

Anlegerverhalten in Theorie und Praxis

Im Gefolge der Finanzkrise kam es an den Finanzmärkten zu starken Kursausschlägen, und Anleger erlitten zum Teil deutliche Vermögensverluste. Davon waren nicht nur einzelne Finanzprodukte wie beispielsweise sogenannte Lehman-Brothers-„Zertifikate“ betroffen, sondern ganze Vermögensklassen. Anleger – insbesondere auch private Investoren – zeigten sich angesichts der entstandenen Verluste und den sich offenbarenden Fehlbewertungen an den Finanzmärkten stark verunsichert. Darüber hinaus tragen auch Entwicklungen zur Verunsicherung von Sparern bei, die schon vor der Finanzkrise einsetzten. So stiegen die Herausforderungen bei der Vermögensanlage durch eine kaum zu überschauende Zahl innovativer, aber oft sehr komplexer Finanzprodukte. Anleger können aus einer Vielzahl von derivativen Strukturen auswählen, die zumindest theoretisch eine verbesserte Risikodiversifikation zulassen, indem sie das Anlageuniversum vergrößern. Allerdings sind mit ihnen häufig Risiken verbunden, die oftmals schwer zu erkennen und zu quantifizieren sind.

Phänomene wie die Verunsicherung von Marktakteuren oder die Komplexität von Produkten beziehungsweise Entscheidungen werden von der klassischen Finanztheorie nur teilweise erfasst, da dieser die Annahme eines vollkommen rational agierenden Akteurs (Homo Oeconomicus) zugrunde liegt. Durch diese – für Zwecke der Modellbildung oftmals nützliche – Vereinfachung lassen sich jedoch typische Verhaltensmuster bei Anlageentscheidungen nur unzureichend beschreiben und erklären. Diese können die Erträge eines Portfolios häufig nachteilig beeinflussen. Der Blick auf verhaltenswissenschaftliche Erklärungsansätze (Behavioral Finance) erlaubt es hingegen, Kapitalmarktphänomene zu analysieren, die mit der klassischen Finanztheorie nicht zu erklären sind. Hierzu zählt die empirisch gut dokumentierte geringe Diversifikation von Anlegerportfolios ebenso wie die häufig feststellbare exzessive Handelsaktivität von Anlegern.

Die Erkenntnisse sowohl der klassischen Theorie als auch die Beobachtungen der verhaltenswissenschaftlichen Finanzmarktforschung haben zudem normative Implikationen für die Investitionsentscheidungen. Dies betrifft zum einen den Portfolioaufbau. Hierbei bleibt der aus der klassischen Finanztheorie bekannte Anlagegrundsatz, das Portfolio hinreichend zu diversifizieren, auch im Lichte der Ergebnisse der Behavioral-Finance-Forschung im Prinzip bestehen. Zum anderen lohnt es, die Motivation für den Erwerb und Verkauf von Wertpapieren kritisch zu hinterfragen. In diesem Zusammenhang ist auch die Frage relevant, ob es letztlich realistisch erscheint, dauerhaft bessere Ergebnisse als der „durchschnittliche Marktteilnehmer“ zu erzielen. Nur unter Bejahung dieser Prämisse erscheinen aktive Anlagestrategien sinnvoll. Auf der Ebene der Instrumentenwahl – Direkterwerb von Wertpapieren versus breit gestreute Investmentvehikel – findet schließlich oftmals die entscheidende Rolle von Kostenstrukturen zu wenig Beachtung. Normative Implikationen aus den Erkenntnissen der Behavioral-Finance-Forschung fließen zudem in Regulierungsvorhaben zur Verbesserung des Anlegerschutzes ein.

Behavioral Finance: ein Überblick

Die Behavioral Finance untersucht Verhaltensmuster von Marktteilnehmern ...

Für die Untersuchung der Verhaltensmuster von Marktteilnehmern hat sich der Begriff der Behavioral Finance herausgebildet. Der sogenannte „verhaltenswissenschaftliche Ansatz“ hat den Anspruch, das Geschehen auf Finanzmärkten mithilfe möglichst realitätsnaher Verhaltensannahmen zu beschreiben.¹⁾ Im Gegensatz zur Effizienzmarkthypothese aus der klassischen Finanztheorie erklärt die Behavioral Finance die Preisbildung auf den Finanzmärkten nicht ausschließlich über ökonomische Faktoren, sondern über das Zusammenspiel von ökonomischen, psychologischen und soziologischen Faktoren.

... und greift dabei unter anderem auf Erkenntnisse der Psychologie zurück

Ein zentrales Anliegen der Behavioral Finance gegenüber der klassischen Theorie (siehe Erläuterungen auf S. 47) besteht in einer realitätsnäheren Formulierung von Modellprämissen.²⁾ Die Ansätze der Behavioral Finance untersuchen dabei die Prozesse der Auswahl, Aufnahme und Verarbeitung entscheidungsrelevanter Informationen sowie der Erwartungsbildung und Entscheidungsfindung der Anleger. Dazu greift der verhaltenswissenschaftliche Ansatz gezielt auf Erkenntnisse anderer wissenschaftlicher Disziplinen wie der Psychologie zurück.³⁾

Der verhaltenswissenschaftliche Ansatz ...

Im Gegensatz zum typischen Investor der klassischen Finanztheorie genügt der Behavioral-Finance-Anleger nicht den äußerst strengen Rationalitätsannahmen eines Homo Oeconomicus.⁴⁾ Der verhaltenswissenschaftliche Ansatz berücksichtigt, dass Individuen Informationen nicht zur gleichen Zeit zu verarbeiten in der Lage sind und diese häufig

auch nicht systematisch auswerten. Sie lassen sich bei Entscheidungen zum Beispiel von irrelevanten Begleitumständen beeinflussen und treffen Investitionsentscheidungen häufig unter Zuhilfenahme von Faustregeln. Ferner können Anleger entgegen ihrem eigentlichen – oder dem unterstellten – Präferenzrahmen handeln und stehen unter dem Einfluss von ethischen oder emotionalen Motiven (z. B. Gebot der Fairness, Statusdenken). Die Vorstellung eines wohl informierten, nur auf den eigenen Nutzen bedachten und vollkommen rational handelnden Homo Oeconomicus wird bei verhaltenswissenschaftlichen Ansätzen somit fallen gelassen.

Ein wichtiges Ergebnis der Behavioral Finance ist, dass selbst auf Märkten mit rationalen Akteuren Marktineffizienzen und anhaltende Preisverzerrungen existieren können. Dieses „limits to arbitrage“-Argument⁵⁾ steht im Gegensatz zur traditionellen Theorie, die besagt, dass Preisabweichungen vom fundamentalen Wert eines Gutes nur temporär sein können, da auch bei Vorhandensein eines Teils nicht rational handelnder Investoren die (vollkommen) rationalen Investoren durch sogenannte

... lässt die Möglichkeit von Marktineffizienzen zu

1 Vgl.: M. Rabin (2002), A perspective on psychology and economics, in: European Economic Review, S. 657–685.

2 Vgl.: W. F. M. De Bondt und R. H. Thaler (1995), Financial decision-making in markets and firms: a behavioral perspective, in: R. A. Jarrow, V. Maksimovic und W. T. Ziemba (Hrsg.), North-Holland Handbook in Operations Research and Management Science, S. 385–410.

3 Vgl.: R. Shiller (2001), Human behavior and the efficiency of the financial system, in: J. B. Taylor und M. Woodford (Hrsg.), Handbook of Macroeconomics, S. 1305–1340.

