

Berichte

Privatanleger delegieren an institutionelle Investoren: Bringt dies Fortschritte im Anlageverhalten?

Von Lukas Menkhoff, Hannover*

I. Problemstellung

Der Aufstieg institutioneller Investoren an den Finanzmärkten ist ein wesentlicher Strukturwandel, der immer noch anhält. Die entscheidende Quelle für das zunehmende Gewicht der Institutionellen, zu denen insbesondere Investmentfonds und Versicherungen zählen, ist die Delegation der Geldanlage von Privaten an professionelle Akteure. Reduziert man den Wandel folglich allein auf diese Gegenüberstellung von privaten Laien und institutionellen Professionellen, dann scheint die aufgeworfene Frage nach dem Fortschritt im Anlageverhalten rein rhetorischer Art zu sein. Dieser positiven Sichtweise entgegen stehen zahlreiche Untersuchungen, die der Anlageperformance institutioneller Anleger wenig Gutes abgewinnen können.

Gleichgültig, ob die Nachkriegszeit betrachtet wird (Jensen (1968)) oder die jüngere Vergangenheit (Carhart (1997)), ob die USA oder Deutschland (Scherer (1993)), ob Publikumsfonds (Malkiel (1995)) oder Pensionsfonds (Lakonishok, Shleifer und Vishny (1992)): Die Rendite institutionell gemanagter Portfolios bleibt hinter der Marktentwicklung zurück. Gleichzeitig scheint das Geschäft institutioneller Vermögensanlage recht profitabel zu sein. Pointiert ausgedrückt erwirtschaften die Institutionellen demnach zwar erhebliche Gewinne für sich, aber nicht für ihre Kunden. Insofern stellt sich die Frage, inwieweit der Strukturwandel von Privatanlegern zu institutionellen Investoren tatsächlich einen Fortschritt darstellt. Die kritische Vermutung lautet, daß dieser Wandel einen Umverteilungsprozeß zu Lasten der Privaten und zugunsten der

* Für wertvolle Hinweise danke ich Torsten Arnswald, Gregor Kolck, Klaus Krummrich, Doris Neuberger und Norbert Tolksdorf.

Institutionellen beinhaltet, also Kosten, aber keine verbesserte Anlageperformance produziert.

Im Kern geht es in diesem Beitrag um eine Differentialbetrachtung, die die Entscheidungssituation der Privatanleger reflektiert: Können sie einen Vorteil hinsichtlich ihrer Anlageziele erwarten, wenn sie ihre Gelder nicht selbständig anlegen, sondern die Entscheidung an institutionelle Investoren delegieren? Unser Ergebnis zeigt klar, daß institutionelle Investoren über zu erwartende Spezialisierungsvorteile in der Finanzanlage verfügen (vgl. auch Braasch (1997)). Ferner können sie diese Vorteile tendenziell in eine meßbar bessere Anlageperformance als Privatanleger umsetzen. Insofern bringt die Delegation von Privatanlegern an Institutionelle sowohl in mehreren Aspekten des Anlageverhaltens als auch hinsichtlich des Anlageergebnisses erkennbaren Fortschritt. Dieses Ergebnis steht keinesfalls im Gegensatz zu den kritischen Studien zur Anlageperformance von Investmentfonds, weil dort die Institutionellen nicht mit Privatanlegern, sondern mit Marktentwicklungen verglichen werden. Letzterer Maßstab ist schon wegen der Transaktionskosten härter, die beim Marktindex Null betragen, bei den Institutionellen und erst recht bei den Privaten jedoch ganz erheblich sein können. So gesehen könnten institutionelle Investoren zwar erfolgreicher anlegen, als sie es gegenwärtig meist tun, aber sie sind dennoch relativ besser als Privatanleger.

Aufgrund der inhaltlichen Konzentration auf das Anlageverhalten bleiben andere Gesichtspunkte zu institutionellen Investoren unberücksichtigt. Insbesondere wird nicht thematisiert, welche Konsequenzen der Aufstieg institutioneller Investoren für die Funktionsfähigkeit von Finanzmärkten und Makroökonomie hat. Hierzu gibt es kontroverse Informationen (vgl. z. B. Menkhoff (2001)).

