

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).

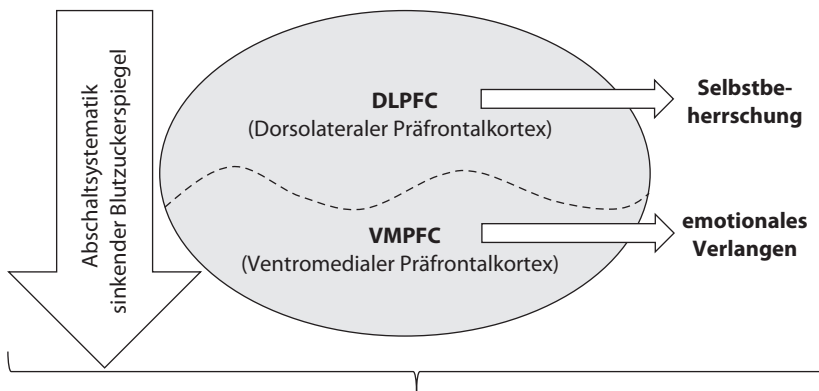
Wir haben dieses Buch in drei Hauptteile mit folgender Logik gegliedert:

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

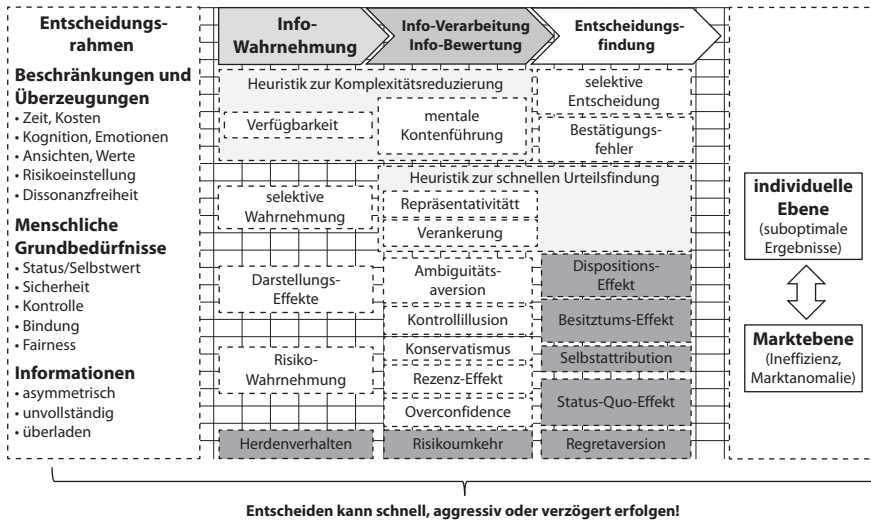


Abb. E.3: Übersicht über die im Buch aufgegriffenen Heuristiken und Biases (Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Agrawal, 2012, S. 13)

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-

mung (manchmal sehen wir nur, was wir sehen wollen) unmittelbar auf unser Risiko- und Kontrollempfinden und führt dann zu selektivem Entscheiden. Dies erfolgt jedoch unter Einbeziehung grundlegender Risikoeinstellungen und Wertvorstellungen, die den Rahmen des Entscheidungsprozesses determinieren. In Summe kann die Entscheidung dann entweder auf das Individuum zurückwirken oder, sofern die Masse ähnlichen Mustern folgt, auf die Märkte insgesamt. Uns ist es daher wichtig, darauf hinzuweisen, dass die betrachteten Heuristiken und Biases nicht isoliert betrachtet werden sollten, sondern man muss sich ihrer wechselseitigen Beeinflussungen bewusst sein. In der graphischen Darstellung haben wir diesen Sachverhalt durch das hinterlegte Gitternetz abgebildet. Zudem sind eher emotionale Biases (Herdenverhalten, Risikoumkehr, Dispositions-Effekt, Besitztums-Effekt, Selbstattribution, Status-quo-Effekt und die Regretaversion) hervorgehoben, die übrigen Biases und Heuristiken der Übersicht sind eher kognitiv geprägt (► Abb. E.2). Es ist schon wichtig zu wissen, ob schlechte Entscheidungen eine emotionale oder in kognitive Ursache haben.

In Hauptkapitel III greifen wir einige Ideen auf, wie Finanzentscheidungen »besser« getroffen werden könnten, wobei der Schwerpunkt auf kognitiven Verzerrungen (kognitiven Störungen des Entscheidungsprozesses) liegt. Emotionale Verzerrungen sind weitaus schwerer zu handhaben und bedürfen meist eines psychologisch geschulten Beraters.

Seit einiger Zeit wird das **Nudging** (vom englischen »to nudge« für »schubsen«) in Wissenschaft und Praxis durchaus kontrovers diskutiert. Durch das Nudging soll bewirkt werden, dass Menschen vor Fehlern bewahrt werden. Leichte Schubser in die richtige Richtung sollen, unter Beibehaltung der freien Alternativenwahl, Verbesserungen im Entscheidungsverhalten herbeiführen (Thaler & Sunstein, 2012, S. 14 ff.).