4 Zum Begriff der Rationalität vgl.: N. Barberis und R. Thaler (2003), A survey of behavioral finance, in: G. M. Constantinides, M. Harris und R. Stulz (Hrsg.), Handbook of the Economics of Finance, S. 1051–1123.

5 Vgl.: N. Barberis und R. Thaler (2003), A survey of behavioral finance, a. a. O.

Die klassische Finanztheorie, die Effizienzmarkthypothese und das Leitbild des mündigen und eigenverantwortlichen Anlegers

Wesentlicher Eckpfeiler der klassischen Finanztheorie ist der rationale Investor. Ihm werden eine rationale Erwartungsbildung und rationale Entscheidungen zugeschrieben. Dies bedeutet, dass er diejenige Alternative wählt, die ihm persönlich den größten Nutzen bringt. Modelltheoretisch gesehen maximiert er seinen Erwartungsnutzen. Der so definierte Homo Oeconomicus besitzt eine eindeutige, vollständige und widerspruchsfreie Präferenzordnung, kennt alle Handlungsalternativen und kann jeder Alternative unter Ausnutzung aller Informationen ihren jeweiligen Zielerreichungsgrad zuordnen. Weiter postuliert die Theorie, dass Anleger eingegangene Risiken sicher quantifizieren können und Transaktionskosten vollständig berücksichtigen. Letztlich besitzen in diesem Rahmen alle Marktteilnehmer ein „korrektes“ und somit identisches Entscheidungsmodell. In diesen einfachen Modellen gelten Informationen als kostenlos und unbegrenzt zugänglich.

Fama (1970) verknüpft die Theorie rationaler Erwartungen mit der These informationseffizienter Kapitalmärkte. Hier sind in unterschiedlichen Abstufungen die verfügbaren und für die Einschätzung eines Vermögensgutes relevanten Informationen unmittelbar, vollständig und korrekt in den Preisen verarbeitet.¹⁾ Auf diesen Märkten existieren keine Informationsvorteile, die es einem Investor ermöglichen würden, nachhaltig eine höhere Rendite bei gleichem Risikoniveau zu erreichen (bzw. ein niedrigeres Risikoniveau bei gleicher Rendite). Da auf diesen Märkten alle verfügbaren Informationen verarbeitet sind, ist theoretisch der beobachtete Preis stets identisch mit dem sogenannten fairen oder fundamental gerechtfertigten Preis. Dieser ist der Gegenwartswert aller zukünftigen Netto-Zahlungseingänge, die der Investor aus dem Besitz des Vermögenstitels erwarten darf. Lediglich

1 Es werden drei Varianten der Informationseffizienz unterschieden. Die strenge Form ist dadurch gekennzeichnet, dass der Preis sämtliche Informationen vollständig und korrekt wiedergibt. Die halbstarke Form liegt vor, wenn der Kurs alle öffentlich zugänglichen Informationen reflektiert. Die schwache Form ist dadurch charakterisiert, dass der Kurs nur die in den historischen Wertpapierpreisen enthaltenen Informationen widerspiegelt. Vgl.: E.F. Fama (1970), Efficient capital markets: a review of

neue Informationen, die für alle Teilnehmer überraschend sind, können somit Kursveränderungen herbeiführen.

Die Annahmen rationaler Investoren beziehungsweise effizienter Märkte sind äußerst anspruchsvoll und in der Realität nur näherungsweise zu erfüllen, dennoch stellen sie grundsätzlich einen geeigneten und gängigen Rahmen für Finanzmarktmodelle dar. Jedoch hat nicht zuletzt die jüngste Finanzkrise gezeigt, dass diese Modelle oft nur einen begrenzten Erklärungsgehalt bieten können, da das Verhalten von Finanzmarktakteuren nicht oder nur unzureichend mit der klassischen Finanzmarkttheorie erklärt werden kann.

Trotzdem orientieren sich die regulatorischen Überlegungen zum Finanzverbraucherschutz häufig am Leitbild des aus der klassischen Finanztheorie stammenden Homo Oeconomicus.²⁾ Die Überwindung der Informationsasymmetrien zwischen Anbieter beziehungsweise Vermittler einerseits und Anleger andererseits ist zentraler Anknüpfungspunkt dieses Konzeptes. Die Position des Verbrauchers soll durch bessere Informationsversorgung gestärkt und dieser in die Lage versetzt werden, überlegte und an den eigenen Zielen und Möglichkeiten ausgerichtete Anlageentscheidungen zu treffen. Kennzeichen dieses Regulierungsansatzes sind insbesondere anbieterseitige Informations- und Offenlegungspflichten gegenüber dem Verbraucher, wie die Veröffentlichung von Verkaufsprospekten und Produktinformationen sowie die Offenlegung von Interessenkonflikten. Ergänzt wird dieser Ansatz in der Praxis unter anderem durch Maßnahmen zur Stärkung der Rechtsdurchsetzung von Verbrauchern sowie der Marktaufsicht über Anbieter von Finanzdienstleistungen.

theory and empirical work, in: Journal of Finance, Band 25, S. 383–417. — 2 „Unser Leitbild ist der gut informierte und zu selbstbestimmtem Handeln befähigte und mündige Verbraucher. Diesem Ziel verpflichtet, werden wir die Lebensqualität der Verbraucher erhöhen, durch mehr Transparenz, Aufklärung, Rechtsdurchsetzung und dort, wo es nötig ist, auch mit mehr Rechten.“ Vgl.: Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und FDP, 17. Legislaturperiode, vom 26. Oktober 2009.

Arbitrage (Ausnutzung von Preisunterschieden)⁶⁾ stets nach kurzer Zeit den fairen Preis wieder herstellen. Verschiedene Studien zeigen jedoch, dass auf Märkten fundamental nicht erklärbare Entwicklungen einen wesentlichen und längerfristigen Einfluss auf Preise haben können, die durch die Existenz von Transaktionskosten alleine nicht zu erklären sind.⁷⁾ Eine lang anhaltende Unter- oder Überbewertung von Wertpapieren ist beispielsweise auf Märkten möglich, in denen sogenannte Noise Trader⁸⁾ als eine Gruppe nicht fundamental handelnder Investoren den Marktpreis eines Titels so weit von seinem fairen Wert getrieben haben, dass selbst rational agierende Marktteilnehmer diese Fehlbewertung nicht kurzfristig korrigieren können. Entscheidend dafür ist, dass in der Praxis keine risikolosen Ausgleichsstrategien existieren und deshalb auch fundamental orientierte Investoren Positionen nicht zeitlich unbegrenzt aufrechterhalten können und sich dazu gezwungen sehen können, Verluste zu realisieren.

Anlegerverhalten, Erklärungsansätze und normative Implikationen

Im folgenden Abschnitt werden typische Verhaltensmuster von Anlegern und dazugehörige Erklärungsansätze vorgestellt. Dabei zeigt sich, dass Investoren mitunter Verhaltensmuster zeigen, die für die Erträge ihres Portfolios nachteilig sind.