Methodisch betrachtet handelt es sich bei vorliegender Untersuchung um eine Sekundäranalyse: Sie zieht verfügbare empirische Arbeiten zum Anlageverhalten heran und analysiert diese unter einem spezifischen Blickwinkel, indem private mit institutionellen Anlegern verglichen werden. Empirische Literatur, die exakt auf diesen Vergleich abstellt, gibt es fast nicht. Bekannt sind uns Shiller und Pound (1989), die in einer Befragung das Verhalten beider Gruppen getrennt auswerten, sowie Grinblatt und Keloharju (2000), die Performancevergleiche für verschiedene Anlegergruppen über einen 2-Jahreszeitraum in Finnland ermitteln. Die Ergebnisse beider Untersuchungen passen voll in das umfassendere „Bild“: Laut Shiller und Pound (1989) sind die Entscheidungen der Institutionellen in erheblich größerem Maße auf relevanten In-

formationen basiert als die der Privaten. Grinblatt und Keloharju (2000) ermitteln einen recht deutlichen Zusammenhang zwischen dem Grad der Professionalität der Anleger und ihrer erzielten Anlageperformance. Diese und thematisch verwandte Untersuchungen werden im folgenden systematisiert, so daß sich – zumindest vorläufige – stilisierte Fakten bezüglich des Anlageverhaltens von privaten und institutionellen Investoren ergeben.

Dabei wird in vier Schritten vorgegangen. Abschnitt II. skizziert den Anlageprozeß, der Anlageentscheidungen an Finanzmärkten typischerweise zugrunde liegt, wobei dies Privatanlegern nicht unbedingt bewußt zu sein braucht. Nach diesem „Muster“, dessen idealtypische Erfüllung Hinweise auf eine vergleichsweise gute Anlageperformance gibt, wird in Abschnitt III. der Typus Privatanleger entwickelt und in Abschnitt IV. der Typus institutioneller Investor. Abschnitt V. vergleicht beide Typen hinsichtlich der Elemente des Anlageprozesses und bewertet darauf aufbauend das jeweilige Anlageverhalten.

II. Der Anlageprozeß als analytisches Muster für Anlageverhalten

Ein stilisierter Anlageprozeß dient hier als analytisches Muster, um die Unterschiede zwischen Privatanlegern und institutionellen Investoren systematisch aufzuzeigen. Wenn in diesem Zusammenhang von „Fortschritt“ die Rede ist, dann soll der darin liegen, daß sich die Elemente des Anlageprozesses dem Idealtypus annähern, wie ihn die Finanzmarkttheorie in ihren Modellen unterstellt. Kombiniert man diese Sichtweise mit dem Faktum eines zunehmenden Marktanteils von Institutionellen, dann würde man vermuten, daß letztere als eine institutionelle Innovation zu begreifen sind, die Märkte perfekter machen. Anders gewendet kommt es zu einem Übergang zu institutionellen Investoren, weil diese aufgrund ihrer spezifischen Fähigkeiten die relativen Schwächen von Privatanlegern ausbeuten können. Dies ist an den Elementen des Anlageprozesses zu skizzieren (vgl. dazu *Abbildung 1*).

- Rationales Handeln, wie es in der ökonomischen Theorie unterstellt wird, bezieht sich immer auf jeweils präferierte Ziele. Im Fall der Vermögensanlage scheint es ex ante plausibel, diese primär in den Kategorien Rendite und Risiko zu fassen. Der Vollständigkeit halber sollte man allerdings darauf hinweisen, daß diese Konzentration auf das wesentliche andere Aspekte, die im Einzelfall bedeutsam sein mögen, wie Liquidität, steuerliche Optimierung oder Bequemlichkeit der Anlage unberücksichtigt läßt (vgl. zu Steuern bspw. Badrinath und Lewellen (1991)).