Da sich das vorliegende Buch auch und gerade an Menschen richtet, die einer Tätigkeit im Finanzsektor (etwa in der Finanzberatung) nachgehen oder diese anstreben, erscheint aus unserer Sicht das Nudging eine geeignete Vorgehensweise zu sein, um im Sinne der Kunden der Aufgabe als Finanzberater nachkommen zu können. Beratung ist nie wertfrei und verfolgt immer eine Absicht. Sofern die Absicht aber im Einklang der Interessen von Kunden, Beratern und der betroffenen Unternehmen steht, kann und wird sich daraus eine nachhaltige Beratungsleistung ergeben.

Ferner plädieren wir für einen Perspektivenwechsel im Kontext der Vermeidung von schädlichen Heuristiken und Biases (der *Advocatus Diaboli* etwa ist hierfür bestens geeignet) und bringen den *Homo oeconomicus* ins Spiel, wenn es denn die Situation zulässt. Bei kognitiven Verzerrungen ist eine sachorientierte Faktenvermittlung grundsätzlich geeignet, um zu besseren Entscheidungen zu gelangen. Denn bei klar strukturierten Entscheidungssituationen (z. B. beim Vergleich eindeutiger Produkt- oder Investitionsalternativen) ist eine Optimierung möglich und geboten. Bei emotionalen Verzerrungen hingegen, wenn Kunden beispielsweise schlecht ge-

launt oder beseelt sind, werden Fakten schwierig an die Entscheider heranzubringen sein.

Da die Zielgruppe dieses Buches u. a. Studierende im Bachelorstudium sind und wir zudem versuchen, auch Praktiker mit diesem Werk in die Grundlagen der Behavioral Finance einzuführen, sind den Kapiteln bisweilen kurze, möglichst realistische Fallstudien zugeordnet.

Wir können mit unserem Ansatz sicherlich nicht allen Ansprüchen gerecht werden. Sowohl bei der inhaltlichen Strukturierung als auch bei der Auswahl der aufgegriffenen Themen mussten wir, wie im echten Leben auch, Kompromisse eingehen. Vielleicht ist uns dieser Kompromiss ja gelungen (Unterliegen wir etwa dem Optimismusbias?) oder aber wir hätten einen anderen Ansatz wählen sollen (Plagt uns vielleicht die Regretaversion?). Aber als Volkswirte sind wir geübt darin, im Nachhinein zu begründen, warum etwas gut oder weniger gut gelaufen ist.

Ein derartiges Buchprojekt ist nicht allein umsetzbar und wir wissen, dass wir hierbei Unterstützung hatten. Wir danken Herrn Dr. Uwe Fliegau vom Kohlhammer Verlag für die freundliche, professionelle und zielführende Begleitung beim Entstehen des Werks.

Ein ganz besonderer Dank gebührt unseren Ehefrauen. Sie gaben Hinweise für das bessere Verständnis einzelner Passagen und sind eine wertvolle Stütze in allen beruflichen wie auch privaten Belangen. Daher widmen wir dieses Buch Ulrika Hilbert und Sonja Metzner.

Falls es in der inhaltlichen Darstellung trotz gebotener Sorgfalt zu Fehlern gekommen sein sollte, können wir leider nicht selbstwertdienlich argumentieren und anderen die Schuld zuweisen, sondern müssen es uns selbst anlasten.

Mannheim und Heidelberg,
im Februar 2021

Stefan Hilbert und Thomas Metzner

Literatur

- Agrawal, K. (2012): Conceptual Framework of Behavioral Biases in Finance, in: *The JUP Journal of Behavioral Finance*, IX (1), 7-18
- Beck, H. (2014): *Behavioral Economics. Eine Einführung*, Wiesbaden
- Brümmerhoff, Dieter (2011): *Finanzwissenschaft*, 10. Auflage, München
- Daxhammer, R. J. & Facsar, M. (2018): *Behavioral Finance*, 2. Auflage, Konstanz und München
- Deutsche Börse (2020): DAX-Chart, online: <https://www.boerse-frankfurt.de/index/dax?mic=XETR>; abgerufen am 6.6.2020
- Hare, T. A., Camerer, C. F. & Rangel, A. (2009): Self-Control in Decision-Making Involves Modulation of the vmPFC Valuation System, in: *Science*, Vol. 324, May, 646 - 648
- Kiesel, A. (o.J.): Verarbeitet das Gehirn 95 Prozent aller Informationen unbewusst?, online: <https://www.spektrum.de/frage/verarbeitet-das-gehirn-95-prozent-aller-informationen-unbewusst/1616926>, abgerufen am 22.7.2020
- Thaler, R. H. & Sunstein, C. R. (2012): *Nudge. Wie man kluge Entscheidungen anstößt*, 2. Auflage, Berlin