Die Portfolios von Anlegern bestehen häufig aus nur wenigen Vermögensklassen, und innerhalb der verschiedenen Klassen ist das

Vermögen oft nur auf wenige Wertpapiere verteilt.⁹⁾ Dies hat zur Konsequenz, dass viele Anleger durch breitere Streuung ihres Vermögens ein niedrigeres Risiko realisieren könnten, ohne dafür im Zeitablauf geringere durchschnittliche Renditen in Kauf nehmen zu müssen.¹⁰⁾

Wenig diversifizierte Portfolios sind ein internationales Phänomen, das auch in Deutschland gut dokumentiert ist. So hielten im Jahr 2006 nach einer Befragung des Sozioökonomischen Panels (SOEP) rund 46 % der hiesigen Haushalte lediglich zwei bis drei verschiedene Anlageprodukte. Ein weiteres bemerkenswertes Ergebnis ist, dass etwa jeder

Wenig diversifizierte Portfolios sind auch in Deutschland gut dokumentiert

6 Unter Arbitrage versteht man die Ausnutzung von Preisunterschieden auf verschiedenen Märkten zur Erzielung von Gewinnen. Arbitrage-Geschäfte sind dann risikolos, wenn Kauf und Verkauf eines identischen Finanzprodukts gleichzeitig getätigt werden und von Kontrahentenrisiken (z. B. Kreditrisiko des Finanzintermediärs) abgesehen wird. Zum Teil wird auch das Eingehen von gegenteiligen Positionen bei (vermeintlich) ähnlichen Finanzprodukten als Arbitrage bezeichnet. Derartige Geschäfte sind dann per Definition risikoreich.

7 Vgl.: J.B. DeLong, A. Shleifer, L.H. Summers und R.J. Waldmann (1990), Noise Trader Risk in Financial Markets, in: Journal of Political Economy, Band 98, S. 703–738; A. Shleifer und R. Vishny (1997), The limits of arbitrage, in: Journal of Finance, Band 52, S. 35–55; A. Subrahmanyam (2007), Behavioral Finance: A Review and Synthesis, in: European Financial Management, Band 14, S. 12–29.

8 Als Noise Trader werden Investoren bezeichnet, deren Investitionsentscheidung nicht fundamental begründet ist. Black unterscheidet zwischen Noise und Information. Nur letztere hat einen Bezug zum fundamentalen Unternehmenswert. Vgl.: F. Black (1986), Noise, in: Journal of Finance, Band 41, S. 529–543.

9 Vgl. dazu z. B.: M. Blume und I. Friend (1975), The asset structure of individual portfolios and some implications for utility theory, in: Journal of Finance, Band 55, S. 585–603. Neuere Daten zu den USA finden sich z. B. in: J. C. Campbell (2006), Household Finance, in: Journal of Finance, Band 61, S. 1553–1604; zu Deutschland vgl.: N. Barasinska, D. Schäfer und A. Stephan (2008), Financial Risk Aversion and Household Asset Diversification, DIW Discussion Papers Nr. 807.

10 Alternativ dazu könnten Anleger durch breitere Streuung ihres Vermögens höhere durchschnittliche Renditen erzielen, ohne dafür ein höheres Risiko eingehen zu müssen.

fünfte Haushalt in seinem Portfolio sogar lediglich ein Anlageprodukt hält. Die beliebtesten Anlageformen sind hierbei klassische Produkte wie etwa Sparbücher, Lebensversicherungen oder Bausparverträge. Dagegen spielt die Direktanlage in Aktien oder festverzinsliche Wertpapiere bei der Vermögensbildung oft keine oder nur eine untergeordnete Rolle. Über 70 % beziehungsweise circa 85 % der Haushalte besitzen nach dieser Befragung keine Aktien oder Anleihen.¹¹⁾ Eine Erhebung des Deutschen Aktieninstituts (DAI) zu der Zahl der Anleger, die Aktien oder Aktienfonds besitzen, kommt zwar zu etwas anderen Ergebnissen als das SOEP, bestätigt jedoch den Gesamteindruck, nach dem Aktien als Vermögensanlagen deutscher Anleger nur eine untergeordnete Rolle spielen.¹²⁾ Demnach waren im Jahr 2008 lediglich etwa 8,6 Millionen Anleger im Besitz von Aktien oder Aktienfonds mit rückläufiger Tendenz. Dies entsprach einem Anteil von 13,3 % der Bevölkerung. Auch eine Auswertung der Daten der Bundesbank zu den Geldvermögen privater Haushalte (und privater Organisationen ohne Erwerbszweck) im Jahr 2009 kommt zu vergleichbaren Ergebnissen.¹³⁾ Demnach werden lediglich 3,9 % des Vermögens direkt in Aktien gehalten (allerdings mit leicht steigender Tendenz).¹⁴⁾

Anleger neigen zu „naiver“ Diversifikation ...

Anleger streuen ihr Vermögen häufig nicht nur auf wenige Vermögensklassen, sondern verhalten sich auch nicht (oder nur begrenzt) rational, wenn sie ihr Vermögen auf verschiedene Anlageklassen verteilen. Anleger neigen beispielsweise häufig zu sogenannter „naiver“ Diversifikation.¹⁵⁾ Dies ist dann der Fall, wenn der Portfoliozusammensetzung kein

vollkommen rationales Kalkül zugrunde liegt, sondern diese mehr oder weniger willkürlich – zum Beispiel durch Anwendung von Daumenregeln („Heuristiken“¹⁶⁾) – zustande kommt. Eine Daumenregel, die häufig Anlageentscheidungen zugrunde liegt, ist die sogenannte $\frac{1}{n}$ -Heuristik.¹⁷⁾ Anleger, die im Einklang mit dieser Methode verfahren, teilen ihr Vermögen gleichmäßig auf die Anlageklassen oder Wertpapiere auf, die ihnen geläufig oder zum Zeitpunkt der Anlageentscheidung im Bewusstsein sind. Ein plastisches Beispiel stammt aus den USA. Dort sind Fondssparpläne weit verbreitet, die Unternehmen ihren Arbeitnehmern zur Altersvorsorge anbieten. Bei diesen Plänen trifft das Unternehmen eine Vorauswahl über die verschiedenen Investmentfonds, aus denen der Arbeitnehmer auswählen kann. Es zeigt sich, dass diese Vorauswahl einen deutlichen Einfluss auf die tatsächliche Fondsaus-

11 Vgl.: N. Barasinska, D. Schäfer und A. Stephan (2008), Financial Risk Aversion and Household Asset Diversification, a. a. O.

12 Vgl.: Deutsches Aktieninstitut e. V. (2010), Aktienanlage: Soziale Schere öffnet sich, DAI-Kurzstudie 2/2010.

13 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland 1991 bis 2009, Statistische Sonderveröffentlichung 4, Juni 2010.

14 Darüber hinaus wurden 11,9 % des Vermögens in Investmentfonds investiert, die wiederum zum Teil in Aktien investiert sind.

15 Vgl. z. B.: S. Benartzi und R. H. Thaler (2001), Naive diversification strategies in defined contribution saving plans, in: American Economic Review, Band 91, S. 79–98.

16 Zu ausführlicheren Darstellungen der Rolle von Heuristiken vgl. z. B.: R. Shiller (2001), Human behavior and the efficiency of the financial system, in: J. B. Taylor und M. Woodford (Hrsg.), Handbook of Macroeconomics, S. 1305–1340, sowie S. Benartzi und R. H. Thaler (2002), How much is investor autonomy worth?, in: Journal of Finance, Band 57, S. 1593–1616.