Ziel der Finanzanlage	Informationsbeschaffung	Informationsbewertung	Anlageentscheidung	Anlageperformance
<ul style="list-style-type: none"> • Rendite • Risiko • Liquidität • Steuern • Bequemlichkeit 	<ul style="list-style-type: none"> • Zeitaufwand • finanzieller Aufwand • Art der Informationsbeschaffung 	<ul style="list-style-type: none"> • Fundamentalanalyse • technische Analyse • Portfoliooptimierung 	explizite Angaben: <ul style="list-style-type: none"> • Risikobewußtsein • Anlagehorizont implizite Messungen: <ul style="list-style-type: none"> • Diversifikation • Portfolio-Beta 	Bruttorendite - Risiko = Bruttoperformance - Kosten = Nettoperformance
optimale Mischung aus risikoloser Anlage und Marktportfolio	abgegrenzte Menge	Finanzmarktmodell	risikoavers, unendlicher Horizont	Rendite entsprechend der gewählten Mischung
IDEALTYPUS				

Abbildung 1: Elemente des Anlageprozesses

- Wenn die Anlageziele klar sind, müssen Entscheidungen zur Informationsbeschaffung getroffen werden. Hierbei geht es um zwei Dimensionen. Zum einen werden dafür Kosten in Form von Zeit und materiellen Ressourcen getragen und zum anderen wird über Arten der Informationsbeschaffung entschieden. Häufig werden beide Dimensionen miteinander verquickt sein, bspw. indem Analysen einer Hausbank kostenlose, bereits aufgearbeitete Informationen darstellen, während die originären Informationen erheblich aufwendiger zu beschaffen und auszuwerten sind. Das andere Extrem mag das Vertrauen in die Informationen von Anlageberatern oder Freunden darstellen.
- Je nachdem welche Informationen beschafft werden, ist im nächsten Schritt die Form der Bewertung von Informationen festzulegen. Dies gilt vor allem dann, wenn zahlreiche Informationen zu Anlagen eingeholt werden, die sich nicht „natürlich“ zu einer Anlageentscheidung verdichten, wie es bspw. beim Vertrauen auf die Empfehlungen einer einzelnen Person sein kann. In dieses Element des Entscheidungsprozesses fällt auch die Frage nach der Nutzung von fundamentaler und technischer Analyse.
- Nachdem Informationen eingeholt und bewertet worden sind, müssen diese so verdichtet werden, daß es zu Anlageentscheidungen kommt. Hierbei können verschiedene Gesichtspunkte maßgeblich sein. Ein

wichtiges Kriterium ist die als angemessen betrachtete Berücksichtigung des Risikos bei den möglichen Alternativen.

- Die Konsequenzen des Handelns lassen sich anhand der Anlageperformance gut quantifizieren. Hierbei ist die erzielte Bruttorendite der Anlage von „bereinigten“ Renditemaßen zu unterscheiden. Unter Berücksichtigung des eingegangenen Risikos ergibt sich die Bruttoperformance, und Bruttoperformance abzüglich der häufiger ausgewiesenen Transaktionskosten führt zur letztlich entscheidenden Nettoperformance.

Der Idealtypus der Finanzmarkttheorie formuliert diese fünf Elemente des Anlageprozesses folgendermaßen, wobei hier die Sicht der Neuen Institutionenökonomik im Vordergrund steht, da es bei perfekten Kapitalmärkten der neoklassischen Theorie keinen Raum für institutionelle Investoren gibt: Das Ziel wird auf eine Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles reduziert, die Informationsbeschaffung wird als abgrenzbar angesehen, so daß „alle“ relevanten Informationen herangezogen werden. Als relevant gelten ausschließlich fundamentale Informationen, die letztlich in einem ökonomischen Modell Eingang finden und zur Entscheidung führen sollen. Das Risiko wird als Schwankung des Vermögenswertes ermittelt. Im Ergebnis wird ein Rendite-Risiko-Profil erzielt, das um Transaktionskosten bereinigt beim entsprechenden Marktergebnis liegt.

