



# Der Lockruf der Herde

## *Über den Einfluss des Herdenverhaltens in der Fonds-Industrie*

Von Andreas Oehler und Stefan Wendt

Ein bekanntes Phänomen: Das Verhalten eines Einzelnen oder einiger weniger steckt die gesamte Gruppe an, es kommt zu einem Herdenverhalten. Auch Fondsmanager handeln auffällig häufig im Gleichklang, wie eine Studie der Universität Bamberg herausgestellt hat. Hieraus ergibt sich die Frage, welche Ursachen für Herdenverhalten existieren und welche Konsequenzen es für die Fonds-Industrie hat. Insbesondere in der momentanen Krisensituation ist zu klären, welche Rolle das Herdenverhalten hierbei spielt.



Herdenverhalten ist nicht einfach nur ein gleichgerichtetes Verhalten mehrerer Investoren beziehungsweise ein hoch positiv korreliertes Verhalten, sondern vielmehr die Veränderung des Verhaltens oder der Erwartung eines Entscheiders als Ergebnis eines realen oder illusorischen – sozialen – Drucks. Dieser Druck kann sowohl durch mentale Prozesse, etwa durch die Ähnlichkeit in der Wahrnehmung und Interpretation von Informationen, als auch durch (pekuniäre) Anreize oder treuhänderische Pflichten (Rechnungslegung) hervorgerufen werden. Im Falle ersterer Ursachen liegt Observational beziehungsweise Information Herding vor, bei letzteren Ursachen spricht man von Reputational Herding oder von Herding durch Payoff and Network Externalities.

Ähnlich der Erkenntnis aus der Entscheidungstheorie, dass auch eine Nicht-Entscheidung eine Entscheidung darstellt, gilt auch hier, dass Passivität und Bestandswahrung das Ergebnis von Herdenverhalten sein kann. In diesem Fall liegt ein sogenanntes Passives Herding vor. Alle Finanzmarktteilnehmer können einem Herdenverhalten unterliegen.

### Ursachen und Konsequenzen von Herdenverhalten

In der Literatur zum Herdenverhalten in Finanzmärkten, die sich weitestgehend auf Untersuchungen des Aktienmarktes beschränkt, werden die oben genannten Ursachen zumeist mithilfe der in Tabelle 1 dargestellten Modellvorstellungen abgebildet. Während die Ansätze auf Grundlage der Informationsakquisition, des Agency-Problems und des Kaskadenmodells für die Erklärung direkter Wirkungszusammenhänge geeignet sind, lassen sich mit Hilfe des Epidemiemodells und des Beauty Contests neben direkten Wirkungszusammenhängen auch indirekte Wirkungszusammenhänge über Finanzintermediäre im weiteren Sinne, wie zum Beispiel Analysten oder Broker, erklären.

Das Herdenverhalten hat Auswirkungen sowohl auf die Funktionsweise als auch auf das Ergebnis von Finanzmärkten. So wurde für den amerikanischen Aktienmarkt festgestellt, dass Aktien, die ein großes Handelsvolumen aufweisen, das heißt, die von einer großen Anzahl Anleger nachgefragt werden, eine geringere Rendite und eine höhere Volatilität als die übrigen Aktien aufweisen. Auch allein die Tatsache, dass institutionelle Anleger Herdenverhalten zeigen, hat bereits einen potenziellen Preiseinfluss.

Insbesondere im Zusammenhang mit Krisensituationen kommt dem Herdenverhalten eine weitere bedeutende Rolle zu. Zunächst kann es eine Abwärtsspirale in Gang setzen, indem zum einen eine breite Masse an Investoren zeitgleich Mittel aus bestimmten Anlageklassen wie zum Beispiel Investmentfonds abzieht und zum anderen die hierdurch betroffenen Fondsmanager gleichgerichtet Umschichtungen in den Portfolios vornehmen, etwa durch den Verkauf der gleichen Aktien und die Aufstockung der liquiden Mittel. Darüber hinaus kann die Aufwärtsbewegung nach der Krise dadurch verzögert werden, dass sich eine Vielzahl von Investoren passiv verhält, um die Entscheidungen der anderen Investoren abzuwarten.