17 Mit „n“ wird die Anzahl der Anlagealternativen bezeichnet. Würde das Anlageuniversum eines Anlegers z. B. aus „Aktien“ und „Anleihen“ bestehen, wäre $n=2$. Investoren, die ihr Vermögen gemäß der $\frac{1}{n}$ -Heuristik anlegen, würden je 50 % ($=\frac{1}{2}$) ihrer Mittel in Aktien bzw. Anleihen halten.

wahl der Anleger hat,¹⁸⁾ da diese häufig die vom Unternehmen getroffene Vorauswahl in ihrer Anlageentscheidung „imitieren“. Während beispielsweise Arbeitnehmer, denen vier Aktienfonds und lediglich ein Rentenfonds angeboten wurden, im Schnitt 75 % ihrer Mittel in Aktien investierten, legten jene, denen ein Aktienfonds und vier Rentenfonds angeboten wurde – also das umgekehrte Verhältnis –, nur durchschnittlich 34 % der Mittel in Aktienfonds an.¹⁹⁾

... und bevorzugen Papiere des Heimatmarkts

Viele Vermögen sind auch deswegen nur gering diversifiziert, weil sie zu sehr auf ihren Heimatmarkt fokussiert sind (Home Bias), das heißt, im Portfolio vieler Anleger stammen überproportional viele Titel aus dem heimischen Markt. Obwohl die Liberalisierung der Kapitalmärkte und die Einführung der gemeinsamen Währung in Europa den Home Bias bereits stark verringert haben, ist nach wie vor eine deutliche Überrepräsentanz heimischer Anlageobjekte zu beobachten. Im Durchschnitt sank der Anteil der Anlagen im jeweils heimischen Markt bei Aktien fast aller Länder des Euro-Raums zwischen 1991 und 2007 deutlich von 84 % auf etwa 59 %. Bei Schuldverschreibungen nahm die Verzerrung zugunsten einheimischer Wertpapiere ebenfalls von 91 % auf 58 % ab.²⁰⁾

Als Gründe für den Home Bias werden die zumeist höheren Transaktions- und Informationskosten im Falle einer Anlage in ausländische Titel angeführt. Mit den Transaktionskosten alleine lässt sich allerdings die übermäßige Vorliebe für Titel aus dem Heimatmarkt in der Regel nicht erklären. Auch haben Anleger für den Heimatmarkt häufig keine besse-

ren Informationen, sie scheinen sich aber für kompetenter in der Beurteilung der heimischen wirtschaftlichen Entwicklung zu halten.²¹⁾ Allerdings ist die Bevorzugung von Papieren des Heimatmarkts nicht in jedem Falle als irrational anzusehen, da sich zum Beispiel die rechtlichen Rahmenbedingungen nach wie vor teils erheblich unterscheiden. So zeigten sich etwa bei der Abwicklung grenzüberschreitender Einlegerentschädigung regulatorische Lücken.

Empirische Beobachtungen weisen außerdem darauf hin, dass die durch häufiges Handeln anfallenden höheren Transaktionskosten durchschnittlich nicht durch entsprechende Mehrerträge kompensiert werden.²²⁾ Dieses auch bei Privatanlegern häufig anzutreffende Phänomen lässt sich mit der Neigung von Individuen in Verbindung bringen, die eigenen Möglichkeiten und Fähigkeiten – inklusive der Prognosefähigkeiten – zu überschätzen. Selbstüberschätzung (Overconfidence) ist ein emotionaler Faktor, der nach der psychologischen Forschung die Erwartungs-

Anleger handeln zu häufig ...

18 Dieses Phänomen wird als Framing-Effekt bezeichnet. Er liegt vor, wenn die Ausgestaltung des Entscheidungsrahmens das Verhalten von Personen in einer vorhersehbaren Weise beeinflusst. Vgl.: A. Tversky und D. Kahnemann (1981), The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, in: Science, New Series, S. 453–458.

19 Vgl.: S. Benartzi und R. H. Thaler (2001), Naive diversification strategies in defined contribution saving plans, a. a. O.

20 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Dezember 2009, S. 42ff. Der deutsche Home Bias liegt im Mittelfeld der Eurozonenländer, wobei der Rückgang maßgeblich auf die zunehmende Bedeutung von im Ausland ansässiger Investmentfonds zurückgeht.

21 Vgl.: M. Kilka (1998), Internationale Diversifikation von Aktienportfolios: Home Bias in Kurserwartungen und Präferenzen, Lang, Frankfurt am Main.

22 Vgl.: B. M. Barber und T. Odean (2000), Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Performance of Individual Investors, in: Journal of Finance, Band 55, S. 773–806.

bildung beeinflusst.²³⁾ Sie äußert sich beispielsweise darin, dass Menschen bei Prognosen vielfach den Grad der Unsicherheit unterschätzen.

In der Realität scheinen viele Handelsaktivitäten von der unterschiedlichen Interpretation mitunter derselben Information motiviert zu sein.²⁴⁾ Der Selbstüberschätzung kommt daher in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle bei der Erklärung von zu häufigen Handelsaktivitäten – gemessen an den dadurch erzielten Erträgen nach Berücksichtigung der Handelskosten – und dem Verfolgen von aktiven Handelsstrategien zu.

... und handeln
asymmetrisch
(Dispositionseffekt)

Als Dispositionseffekt wird das Phänomen bezeichnet, dass Investoren dazu tendieren, Wertpapiere, deren Preis sich über den Einstandspreis entwickelt (sog. Gewinnerpapiere) schneller zu verkaufen als solche, deren Preis sich unter dem Einstandspreis bewegt (Verliererpapiere). Verliererpapiere werden also relativ lange gehalten beziehungsweise Gewinnerpapiere relativ früh verkauft. Dies ist bemerkenswert, da der Einstandspreis – von steuerlichen Überlegungen abgesehen²⁵⁾ – eigentlich keine Rolle für die Verkaufsentscheidung spielen sollte, sondern lediglich die Einschätzung über die zukünftige Entwicklung des Wertpapiers.

Erklärungsansätze wie die Prospect Theory ...

Zur Erklärung des Dispositionseffekts wird auf unterschiedliche Ansätze abgestellt.²⁶⁾ Das Phänomen lässt sich zum Beispiel durch die sogenannte Prospect Theory erklären.²⁷⁾ Der Prospect Theory liegt eine Bewertungsfunktion zugrunde, die den Nutzen einer Investition nicht am (erwarteten) absoluten Wert

festmacht wie eine herkömmliche Nutzenfunktion, sondern an der Preisentwicklung. Damit postuliert sie einen sogenannten Ankereffekt.²⁸⁾ Mit dem Ankereffekt wird die Wahl eines letztendlich willkürlichen Referenzwertes – häufig der Kaufpreis eines Wertpapiers – bezeichnet. Die Wahl des jeweiligen Ankers beeinflusst die Wahrnehmung des Anlegers, da von ihm abhängt, ob eine Investition als Gewinn oder Verlust gesehen wird. Während sich Individuen bei Gewinnen – wie bei herkömmlichen Nutzenfunktionen – risikoavers verhalten, reagieren sie in der Ver-

23 Vgl.: B. Fischhoff, P. Slovic und S. Lichtenstein (1977), Knowing With Certainty: The Appropriateness of Extreme Confidence, in: Journal of Experimental Psychology: Human Perception and Performance, Band 3, S. 552–564, und R. Shiller (2001), Human behavior and the efficiency of the financial system, a. a. O.

24 Vgl.: W. F. M. De Bondt und R. H. Thaler (1995), Financial decision-making in markets and firms: a behavioral perspective, a. a. O.