Analysiert man die Rolle institutioneller Investoren als Finanzintermediäre vor diesem Hintergrund, so sollten sich mehrere Spezialisierungsvorteile realisieren lassen: Als professionelle Marktteilnehmer sollten sich Institutionelle ihrer Zielsetzung am Markt sehr bewußt sein, was zumindest hilfreich ist, um Entscheidungen konsistent und zielgerichtet zu treffen. Ganz offensichtliche Vorteile ergeben sich hinsichtlich der Informationsbeschaffung und Bewertung von Informationen, denn hier kommen Skalenerträge der Bündelung von Finanzanlagen voll zum Tragen: Institutionelle Investoren sollten über das Vielfache an Informationsverarbeitungskapazität und über Kompetenzvorsprünge auf diesem Gebiet verfügen. Schließlich ist zu erwarten, daß Institutionelle rationale Formen der Entscheidungsfindung und Risikokontrolle einsetzen. Alles in allem sollten diese Vorteile institutioneller Investoren zu einer besseren Anlageperformance führen, als sie Privatanleger im allgemeinen erzielen können – insofern gibt es zahlreiche Anhaltspunkte für die These, daß die wachsende Bedeutung institutioneller Investoren einen Fortschritt darstellt.

Gewisse Zweifel an dieser Sichtweise werden im wesentlichen daraus gespeist, daß Institutionelle ihrerseits wiederum möglichen Beeinträchti-

gungen in ihrem Verhalten unterliegen. Zwar verfügen sie über die erwähnten Spezialisierungsvorteile gegenüber Privatanlegern, aber gleichzeitig unterliegen sie – im Gegensatz zu Privaten – Agency-Konflikten. Während Private in ihren Anlageentscheidungen idealtypisch mit einem mehrjährigen Horizont operieren können (es aber kaum Evidenz über ihr tatsächliches Verhalten gibt), arbeiten Institutionelle immer unter einem zeitlich begrenzten Mandat ihres Kapitalgebers. Institutionelle müssen also in ihrer Agenten-Situation im Verhältnis zu den Prinzipalen im allgemeinen eine attraktive Anlageperformance für jeweils kürzere Fristen nachweisen als Private. Aus Sicht der Finanzmarkttheorie kommt dies einer einschränkenden Verkürzung des Entscheidungshorizonts und möglicherweise auch einer verzerrten Risikoberücksichtigung gleich, was die Performance einschränkt.

Bevor wir darauf näher eingehen, wird im nächsten Abschnitt zuerst die „alte Welt“ der Privatanleger anhand verfügbarer empirischer Studien so erfaßt, daß sich ein Bild stilisierter Fakten ergibt.

III. Charakteristika des Typus Privatanleger

1. Überblick zu Studien über Privatanleger

Die Charakteristika der Privatanleger werden auf Grundlage verschiedener durchgeführter Studien erarbeitet. Man hofft in diesem Zusammenhang auf aktuelle, international und repräsentativ durchgeführte Untersuchungen, doch leider ist die Datenlage ungleich schlechter. Der Grund dafür liegt auf der Hand, denn die benötigten Informationen sind vertraulicher Art und müssen deshalb erst zugänglich gemacht werden. D.h., die Forschung bedarf der Unterstützung durch einen Finanzintermediär, der von der Forschung kaum private Erträge erwarten kann, aber verschiedene Kosten und das Risiko möglicher Indiskretion oder peinlicher Ergebnisse trägt. Da weiterhin die Datenaufbereitung aus Sicht der Forschung aufwendiger ist als wenn man auf verfügbare Statistiken zurückgreifen kann, dürfte die geringe Anzahl einschlägiger Studien nicht überraschen.

Tatsächlich sind es vor allem zwei umfangreicher angelegte Untersuchungen, die in jeweils verschiedenen Veröffentlichungen das Anlageverhalten und dabei auch die Anlageperformance von Privaten „durchleuchtet“ haben. In den 70er Jahren war es im Kern die Forschergruppe Lease, Lewellen und Schlarbaum (1974), kurz: LLS, die knapp 1.000 Fra-

Kredit und Kapital 3/2001

gebogen von Privatpersonen bei einem US-amerikanischen Broker ausgewertet hat. Für 2.500 Kunden desselben Brokers konnten die Autoren ferner die Portfolioentscheidungen nachvollziehen (Schlarbaum et al. (1978, 1978a)). In den 90ern hat Odean (1998, 1999) Merkmale realisierter Portfolioentscheidungen von 10.000 Kunden eines US-Discount-Brokers analysiert. Barber und Odean (2000) haben sogar gut 66.000 Kundenhaushalte desselben Brokers untersucht. In allen Fällen konzentrieren sich die empirischen Untersuchungen auf die Entscheidungen über Aktienkäufe und -verkäufe.

