin, Informationsaufnahme, Informationsverarbeitung und Entscheidungsverhalten von Marktteilnehmern auf Anomalien hin zu analysieren und die dahinterliegenden Muster zu erkennen. Im Idealfall unterbreitet die Behavioral Finance Vorschläge für bessere Finanzentscheidungen.

Wir vertreten auch ganz bewusst einen holistischen Ansatz: Das heißt, menschliches Verhalten in alltäglichen Situationen (z. B. unserer Risikoverhalten bei Freizeitaktivitäten) kann einen Einfluss auf Anlageentscheidungen haben. Ebenso kann auch die Versorgung mit Versicherungsschutzprodukten (z. B. Lebens- oder Rentenversicherungen) eine Auswirkung darauf haben, dass Menschen an den Kapitalmärkten risikofreudiger agieren. Kann bedeutet aber nicht muss, denn monokausale Begründungsmuster funktionieren in einfachen Modellen, weniger in der Realität.

Erfolg in Finanzfragen kann beispielsweise mit Gewinnen und Verlusten gemessen werden. Bezugspunkte sind Kaufkurse oder der Anfangsbestand einer Vermögensposition. Ebenso wie zur Bewertung von Gewinnen und Verlusten ein Bezugspunkt benötigt wird, ist dies auch für die Beurteilung von Irrationalität erforderlich. Objektiver Bezugspunkt für das Erkennen von Irrationalität ist das Modell des Homo oeconomicus, der im Verlauf der einzelnen Kapitel immer wieder als Referenzgröße aufgegriffen wird.

In Hauptkapitel II werden wir uns dann mit den aus unserer Sicht wichtigsten Heuristiken (Daumenregeln für schnelles Entscheiden) und Biases (systematische, kognitive Verzerrungen, denen wir bei Finanzentscheidungen unterliegen können) beschäftigen. Wenn man die einschlägige Forschung konsultiert oder im Internet nach Biases sucht, findet man eine Vielzahl an bis heute erforschten und belegten systematischen Verzerrungen. Wir mussten eine Auswahl treffen und erheben daher keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Unser Ziel ist es, ein grundlegendes Verständnis für die Materie zu vermitteln.

In der folgenden Übersichtsdarstellung (► Abb. E.3) haben wir die von uns ausgewählten Heuristiken und Biases aufgeführt und diese Darstellung soll verdeutlichen, dass das Zusammenwirken der Effekte durchaus komplexer Natur ist.

Es gibt eine grundsätzliche Struktur, der ein Entscheidungsprozess folgt. Informationswahrnehmung, Informationsverarbeitung und Informationsbewertung sowie letztendlich die Entscheidungsfindung bilden den Kern dieser Struktur. Begleitet wird

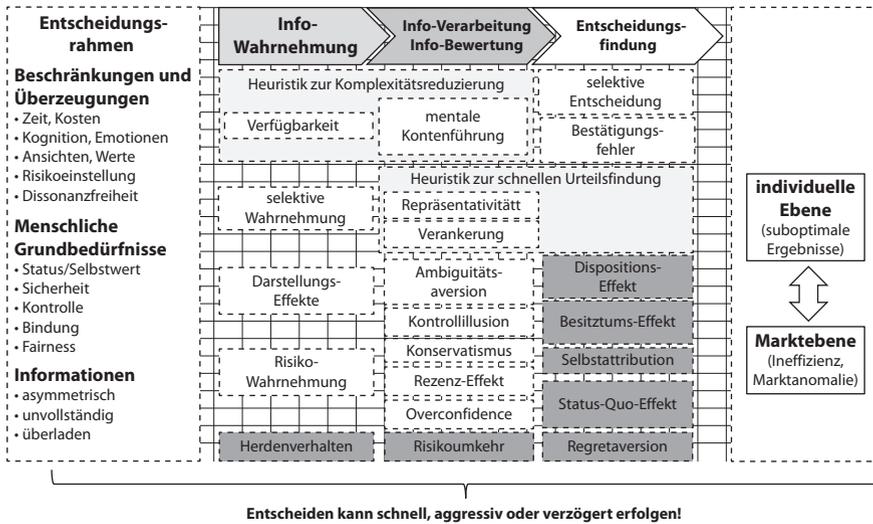


Abb. E.3: Übersicht über die im Buch aufgegriffenen Heuristiken und Biases (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Agrawal, 2012, S. 13)

dies von individuellen Beschränkungen (z. B. Emotionen), Einstellungen zu Risiken oder das Eintreten für bestimmte Werte, um nur einige Aspekte aufzugreifen. Zudem ist die Informationsbasis, auf deren Grundlage wir entscheiden müssen, nicht immer eindeutig. Bisweilen verfügen wir über zu viele Informationen, in anderen Situationen mangelt es uns an umfangreichen oder guten Daten. Selbst bei verfügbaren Informationen können wir nicht immer sicher sein, dass diese objektiv und ausreichend sind – Ökonomen sprechen dann von asymmetrischer Informationsverteilung.

Asymmetrische Informationen sind gegeben, »wenn eine Seite besser als die andere Seite über die relevanten Eigenschaften des am Markt gehandelten Gutes informiert ist. Dieser Fall ist z. B. im Verhältnis zwischen Gläubiger und Schuldner, Aktionär und Vorstand oder Arbeitgeber und Arbeitnehmer bedeutsam, außerhalb des Marktes aber auch zwischen Politiker und Wähler.« (Brümmerhoff, 2011, S. 98)

Asymmetrische Informationen waren etwa einer der Auslöser der Finanzkrise 2008/09: Viele private Investoren hätten das ein oder andere Finanzprodukt nicht gekauft, wenn ihnen das wahre Risiko, das dem Anbieter bekannt war, bewusst gewesen wäre. Der Dieselskandal bei VW und die aktuellen Betrugsvorwürfe gegen Wirecard sind weitere Beispiele für asymmetrische Informationen, wenngleich hier auch noch kriminelle Energie hinzukommt.

Entscheidungsprozesse verlaufen selten linear, vielmehr finden wechselseitige Beeinflussungen statt. So wirkt beispielsweise die selektive Informationswahrneh-