25 Bei Nach-Steuer-Betrachtungen kommt dem Einstandspreis eine gewisse Rolle zu, da der steuerliche Gewinn bzw. Verlust i. d. R. an den Einstandspreis gekoppelt ist. Es kann daher für den Investor unter Umständen sinnvoll sein, Kursverluste zu realisieren, wenn diese einem zu versteuernden Gewinn entgegengerechnet werden können. Dies würde allerdings ein Verhalten implizieren, das dem bei Anlegern zu beobachteten Dispositionseffekt gerade entgegengerichtet ist.

26 Vgl. z. B.: H. Shefrin und M. Statman (1985), The disposition effect to sell winners too early and ride losers too long, in: Journal of Finance, Band 40, S. 777–790, und T. Odean (1998), Are investors reluctant to realize their losses, in: Journal of Finance, Band 53, S. 1775–1798.

27 Vgl.: D. Kahneman und A. Tversky (1979), Prospect theory: an analysis of decision under risk, in: Econometrica, Band 47, S. 263–292. Zu den Grenzen der Prospect Theory als Erklärung für den Dispositionseffekt siehe: N. Barberis und W. Xiong (2009), What Drives the Disposition Effect? An Analysis of a Long-Standing Preference-Based Explanation, in: Journal of Finance, Band 64, S. 751–784, und T. Hens und M. Vlcek, (2005), Does Prospect Theory Explain the Disposition Effect?, University of Zurich Working Paper Nr. 262.

28 Vgl. z. B.: A. Tversky und D. Kahneman (1974), Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases, in: Science, New Series, S. 1124–1131.

lustzone jedoch risikofreudig.²⁹⁾ Durch die Annahme der Existenz einer solchen Wertefunktion lässt sich der Dispositionseffekt erklären. Der Möglichkeit von weiteren Gewinnen bei Wertpapieren,³⁰⁾ die bereits im Gewinnbereich rangieren, wird von den Anlegern ein niedrigerer Wert beigemessen als möglichen Verlusten, weshalb Anleger diese Gewinnerpapiere häufig relativ schnell veräußern.

... oder Regret Avoidance helfen, den Dispositionseffekt zu erklären

Ein weiterer Erklärungsansatz für den Dispositionseffekt ist die sogenannte Regret Avoidance. Damit wird das menschliche Bestreben bezeichnet, negative Emotionen möglichst zu vermeiden. Demnach sind typische Anleger versucht, die negativen Emotionen, die beim Verkauf einer Aktienanlage zu einem niedrigeren Kurs als dem Einstandspreis entstehen, zu umgehen, indem sie diese Entscheidung hinauszögern. Die negativen Emotionen entstehen, da mit dem Verkauf der Verlust realisiert wird und dieser spätestens dann „mental verbucht“ werden muss.³¹⁾ Dieses Verhalten ist jedoch nicht rational, da mit dem Einstandspreis ein für die zukünftige Entwicklung irrelevanter Referenzpreis gewählt wurde und der „Schaden“ unabhängig vom Verkauf oder vom weiteren Halten eingetreten ist.

Herdverhalten kann gesamtwirtschaftlichen Schaden anrichten und lässt sich ...

Oftmals wird auf den Finanzmärkten gleichgerichtetes Verhalten der Investoren festgestellt, das sich nicht durch die klassische Theorie erklären lässt. Ein derartiges Verhalten wird als Herdenverhalten bezeichnet.³²⁾ Herdenverhalten kann zu problematischen Entwicklungen führen, da es auf Finanzmärkten die Volatilität erhöhen und spekulative

Blasen begünstigen kann, wie beispielsweise die jüngst geplatze Immobilienpreisblase in den USA. Für den Fall der Imitation existieren unterschiedliche Erklärungsansätze, in denen das Verhalten der Akteure durchaus individuell rational sein kann, jedoch im Ergebnis zu ineffizienten Lösungen führt.³³⁾

Herdenverhalten lässt sich beispielsweise durch Informationskaskaden erklären. Hier stützen sich Anleger auf vorherige Entscheidungen anderer Marktteilnehmer und kopieren diese. Dabei folgen Anleger den Kauf- oder Verkaufsentscheidungen anderer Anleger unreflektiert, das heißt, ohne zu berücksichtigen, ob die Preise fundamental gerechtfertigt erscheinen. Sofern Anleger zeitversetzt die gleiche Investition tätigen, können sich die Preise gewissermaßen „aufschaukeln“. Die Preisentwicklung spiegelt dann nicht veränderte Informationen im engeren Sinne wider, sondern lediglich die

... durch Informationskaskaden ...

29 Vereinfacht ausgedrückt fällt der „Schmerz“ bei einem Verlust von 200 € nicht etwa doppelt so hoch aus wie bei einem Verlust von 100 €, sondern unterproportional dazu.

30 Der Dispositionseffekt wird häufig bei Aktien beobachtet, kann aber grundsätzlich bei verschiedenen Wertpapiergattungen auftreten. Zum Dispositionseffekt bei Investmentfonds vgl.: S. Jank und M. Wedow, Purchase and redemption decisions of mutual fund investors and the role of fund families, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 2, Nr. 03/2010.

31 Zur mentalen Kontenbildung vgl.: R. H. Thaler (1999), Mental Accounting Matters, in: Journal of Behavioral Decision Making, Band 12, S. 183–206.

32 Herdenverhalten kann jedoch auch rational begründet sein. Reagieren Anleger z. B. auf neue Nachrichten ähnlich und bewerten ihre Vermögenswerte dementsprechend neu, kann dies zu ähnlich gelagerten Handelsaktivitäten führen (Spurious Herding). Ein solches Verhalten steht im Einklang mit einem effizienten Markt, solange die neuen Marktpreise die veränderten Rahmenbedingungen reflektieren.

33 Vgl.: S. Bikhchandani und S. Sharma (2000), Herd Behavior in Financial Markets: A Review, IMF Working Paper 00/48.

imitierte Entscheidung einiger Marktteilnehmer. Aus Anlegersicht sind bei der Imitation die Informationskosten niedrig, allerdings wird eine Anlageentscheidung ohne eigene Bewertung vollzogen.

... und reputationsbasiertes Verhalten erklären

Ein weiterer Erklärungsansatz unterstellt reputationsbasiertes Herdenverhalten, bei dem es für Fondsmanager oder Analysten rational sein kann, bei ihren Investitionen oder Vorhersagen lediglich der Masse zu folgen. So haben sie bei negativen Kursentwicklungen keinen außergewöhnlichen Reputationsverlust zu befürchten, solange die eigenen Leistungen nicht wesentlich schlechter sind als die der Vergleichsgruppe. Bei einer Fehlentwicklung begeht dann eine Vielzahl anderer Marktteilnehmer den gleichen Fehler.³⁴⁾ Dieses individuell rationale Verhalten kann zu Marktpreisen führen, die sich nicht mit den zugrunde liegenden Fundamentaldaten in Einklang bringen lassen. Herdenverhalten entsteht außerdem quasi automatisch durch gleichgerichtete Mittelzu- und -abflüsse in Fonds. Investieren die Marktteilnehmer aufgrund der vergangenen Wertentwicklung in solche Fonds, steigert dies die Kurse, ohne dass dies fundamental begründet werden könnte.³⁵⁾

Anlagefehler lassen sich vermeiden, ...

