

Behavioral Finance

Theorie und praktische Bedeutung im Fondsmanagement

Michael Schönhart

In den Wirtschaftswissenschaften wird der Finanzmarkt üblicherweise als hoch effizient dargestellt, und die Marktteilnehmer werden als uneingeschränkt rational angenommen. Trotzdem treten in der praktischen Beobachtung immer wieder von den traditionellen Wissenschaften nicht erklärbare Phänomene oder sog. Marktanomalien auf. Die wichtige Neuerung der „Behavioral Finance“ ist, dass sie Forschungsergebnisse aus anderen Disziplinen, insb. Psychologie und experimenteller Kapitalmarktforschung, mit einbezieht, um Erklärungsmodelle für diese Phänomene und das Verhalten der Finanzmärkte zu bieten.

1. Historische Konzepte

Die historischen Vorläufer des jetzt, nicht zuletzt wegen der Finanzmarktkrise, wieder so aktuellen Themas Behavioral Finance sind um 1930 in den Lehren der **österreichischen Schule der Nationalökonomie** (Austrian School of Economics) mit so bedeutenden Vertretern wie Ludwig von Mises oder Friedrich August von Hayek zu finden. Die damaligen Theorien ähneln dem modernen Ansatz in der Hinsicht, dass das Handeln von Individuen mit ihrem subjektivem Wissen, ihren Bedürfnissen, Erwartungen und Wertungen den Marktpreis und das Verhalten des Marktes bestimmt.

Im Gegensatz dazu geht die klassische und neoklassische Wirtschaftstheorie vom Menschenbild des rationalen Nutzenmaximierers aus. Dieser sog. **Homo oeconomicus** ist ein theoretisch angenommener Marktteilnehmer, der über vollständige Information verfügt, ausschließlich seinen eigenen Nutzen maximiert und überdies ausnahmslos rational agiert. Schon 1955 prägte der Wirtschaftsnobelpreisträger Herbert Alexander Simon den Begriff **begrenzte Rationalität** („bounded rationality“). Er korrigierte damit die klassischen ökonomischen Annahmen und beschreibt ein realistischeres Menschenbild: Der Mensch hat nur limitierte kognitive Ressourcen für die Informationsverarbeitung und für seine Entscheidungsfindung zur Verfügung.

2. Behavioral Finance

Spätestens seit 1990 können die Theorien der Behavioral Finance zum Mainstream der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung gezählt werden. Höhepunkt ist sicher die Vergabe des Wirtschaftsnobelpreises an Daniel Kahneman und Vernon Lomax Smith im Jahr 2002. Beide erhielten den Preis für ihre Pionierarbeiten mit dem Ziel, ein realistischeres Menschenbild in den Wirtschaftswissenschaften zu etablieren. Kahneman, ein Psychologe mit PhD der University of California, Berkeley, wurde prämiert für seine Leistungen auf dem Gebiet der **Psychologie des menschlichen Entscheidungsverhaltens**, Vernon L. Smith, ein Ökonom der Harvard-Universität, für seine empirischen Untersu-

chungen von experimentellen Märkten, einem Forschungszweig der **experimentellen Ökonomie**.

Heutzutage versucht man mit immer ausgefeilteren Methoden noch bessere Einsichten in das menschliche Entscheidungsverhalten unter Unsicherheit zu erlangen. Als neuer Forschungszweig sei hier die Neuroökonomie genannt, welche mit nichtinvasiven Methoden (z. B. Magnetresonanztomografie) versucht, den Akteuren am Finanzmarkt (z. B. Aktienhändlern) während des Entscheidens direkt in das Gehirn zu schauen.

3. Bedeutung in der Praxis

Die Forschungsrichtung Behavioral Finance liefert **Erklärungsmodelle** für bestimmte Phänomene an den Finanzmärkten, die vielen Fondsmanagern und auch Privatanlegern aus ihrer praktischen Erfahrung schon lange bekannt sind. Wer kennt nicht das unvermeidliche Herdenverhalten besorgter Marktteilnehmer, das zu drastischen Kursverlusten führt, die wiederum weitere Panik an den Märkten auslösen können? Oder umgekehrt: das Herdenverhalten, das Kaufräusche auslöst und so unvermeidlich zur nächsten Blase an den Finanzmärkten führt, die dann wieder platzen muss um, erneut Panik und weitere Kursstürze auszulösen. Ein weiteres Beispiel dieser **Markt-anomalien**, die in der Praxis Bedeutung haben, sind Trends in den Kursen von Aktien oder Indizes. Der Fondsmanager kann dieses Wissen nutzen, um möglichst früh bei einem beginnenden Trend einzukaufen und nach der Trendwende möglichst schnell mit einem Gewinn zu verkaufen.

Ein für Privatanleger interessantes Thema ist die sog. **Verlustaversion** („loss aversion“). Die Theorie unterstellt eine asymmetrische Nutzenfunktion, d. h., Gewinne in einer bestimmten Höhe bringen weniger Freude, als Verluste im selben Ausmaß emotional schmerzen. Empirische Untersuchungen ergaben, dass Verluste die ca. 2,5-fache emotionale Wirkung eines Gewinns im selben Ausmaß haben. Dies führt dazu, dass Anleger eher dazu geneigt sind, **verlierende Positionen** (z. B. Aktien) **weiter zu halten** und **Gewinne zu früh zu realisieren**. Um an den Finanzmärkten erfolgreich zu sein, sollte man genau das Gegenteil tun: Verlustpositionen früh glattstellen und Gewinne laufen lassen.

Im Fondsmanagement können die Erkenntnisse der Behavioral Finance am besten in einem **rein quantitativen Investmentprozess** systematisch umgesetzt werden. Einerseits wird dadurch der Einfluss menschlicher Emotionen bei der Investmententscheidung weitgehend ausgeschaltet, andererseits kann die systematische Umsetzung gewährleistet werden. Weiters kann mithilfe historischer Analysen die quantitative Portfoliosteuerung einer genaueren Überprüfung unterzogen werden, um ein für den Fonds **adäquates Ertrags-Risiko-Profil** zu erstellen.



Dr. Michael Schönhart, MBA, CFA, FRM, ist Senior Fondsmanager im Bereich Quantitative Research in der BAWAG P.S.K. Invest.