Modell	Erklärung
<b>Informationsakquisition</b>	Fondsmanager suchen nur dann nach neuen Informationen, wenn andere diese auch tun.
<b>Agency-Problem</b>	Die Kontrolle der Verantwortlichkeit nach externen („allgemeinen“) Maßstäben (Benchmark) in Verbindung mit der Vernachlässigung eigener („privater“) Informationen führt dazu, dass unprofitable Entscheidungen einen geringeren Reputationsverlust mit sich bringen, wenn andere dieselbe (Fehl-)Entscheidung getroffen haben.
<b>Kaskadenmodell</b>	Informationen über beobachtbare frühere Entscheidungen von Investoren (Konkurrenten) werden höher eingeschätzt als eigene („private“) Informationen.
<b>Epidemiemodell, „Ansteckung“ (Contagion)</b>	Das Interesse oder die Aufmerksamkeit Institutioneller für eine Aktie wird stärker durch andere Entscheider beeinflusst als durch systematische, fundamentale Analysen.
<b>„Beauty Contest“</b>	Die Erwartungsbildung der Investoren, die nicht (vollständig) über die fundamentalen Informationen verfügen, hängt hauptsächlich vom Verhalten und von den Erwartungen der anderen Anleger ab.

Tabelle 1: Modellvorstellungen zum Herdenverhalten

### Ergebnisse bisheriger Untersuchungen

In empirischen Untersuchungen wird Herdenverhalten zumeist in einer von zwei Ausprägungsformen gemessen: als Stock-picking Herding, auch Excess Herding genannt, oder als Benchmark Herding, auch als Market-wide Herding bezeichnet. Wird Stock-picking Herding untersucht, erfolgt dies unter Berücksichtigung eines Marktfaktors, der zum Beispiel Liquiditätszuflüsse widerspiegelt. Das heißt unter anderem, dass gleichgerichtete Kaufentscheidungen institutioneller Investoren, die aus Mittelzuflüssen in die Fonds-Industrie resultieren, nicht zum Herdenverhalten gezählt werden.

Während diese Bereinigung bei Unterstellung eines passiven Fondsmanagements durchaus sinnvoll sein kann, führt sie bei der Untersuchung von Fonds mit aktivem Fondsmanagement zu einer Unterschätzung des Ausmaßes des Herdenverhaltens, da aktives Fondsmanagement insbesondere auch Mittelzuflüsse und -abflüsse zu individuellen Investitionsentscheidungen nutzen sollte. Für diese Fonds eignet sich deshalb eher eine Untersuchung auf Grundlage des Benchmark Herding, das heißt ohne Berücksichtigung eines Marktfaktors. Gleichgerichtete Kauf- oder Verkaufentscheidungen werden hierbei nicht um marktweite Herding-Effekte bereinigt.

Studien sowohl zum US-amerikanischen als auch zum deutschen Aktienmarkt konnten kaum Hinweise für Stock-picking Herding bei institutionellen Investoren finden. Insbesondere Untersuchungen, die bereits in den Jahren 1995, 1998 und 2000 am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzwirtschaft an der Universität Bam-

berg durchgeführt wurden, konnten jedoch sehr deutliches Benchmark Herding sowohl im Aktienmarkt als auch im Bondmarkt nachweisen.

### Das aktuelle Forschungsprojekt

Das aktuelle Forschungsprojekt am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzwirtschaft an der Otto-Friedrich-Universität Bamberg zum Herdenverhalten in der Fonds-Industrie reiht sich nahtlos in die am Lehrstuhl bereits seit Mitte der 1990er Jahre – neben weiteren Forschungsschwerpunkten – durchgeführte Forschung im Themenbereich Behavioral Finance beziehungsweise Behavioral Economics ein. Es zeigt eine enge Verknüpfung zur Erforschung weiterer Phänomene im Anlageverhalten privater und institutioneller Anleger, zum Beispiel zum Home Bias, das heißt, zur Fokussierung der Anleger auf inländische Wertpapiere bei gleichzeitiger Vernachlässigung ausländischer Wertpapiere.

Da sich die Branche der Investmentfonds seit oben genannten Untersuchungen inzwischen zu einer regelrechten Finanzdienstleistungsindustrie weiterentwickelt hat, und aufgrund der Auswirkungen auf den Finanzmarkt durch die preisbewegende Kraft der täglichen Orders hat die Thematik einen starken Bedeutungszuwachs erfahren. Das Projekt untersucht das Kauf- und Verkaufverhalten von Publikumsfonds mit überwiegendem Aktienanteil, die von den fünf größten deutschen Fondsgesellschaften verwaltet werden. Die Fondsgesellschaften haben dankenswerterweise die hierfür notwendigen Daten zur Verfügung gestellt.