Die in den vorangegangenen Abschnitten beschriebenen Verhaltensmuster haben für Anleger eine unmittelbare Relevanz, da diese ihr Vermögen schmälern und dadurch ihre Konsummöglichkeiten einschränken können. Anleger sind auch mittelbar von ihrem Verhalten und dem anderer Marktakteure betroffen, da die in der Behavioral Finance beschriebenen Phänomene die Funktionsweise

des Marktmechanismus beeinträchtigen und dadurch zu Kapitalfehlallokation und Instabilitäten führen können. Phänomene wie Herdenverhalten sind geeignet, die Volatilität des Finanzsystems auf der Makroebene zu erhöhen und potenziell krisenverschärfend zu wirken. Beispielsweise kann das Platzen von daraus resultierenden Vermögenspreisblasen es den betroffenen Volkswirtschaften erschweren, auf einen robusten Wachstumspfad zurückzufinden. Da Fehlallokationen und Instabilitäten mit Wohlstandsverlusten einhergehen, ließe ein umsichtigeres Verhalten der Marktteilnehmer daher ein weniger krisenanfälliges Finanzsystem, höhere Wachstumsraten und damit einen größeren gesamtwirtschaftlichen Wohlstand erwarten.

Individuelle Anlagefehler lassen sich jedoch durch die Aneignung von entsprechendem Finanzwissen begrenzen, da durch finanzielle Bildung Anleger in die Lage versetzt werden, Ineffizienzen zu erkennen und zu vermeiden.³⁶⁾ Im Folgenden werden in diesem Zusammenhang drei Fragestellungen erörtert, die jeder Anlageentscheidung zugrunde liegen. Dies betrifft die grundlegende Ver-

³⁴ Vgl.: D. Scharfstein und J. Stein (1990), Herd Behavior and Investment, *American Economic Review*, Band 80, S. 465–479. Empirische Bestätigung durch: H. Hong, J. Kubik und A. Solomon (2000), Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earning Forecasts, *Rand Journal of Economics*, Band 31, sowie J. Chevalier und G. Ellison (1999), Career Concerns of Mutual Fund Managers, *Quarterly Journal of Economics*, Band 114, S. 389–432.

³⁵ Vgl.: A. Oehler und S. Wendt (2008), Herdenverhalten in der Fonds-Industrie?, in: A. Oehler und U. Terstege (Hrsg.): *Finanzierung, Investition und Entwicklung*, Einzelwirtschaftliche Analyse zur Bank- und Finanzwirtschaft, Springer, S. 64–83.

³⁶ Studien bestätigen den intuitiven Zusammenhang zwischen einer soliden finanziellen Allgemeinbildung und dem Anlageerfolg eines Individuums. Vgl. z.B.: J.C. Campbell (2006), Household Finance, in: *Journal of Finance*, Band 61, S. 1553–1604.

mögenszusammensetzung, die Überprüfung der jeweiligen Handelsmotivation sowie Überlegungen zur Kostenstruktur.

... wenn die Erkenntnisse der verhaltenswissenschaftlichen und klassischen Theorie berücksichtigt werden

Für Anleger sind dabei sowohl die Erkenntnisse der klassischen Theorie als auch die Beobachtungen der verhaltenswissenschaftlichen Finanzmarktforschung relevant. Klassische Finanztheorie und Behavioral Finance nehmen dabei unterschiedliche „Rollen“ ein. Während die positive (beschreibende) Behavioral Finance aufzeigt, zu welchen Verhaltensmustern Anleger neigen, formuliert die normative (vorschreibende) klassische Theorie ein Ideal beziehungsweise ein optimales Verhalten oder Anlageergebnis.

Anleger sollten diversifizieren, ...

Gering diversifizierte Portfolios sind ein bei Privatanlegern weit verbreitetes und in der Behavioral-Finance-Forschung gut dokumentiertes Phänomen. Angesichts der Bedeutung der Vermögenszusammensetzung für den langfristigen Anlageerfolg³⁷⁾ ist es für Anleger daher vorteilhaft, ein besonderes Augenmerk auf ihre Portfoliostruktur (Asset Allocation) zu richten.³⁸⁾

... da dadurch das Risikoprofil des Portfolios verbessert wird

Die Empfehlungen zum optimalen Aufbau des Vermögens beziehungsweise zur Portfoliodiversifizierung leiten sich im Wesentlichen aus der normativen, also vorschreibenden klassischen Theorie ab. Entsprechend der Grundaussagen der Markowitzschen Portfoliotheorie³⁹⁾ ist darauf zu achten, dass eine hinreichende Zahl von Vermögensklassen und Titeln mit unterschiedlichem Risikoprofil in das Portfolio Eingang findet, denn solange die in einem Anlagenkorb befindlichen Titel sich nicht in exaktem Gleichschritt ent-

wickeln, werden sich die Kursschwankungen einzelner Wertpapiere in Teilen ausgleichen und damit die des Gesamtportfolios abschwächen. Im Ergebnis wird dadurch die Wertentwicklung des gesamten Anlagenkorbes so über die Zeit geglättet und es wird möglich, im Zeitablauf durchschnittlich höhere Renditen bei unverändertem Risikogehalt des Portfolios zu erzielen.⁴⁰⁾

Anleger sollten angesichts der Erkenntnisse der Behavioral-Finance-Forschung auch ihre Motivation für den Erwerb und Verkauf von Wertpapieren stets kritisch hinterfragen. Viele Anleger begehen zum Beispiel den Fehler, in zu großem Umfang (siehe exzessive Handelsaktivität) und asymmetrisch (siehe Dispositionseffekt) zu handeln.

Anleger sollten weiterhin ihre Handelsmotivation hinterfragen ...

37 So lässt sich z.B. die Variation der Renditen zu wesentlichen Teilen durch die strategische Asset Allocation erklären. Der Einfluss der Vermögenszusammensetzung auf die Variation des Anlageerfolgs beträgt in Längsschnittvergleichen (d.h. über die Zeit hinweg) häufig ca. 90%. Vgl. z.B.: G.P. Brinson, L.R. Hood und G.L. Beebower (1986), Determinants of Portfolio Performance, in: Financial Analysts Journal, S. 39–48, sowie D. Blake, B.N. Lehmann und A. Timmermann (1999), Asset Allocation Dynamics and Pension Fund Performance, in: Journal of Business, Band 72, S. 429–461. Eine Diskussion dieser Vorgehensweise findet sich z.B. in: R.G. Ibbotson (2010), The Importance of Asset Allocation, in: Financial Analysts Journal, Band 66, S. 1–3.

38 Die Vermögensplanung für Privatanleger ist ein Prozess, bei dem das Vermögen des Individuums unter Berücksichtigung der Anlageziele, Präferenzen und besonderen Umstände in eine strategische Asset Allocation „übersetzt“ wird, die den individuellen Bedürfnissen gerecht wird.

39 Vgl.: H. Markowitz (1952), Portfolio selection, in: Journal of Finance, Band 7, S. 77–91.

40 Die positive, also beschreibende Behavioral-Finance-Forschung liefert Gründe, warum Anleger zum Teil nur unzureichend diversifizieren. Davon bleiben jedoch die grundsätzlichen Vorteile der Diversifikation im Wesentlichen unberührt. Die Behavioral Finance liefert jedoch auch Hinweise dafür, dass Vermögenswerte stärker miteinander verknüpft sein können, als sie dies nach klassischer Theorie sein sollten. Dies wäre auch bei der Portfoliowahl zu berücksichtigen. Vgl. hierzu: N. Barberis und R. Thaler (2003), A survey of behavioral finance, a. a. O.