Zu diesen beiden wichtigsten Untersuchungen sind einige Angaben zur Einordnung hilfreich. So sind die Kunden des US-Brokers bei LLS keine Durchschnittsbürger, sondern – wie man es bei dieser Zielgruppe erwartet – überdurchschnittlich wohlhabend und gebildet. Die Konten, die Odean erfaßt, scheinen demgegenüber hinsichtlich ihrer Größe gewöhnlicher zu sein. In der breiter gefaßten Stichprobe (Barber und Odean (2000)) beträgt der Durchschnittswert des Depots etwa 47.000 US\$ und der Medianwert nur etwa 16.000 US\$. Ein methodischer Gewinn der jüngeren Studien liegt in der Wahl eines Discount-Brokers, da dieser keinen Einfluß auf die Transaktionen der Kunden hat.

Neben diesen beiden umfangreichen Untersuchungen – die als einzige die Anlageperformance erfassen – gibt es eine Anzahl weiterer Arbeiten, die für unseren Zweck ergänzende Informationen liefern. Wesentliche Kennzeichen der verwendeten Studien sind in *Tabelle 1* vergleichend zusammengefaßt. Die limitierte Abdeckung dieser Arbeiten im Hinblick auf die Gesamtheit aller Privatanleger wird aus der tabellarischen Übersicht unmittelbar deutlich. Insofern stehen alle Aussagen und Schlußfolgerungen immer unter dem entsprechenden Vorbehalt. Auf der anderen Seite gibt es keine starken Hinweise darauf, daß das Verhalten von Privatanlegern über die Zeit und über verschiedene Länder hinweg sehr unterschiedlich sein sollte. Gerade im hier interessierenden Vergleich mit institutionellen Investoren spielen die Differenzen, die sich zwischen verschiedenen Studien zu Privatanlegern ergeben, eine nachrangige Rolle. Deshalb vernachlässigen wir im folgenden die Datenquellen zu Informationen über Privatanleger weitgehend.

2. Ziele der Finanzanlage

Aus Sicht der Finanzmarkttheorie drücken sich die individuellen Präferenzen von Anlegern in der Gewichtung von risikolosen zu risikobehafteten Anlagen aus. Dagegen würde die Zusammensetzung der risikobeh-

Tabelle 1

Kennzeichen von Studien über das Anlageverhalten von Privaten

Studie	Zeit- raum	Zielgruppe	Untersuchungs- gegenstand	Stich- proben- größe
Lease, Lewellen und Schlarbaum (LLS) (1974)	1972	Kunden eines US-Brokers	Merkmale und Einstellungen der Befragten	ca. 1.000
LewLS(1977)	1964–70	"	Determinanten des Anlageverhaltens	ca. 1.000
SLL (1978)	1964–70	"	Performance realisierter Round-Trips	2.506
SLL (1978 a)	1964–70	"	Anlageperformance der Portfolios	2.506
Blume und Friend (1975)	1962	Befragung der Federal Reserve	Vermögensanalyse: Größe, Arten	641
"	1971	Einkommensteuerzahler	"	17.056
Badrinath und Lewellen (1991)	1971–79	Kunden eines US-Brokers	Steuermotivierte Transaktionen	3.002
Markese und Perritt (1985)	1983	Mitglieder einer Investorenorganisation	Einstellungen und Entscheidungen der Befragten	2.137
Shiller und Pound (1989)	7.1986	Aktienbesitzer mit hohem Einkommen	Einstellungen der Befragten	156
"	4.1986	Kunden eines Finanzintermediärs	Einstellungen der Befragten	134
De Bondt (1993)	1987–92	Mitglieder der American Assoc. of Indiv. Investors	Einschätzung von Preisänderungen	125
De Bondt (1998)	1994–95	Mitglieder eines Investmentclubs	Preisprognosen und Einstellungen, bspw. zu Risiko	45
Oehler (1995)	1992	Studierende an Fernuniversität	Determinanten für gewählte Geldanlageformen	823
Odean (1998)	1987–93	Kunden eines Discount-Brokers	Dispositions-Effekt	10.000
Odean (1999)	1987–93	"	Performance von Käufen und Verkäufen	10.000
Barber und Odean (2000)	1991–96	"	"	66.465