Zur Analyse wurden bisher die Portfoliozusammensetzung und -veränderungen von 79 Fonds, die in Bezug auf das Fondsvolumen insgesamt einen Marktanteil von circa 70 Prozent repräsentieren, für den sechsjährigen Zeitraum von 2000 bis 2005 erfasst. Datenquellen sind hierzu die Halbjahres- und die Jahresberichte sowie die Zwischen- und die Rechenschaftsberichte der einzelnen Fonds. Pro Fonds und Jahr wurden folglich zwei Berichte erfasst. Der Datensatz umfasst somit bis jetzt 948 Fondsberichte. Insgesamt wurden von den Fonds im Untersuchungszeitraum Aktien von über 6.000 verschiedenen Unternehmen gekauft oder verkauft.

### Erste Ergebnisse aus dem aktuellen Projekt

Die ersten Auswertungen der bisher erhobenen Daten zeigen, dass bei marktweiten Mittelzuflüssen und -abflüssen bis zu über 80 Prozent der Kauf- und Verkaufentscheidungen der Fondsmanager der untersuchten Fonds gleichgerichtet sind, das heißt, die Fondsmanager unterliegen dem Benchmark Herding. Bei Betrachtung des gesamten Datensatzes konnte jedoch kein Stock-picking Herding, also kein über das Benchmark Herding hinausgehendes Herdenverhalten festgestellt werden.

Detailliertere Ergebnisse können aus der Unterteilung des Datensatzes in drei Fondsgruppen mit unterschiedlicher geografischer Ausrichtung der Investmentpolitik abgeleitet werden. Hierbei zeigt sich, dass Fondsmanager von Fonds, die in Aktien deutscher Unternehmen investieren, ein deutlich stärkeres Benchmark Herding aufweisen als Fondsmanager von Fonds mit europäischer oder globaler Ausrichtung der Investmentpolitik. Darüber hinaus zeigen Fonds mit Ausrichtung auf deutsche Aktien ein geringes, aber dennoch eindeutiges Stock-picking Herding. Bei ihnen liegt Herdenverhalten folglich nicht nur bei Mittelzuflüssen oder -abflüssen vor.

Trotz der Entwicklungen, die der Aktien- und der Fondsmarkt seit dem Jahr 2000 erlebt haben, kann keine ökonomisch relevante Veränderung im Ausmaß des Herdenverhaltens über den Untersuchungszeitraum beobachtet werden. Gemäß der Definition des Herdenverhaltens ist zu schlussfolgern, dass die Fondsmanager einem realen oder illusionären Druck (Reporting, Rechnungslegung) unterliegen, der ihre Entscheidungen beeinflusst.



Hierdurch leiden die Anleger potenziell unter einem schwachen Anlageergebnis, das sich in einer verringerten Rendite, in einem höheren Risiko oder in einer Kombination beider Effekte ausdrückt.

### Weiteres Vorgehen im Forschungsprojekt

Um die Aussagekraft der Untersuchung weiter zu erhöhen und um die Aktualität des Datensatzes weiterhin zu gewährleisten, soll der Datensatz in Bezug sowohl auf den Marktanteil als auch auf die aktuelle Entwicklung der Fonds weiter ergänzt werden. Mit der so vervollständigten Untersuchung soll außerdem der Frage nachgegangen werden, ob bei unterschiedlichen Aktienkategorien (zum Beispiel bei verschiedenen Branchen oder Ländern) ein Unterschied im Ausmaß des Herdenverhaltens festgestellt werden kann. Außerdem soll der Frage nachgegangen werden, welche konkreten Ursachen zugrunde liegen, also ob mentale Prozesse oder ob Anreize das Herdenverhalten der Fondsmanager auslösen.

### Literatur

**Andreas Oehler und George Goeth-Chi Chao:**

Institutional Herding in Bond Markets. Bamberg: Universität Bamberg 2000 (Working Paper).

**Andreas Oehler, Marco Rummer und Stefan Wendt:**

Portfolio Selection of German Investors: On the Causes of Home-Biased Investment Decisions. In: The Journal of Behavioral Finance 9 (2008), H. 3, S. 149–162.

**Andreas Oehler und Stefan Wendt:** Herdenverhalten

in der Fonds-Industrie? In: Finanzierung, Investition und Entscheidung. Einzelwirtschaftliche Analysen zur Bank- und Finanzwirtschaft. Festschrift für Michael Bitz. Hrsg. von Andreas Oehler und Udo Terstege. New York, Wien: Springer; Bank Verlag 2008, S. 64–83.