Aktive und passive Vermögensverwaltung

Bei der Verwaltung von Vermögen – sei es auf Ebene des Individuums oder zum Beispiel auf der Ebene eines Investmentfonds – wird zwischen zwei unterschiedlichen Investmentansätzen unterschieden. Ziel des sogenannten passiven Managements ist es, das angestrebte Portfolio – beispielsweise einen repräsentativen Marktindex¹⁾ – möglichst genau abzubilden. Dagegen ist der aktive Vermögensverwalter darum bemüht, besser als das Vergleichsportfolio abzuschneiden, indem er zum Beispiel stärker in einzelne Titel oder spezifische Vermögensklassen investiert als das Vergleichsportfolio (bzw. davon absieht), weil er glaubt, diese würden sich besser (schlechter) entwickeln als der Markt, also als das maßgebliche Vergleichsportfolio.

Aktive Strategien können erfolgreich sein, wenn beispielsweise Fehlbewertungen als solche erkannt werden. Untersuchungen aus dem Bereich der Behavioral Finance zeigen, dass es durchaus Beispiele solcher Marktineffizienzen gibt. Allerdings ist mit der Existenz von Ineffizienzen noch nicht garantiert, dass diese auch gewinnbringend ausgenutzt werden können, da es keine risikolose Arbitrage gibt (vgl. die „limits to arbitrage“-Argumente auf S. 46f.). Selbst eine korrekt identifizierte Fehlbewertung kann zu Verlusten führen, wenn sich diese Abweichung vom fundamental gerechtfertigten Preis nicht „automatisch“ korrigiert. In einer solchen Situation verlieren auch jene rationalen Marktakteure, die eine Marktineffizienz erkannt und auf die Korrektur derselben gesetzt haben.

Darüber hinaus ähnelt das aktive Management einem Nullsummenspiel insofern, als der Gewinn des Einen der Verlust des Anderen ist.²⁾ Das bedeutet, dass der Gewinn aller Investoren, der über das

Abschneiden des Vergleichsportfolios hinausgeht, im Aggregat null beträgt – und dies vor den Kosten, die das aktive Management verursacht. Nach Kosten ist die Gesamrendite aller aktiven Portfolios also geringer als die des Vergleichsportfolios. Der Kostenaspekt spielt bei aktiven Vermögensverwaltungsmandaten eine wichtige Rolle, da diese tendenziell mit höheren Kosten einhergehen als passive Mandate.³⁾

Grundsätzlich könnten Privatanleger sich auch entscheiden, ihr Vermögen selbständig aktiv zu managen. Um dabei Erfolg zu haben, müssten Privatanleger systematisch in der Lage sein, Marktineffizienzen zu erkennen und diese auszunutzen. Dies ist eine große Herausforderung, da sie mit einer großen Zahl von professionellen Vermögensverwaltern konkurrieren. Diese wiederum haben häufig selbst Probleme, das Versprechen, Überrenditen zu erzielen, einzuhalten. So bestätigen empirische Studien regelmäßig theoretische Überlegungen, dass es aktive Mandate im Aggregat nicht schaffen, ihren Vergleichsindex dauerhaft zu schlagen.⁴⁾ Allerdings gibt es vereinzelt auch Manager, denen es über Jahre gelingt, die Rendite ihres Vergleichsportfolios zu übertreffen. In der Tat erzielen Vermögensverwalter, die in der Vergangenheit besonders gut abschnitten, häufig auch im nächsten Jahr wieder ein außergewöhnlich gutes Ergebnis.⁵⁾ Allerdings ist inwieweit dieser Effekt alleine auf die Kompetenz des Asset Managers zurückzuführen ist.⁶⁾ Auch hier ist wieder die Frage angebracht, ob typische Privatanleger in der Lage sind, erfolgreiche Vermögensverwalter zu identifizieren und zu beurteilen, ob vergangener Erfolg auch künftig Bestand haben dürfte.

1 Die Entwicklung eines bestimmten Marktes oder Sektors wird häufig anhand der Wertentwicklung von sog. Indizes beobachtet. Ein Marktindex komprimiert die Kursentwicklung einer Auswahl von Wertpapieren auf einen einzigen Zahlenwert, den Indexstand. Es wird dabei zwischen Kurs- und Performanceindizes unterschieden. Während in erstere lediglich die aktuellen Preise Eingang finden, fließen in letztere alle Zahlungsströme ein. Bei einem Aktienindex wären dies beispielsweise Dividendenzahlungen, bei einem Rentenindex (Anleihenindex) Kuponzahlungen. — 2 Vgl.: W.F. Sharpe (1991), The Arithmetic of Active Management, in: The Financial Analysts' Journal, Band 47, S. 7–9. Allerdings erhöhen Marktteilnehmer, die aktive Ansätze verfolgen, tendenziell die Liquidität auf den entsprechenden Märkten. Von damit einhergehenden niedrigeren Transaktionskosten profitieren alle Marktteilnehmer. — 3 Aktive Ansätze sind in der Regel ressourcenintensiver als passive Mandate, da sie beispielsweise Ressourcen für Marktanalysen und der damit verbundenen Infrastruktur aufbringen müssen. Die Verwaltungskosten aktiver Man-

date sind daher üblicherweise höher. — 4 Vgl.z.B.: R.G. Ibbotson und P.D. Kaplan (2000), Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance?, in: Financial Analysts Journal, Band 56, S. 26–33; B.G. Malkiel (1995), Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, in: Journal of Finance, Band 50, S. 549–572; M.C. Jensen (1968), The performance of mutual funds in the period 1945–1964, in: Journal of Finance, Band 23, S. 389–416. — 5 Vgl.: B.G. Malkiel (1995), Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, a.a.O.; M. Grinblatt und S. Titman (1992), The Persistence of Mutual Fund Performance, in: Journal of Finance, Band 47, S. 1977–1984, und W.N. Goetzmann und R.G. Ibbotson (1994), Do Winners Repeat? Patterns in Mutual Fund Behavior, in: The Journal of Portfolio Management, Band 20, S. 9–18. — 6 Vgl.: S. Phelps und L. Detzel (1997), The nonpersistence of mutual fund performance, in: Quarterly Journal of Business and Economics, Band 36, S. 55–69.

Anleger sollten sich daher im Klaren sein, ob sie einen sogenannten aktiven oder passiven Investmentansatz verfolgen wollen, und sich die damit verbundene Frage stellen, ob ein derartiger Ansatz gerechtfertigt erscheint. Eine Diskussion der Vor- und Nachteile des aktiven und passiven Managements baut auf der grundlegenden Frage auf, ob es grundsätzlich möglich ist, „den Markt dauerhaft zu schlagen“ – und wenn ja, welche Voraussetzungen dafür erfüllt sein müssen (siehe Erläuterungen auf S. 55).

... sowie kostensensitiv agieren, ...

Der Anlageerfolg ist weiterhin maßgeblich von den mit der Vermögensanlage verbundenen Kosten beeinflusst. Trotzdem scheinen Anleger den mit Anlageentscheidungen verbundenen Kosten häufig zu geringe Beachtung zu schenken, wie zum Beispiel die exzessive Handelstätigkeit vieler Anleger verdeutlicht.⁴¹⁾ Zum einen entstehen Kosten beim Nachbau der gewünschten Portfoliostruktur, also beim Erwerb entsprechender Einzeltitel (direkte Abbildung)⁴²⁾ oder geeigneter Investmentprodukte wie Fonds oder „Zertifikate“⁴³⁾ (indirekte Abbildung). Diese treten beispielsweise in der Form von Kauf- und Verkaufskommissionen, von Ausgabeaufschlägen bei Fonds oder in der Differenz zwischen An- und Verkaufspreis auf.⁴⁴⁾ Zum anderen sind für die erworbenen Investmentvehikel Verwaltungsgebühren und möglicherweise leistungsabhängige Vergütungen zu entrichten. Hingegen lässt sich über den Erwerb eines Investmentprodukts, das einen breit gestreuten Marktindex repliziert oder diesen zu schlagen versucht, transaktionskosteneffizient – da mit nur einer Transaktion

verbunden – ein in der Regel breit diversifiziertes Portfolio erwerben.⁴⁵⁾

Die Höhe der Verwaltungsvergütung kann je nach Vehikel stark variieren – aktive Mandate sind tendenziell kostenintensiver als passive – und das Vermögen auf längere Sicht betrachtet signifikant beeinflussen.