hafteten Aktiva immer dem Marktportfolio entsprechen. Selbst wenn sich diese theoretisch klare Formulierung nicht unmittelbar umsetzen läßt, weil es „das“ Marktportfolio nicht gibt, so ist doch die „Denkrichtung“ eindeutig: Je wichtiger ein niedriges Risiko für den Investor ist, desto höher sollte der Anteil des risikoarmen Teils im Portfolio sein, ohne daß deshalb die riskanten Anlagen weniger diversifiziert sein sollten.

In der Befragung von LLS (1974) läßt sich die Bedeutung des Risikos im Vergleich zur zu erzielenden Rendite daran ermessen, wie stark Kapitalgewinne im Vergleich zu einem vergleichsweise stetigen Einkommensstrom aus der Finanzanlage gewichtet werden. Es zeigt sich, daß Rendite in diesem Sinne zwar vor Einkommenssicherheit rangiert, daß aber beiden Zielen hohe Bedeutung zugemessen wird. Dies ist nicht überraschend, da es sich in beiden Fällen um anstrebenswerte Zustände handelt und kein Trade-off vorgegeben wird. Interessanter als diese aggregierten Zahlen sind deshalb Angaben, aus denen sich heterogene Anlegergruppen identifizieren lassen. Dazu haben die Autoren weitere Informationen über die Anleger erhoben, die das Bild schlüssig abrunden (vgl. Lewellen et al. (1977)). Insbesondere sinkt die Risikoaversion mit steigendem Geldvermögen (Cohn et al. (1975)).

Ein weiterer interessanter Aspekt zu diesem Thema sind nicht-monetäre Erträge. LLS (1974, S. 431) lassen in ihrer Befragung u. a. 12 Aussagen bewerten, die Einstellungen zur Vermögensanlage ausdrücken. Die höchsten Ausprägungen erfahren dabei zwei Aussagen, die sich als Lustgewinn an der eigenständigen Anlageentscheidung interpretieren lassen („I enjoy investing ...“; „... the personal satisfaction I obtain from making my own investments“). Da die dabei zuletzt angesprochene Aussage ausdrücklich den Nutzen einer eigenen Finanzanlage dem einer Anlage in einem Investmentfonds gegenüberstellt, scheint diese relativ wohlhabende und gut ausgebildete Schicht nicht etwa Mühe bei ihren Anlageentscheidungen zu empfinden, sondern eher einen Nutzen daraus zu erzielen.

3. Aufwand und Arten der Informationsbeschaffung

Die Tatsache, daß Privatanleger im allgemeinen – anders als es der strengen Theorie entspricht – keine aufwendige fundamentale Primäranalyse betreiben, mag vielleicht banal erscheinen. Doch auf welchem Input basieren Anlageentscheidungen dann? In den Befragungen lassen sich in dieser Hinsicht drei Dimensionen unterscheiden – zeitlicher Auf-

wand, finanzielle Aufwendungen und Arten der Informationsbeschaffung, auf die wir nacheinander eingehen.

Der Zeitaufwand der Befragten bei LLS (1974, S. 428) streut sehr stark, indem 34% weniger als drei Stunden pro Monat investieren, während immerhin 9% mehr als 30 Stunden aufwenden (einen Wert von gut 30 Stunden geben auch die wohlhabenden Mitglieder eines Investmentclubs an, vgl. De Bondt (1998), S. 838; vgl. auch Shiller und Pound (1989), S. 60). Der Median liegt bei etwa fünf Stunden. Diese Angaben beziehen sich auf das gesamte Vermögen der Haushalte, das zur Hälfte aus Finanzanlagen besteht und diese wiederum überwiegend aus Aktien.

Der finanzielle Aufwand pro Jahr wird bei LLS (1974, S. 428) in drei Kategorien erhoben und ist insofern nicht einfach zu aggregieren. Etwa ein Drittel scheint aber keinerlei Ausgaben zu tätigen, während auf der anderen Seite eine Gruppe von größenordnungsmäßig 10–15% mehr als US\$ 100 ausgibt. Den Median geben die Autoren mit weniger als US\$ 15 an, was auf ein durchschnittliches Familieneinkommen von US\$ 26.500 zu beziehen ist. Inhaltlich handelt es sich offensichtlich in den allermeisten Fällen um Ausgaben für Zeitschriften, zum Teil auch um Ratgeberdienste. Als Medium dürfte darüber hinaus in den letzten Jahren das Internet an Bedeutung gewonnen haben.

Was schließlich die Arten der Informationsbeschaffung anbelangt, die hier bereits mit dem folgenden Gliederungspunkt der Informationsbewertung verquickt ist, so zeichnen LLS (1974, S. 425) ein Bild, das der theoretischen Vorstellung nahekommt. Die Befragten sollten die meistens gewählte Vorgehensweise bei ihrer Anlageentscheidung angeben, wobei fünf Kategorien vorgegeben waren. Dabei dominiert mit 42% die eigenständige fundamentale Analyse, zu der hier auch die Beschäftigung mit der Konjunktur und Branchenentwicklungen zählt, während das Vertrauen in professionelle Empfehlungen von Brokern oder Zeitschriften 27% der Antworten auf sich zieht. Im Kontrast dazu kommt technische Analyse nur auf 4% und eine Kombination aus fundamentaler und technischer Analyse auf 23%. Markese und Perritt (1985, S. 25) reproduzieren diese Angaben im wesentlichen, mit geringeren Werten für die fundamentale Analyse und größeren für die externe Beratung. Speziell bei der technischen Analyse ist denkbar, daß der technische Fortschritt deren Anwendung im Vergleich zu den 70er Jahren erleichtert hat, so daß ihre Bedeutung im Zeitablauf gestiegen sein mag.

Eine wichtige Art der Informationsbeschaffung bleibt allerdings in obigen Studien unberücksichtigt, die Information bei Bekannten. Shiller

und Pound (1989, S. 55) finden, daß diese Art der Informationsbeschaffung etwa dieselbe Bedeutung hat wie der Ratschlag eines Brokers. Gleichzeitig relativiert sich der Einfluß fundamentaler „Analyse“, denn 77 % hatten vor dem Kauf einer bestimmten Aktie keine eigene Analyse vorgenommen, wobei der Begriff der Analyse weit umschrieben wird („... had you recently conducted your own analysis of the company ... This might involve using Value Line, other reports, computerized databases, etc.“, S. 55). Auch Oehlers Untersuchung (1995, S. 158 f.) legt eine hohe Bedeutung privater Kontakte und eine vergleichsweise geringe Bedeutung unternehmensspezifischer fundamentaler Informationen nahe.

Versucht man, auch wenn es im Detail etwas gewagt bleiben muß, den „typischen Privatanleger“ zu skizzieren, so geben die Medianwerte folgendes Bild, wobei zur besseren Vergleichbarkeit auch relative Angaben helfen. Weniger als fünf Stunden Zeitaufwand pro Monat und ein halbes Promille des Einkommens ergeben „Verwaltungskosten“ des Depots von 1,06 % p.a.¹ Die Informationsbeschaffung beinhaltet zwar eigene fundamentale Überlegungen, doch der tatsächliche Kauf einzelner Aktien scheint überwiegend von Dritten „angestoßen“ zu werden. Diese Dritten sind – vermutlich in dieser Gewichtung – professionelle Berater, Bekannte und Medien.

4. Bewertung von Informationen

Daten darüber, wie Privatanleger erhaltene Informationen bewerten, sind spärlich verfügbar. Dies mag nicht zuletzt daran liegen, daß aufgrund der limitierten Informationsmenge und sehr begrenzten Zeit die Informationsbewertung vergleichsweise einfach erfolgen muß. So kann man davon ausgehen, daß Ansätze originärer Fundamentalanalyse oder einer statistisch gestützten Portfoliooptimierung bei Privatanlegern selten vorkommen (vgl. auch Abschnitt III.3).