... da der Anlageerfolg davon maßgeblich abhängt

Behavioral Finance in der Regulierung

Die Erkenntnisse der Behavioral-Finance-Forschung können grundsätzlich wichtige Anregungen für den Gesetzgeber liefern, den Anlegerschutz durch eine geeignete Regulierung zu verbessern. Die verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnisse ermöglichen eine bessere Einschätzung der Verhaltensmuster von Wirtschaftsakteuren und zeigen mögliche Gründe auf, warum das tatsächliche Verhalten bei Anlageentscheidungen vom

Obwohl die Behavioral Finance wichtige Anregungen für den Gesetzgeber liefert, ...

41 Auch andere Kostenarten wie Verwaltungsgebühren bei Investmentfonds finden häufig wenig Beachtung. Vgl.: B. M. Barber, T. Odean und L. Zheng (1995), Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows, in: Journal of Business, Band 78, S. 2095–2119.

42 Die Kosten der direkten Abbildung sind im Wesentlichen abhängig vom Anlagestil – die Umsetzung von aktiven Strategien erfordert tendenziell mehr Transaktionen als die von passiven Strategien – und der Granularität (Anzahl der Titel) des Zielportfolios.

43 Bei sog. Investment-„Zertifikaten“ handelt es sich um Inhaberschuldverschreibungen der Banken, denen ein Emittentenrisiko innewohnt.

44 Auch implizite Kosten wie der sog. „market impact“ – eine für den Anleger ungünstige Preisentwicklung, die bei dem gehandelten Wertpapier erst durch einen Kauf- oder Verkaufsauftrag ausgelöst wurde – zählen zu den Transaktionskosten. Diese sind für Privatanleger jedoch meist geringer als für institutionelle Anleger, da diese i. d. R. größere Orders ausführen.

45 Dazu kommt, dass die mit einer Indexanpassung verbundenen Portfolioumschichtungen vom Manager des Investmentprodukts vorgenommen werden. In manchen Fällen ist der Erwerb eines Vehikels auch die einzige Möglichkeit, um Zugang zu einem speziellen Markt zu erhalten.

idealisierten Anlegerverhalten der klassischen Finanztheorie abweicht. Daraus könnte zum einen Handlungsbedarf – zum Beispiel in Form einer verstärkten Förderung von finanzieller Bildung – abgeleitet werden. Zum anderen kann die Behavioral-Finance-Forschung auch direkte Implikationen für die Ausgestaltung regulatorischer Maßnahmen selbst haben, indem im Wege der Regulierung Verhaltenstendenzen der Marktakteure gezielt genutzt oder beobachtete – gesellschaftlich allerdings unerwünschte – Verhaltensmuster verringert beziehungsweise überwunden werden. Beispielsweise kann unerwünschten Framing-Effekten begegnet werden, indem Einfluss auf die Art und Darstellungsform der Informationsbereitstellung an den Anleger genommen wird.⁴⁶⁾

... steht eine stärkere Einbindung in Regulierungsvorhaben noch am Anfang

Insgesamt steht eine stärkere Einbindung der Behavioral Finance in regulierungspolitische Vorhaben jedoch noch am Anfang. Vor allem mangelt es vielfach an empirisch abgesicherten konkreten Handlungsempfehlungen zur Umsetzung der Erkenntnisse in die Regulierungspraxis, sodass weiterer Forschungsbedarf besteht.⁴⁷⁾ Trotzdem kann eine zunehmende Beachtung verhaltenswissenschaftlicher Erkenntnisse im Bereich der Finanzmarktregulierung beobachtet werden. So hat die Europäische Kommission im November 2010 die Ergebnisse einer Studie über das Verhalten von Anlegern im Retailsegment mit darauf aufbauenden Politikimplikationen veröffentlicht.⁴⁸⁾ Die Studie kommt unter anderem zu dem Ergebnis, dass Anleger von vereinfachten und standardisierten Produktinformationen profitieren.

Auch bei den jüngsten Maßnahmen und aktuellen Vorschlägen zur Stärkung des Anlegerschutzes in Deutschland sind Einflüsse der verhaltenswissenschaftlichen Finanzmarktforschung durchaus erkennbar. So sieht zum Beispiel der gegenwärtig diskutierte Gesetzesentwurf der Bundesregierung für ein Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz⁴⁹⁾ ein standardisiertes Produktinformationsblatt vor, in dem Produktinformationen kurz und leicht verständlich aufbereitet werden. Das Produktinformationsblatt soll über Art, Funktionsweise, Risiken, die Aussicht auf Rückzahlung und Ertrag und die mit der Anlage verbundenen Kosten informieren. Damit stellt es auf das Kriterium der Wesentlichkeit der Information ab und nimmt Abstand vom Anspruch der Vollständigkeit der Information, wie er beispielsweise charakteristisch für den umfassenden Verkaufsprospekt ist. Damit knüpft es an der Erkenntnis der Behavioral-Finance-Forschung an, dass die Darstellungsform und der Umfang von Informationen die Wahrnehmung beim Anleger stark beeinflussen können. Durch die adressatengerechte Informationsbereitstellung soll das Produktinformationsblatt dazu beitragen, Informations-

Einflüsse auf Regulierungsvorhaben sind jedoch bereits jetzt erkennbar

46 Vgl.: OECD (2010), Consumer Policy Toolkit, S. 45.

47 Vgl.: L.A. Reisch und A. Oehler (2009), Behavioral Economics: Eine neue Grundlage für die Verbraucherpolitik, in: Zimmermann/Schäfer (2009): DIW Berlin, Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung 2009: Verbraucherpolitik zwischen Staat und Markt, S. 40.

48 Vgl.: N. Chater, S. Huck und R. Inderst (2010), Consumer Decision-Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective, Final Report, 22. November 2010.

49 Entwurf der Bundesregierung für ein Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) vom 22. September 2010.

asymmetrien unter Berücksichtigung der begrenzten Rationalität abzubauen.⁵⁰⁾

Eine Stärkung derartiger Regulierungsbemühungen auf Ebene der Anleger ist ebenfalls geeignet, das Finanzsystem insgesamt sowie die makroökonomischen Rahmenbedingungen stabiler zu machen. Insoweit ergänzen diese regulatorischen Bestrebungen auf der

Mikroebene der einzelnen Anleger die gegenwärtig unter dem Eindruck der Finanzkrise vielfältigen regulatorischen Initiativen im Bereich der Bankenaufsicht und der Finanzmarktregulierung.

⁵⁰ Auf europäischer Ebene ist mit dem Key Investor Information (KII), einem Produktinformationsblatt für Publikumsfonds, ebenfalls ein vereinfachtes Produktinformationsblatt entwickelt worden, das auch Bestandteil des Entwurfs der deutschen Regierung ist.