Interessant ist allerdings das Selbstvertrauen, mit dem Privatanleger die ihnen vorliegenden Informationen bewerten (vgl. LLS 1974, S. 431).

¹ In der Untersuchung von LLS beträgt das Median-Portfolio US\$ 101.700, auf das der getätigte Aufwand bezogen werden kann. Bewertet man die 60 Stunden jährlich mit dem anteiligen durchschnittlichen Arbeitseinkommen von US\$ 26.500 (d.h. bei 2000 Arbeitsstunden US\$ 13,25), addiert die finanziellen Aufwendungen von US\$ 15 und bezieht den Gesamtbetrag – unter der Annahme größeren spezifischen Zeitaufwands – zu zwei Dritteln auf das Finanzvermögen, so ergeben sich monetär bewertete Aufwendungen von US\$ 540 auf US\$ 50.850.

Leichte Zustimmung – 3,31 auf einer Skala von 1 (starke Ablehnung) bis 5 (starke Zustimmung) – erfährt die pointierte Aussage, der Anleger sei erheblich (!) besser informiert als der durchschnittliche Anleger („I am substantially better informed than the average investor“). Mit einem Wert von 3,58 wird ferner der Aussage zugestimmt, daß individuelle Investoren ihr Aktienportfolio erfolgreicher managen als ein Publikumsfonds („... is likely to fare better financially ...“).

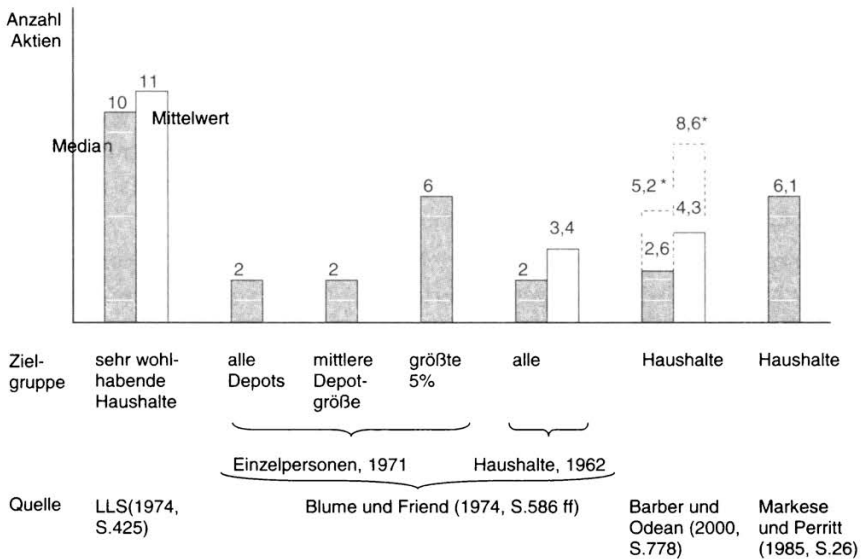
Dieses Selbstvertrauen erweist sich in der Untersuchung von Odean (1998) als empirisch nicht gerechtfertigt, so daß er von „overconfidence“ spricht.

5. Anlageentscheidung

Aus Sicht der Finanzmarkttheorie läßt ein vergleichsweise geringes Informationsniveau, das mit einiger Handelsaktivität und erheblichem Selbstvertrauen in die Anlagefähigkeiten einhergeht, Raum für mögliche Verzerrungen in der Risikoeinstellung und damit nicht vollkommen rationale Anlageentscheidungen. Zur Risikoeinstellung sind sowohl explizite Aussagen von Privatanlegern als auch (implizite) Analysen ihrer Entscheidungen verfügbar.

In der Befragung von LLS (1974, S. 431) geben die Privatanleger mit einem durchschnittlichen Wert von 3,61 auf der oben erwähnten Skala von 1 bis 5 an, Finanzaktiva gingen mit erheblichen Risiken einher („To make money, an investor must be prepared to take substantial risks“). Ferner stimmen sie der Aussage, daß Wertpapierkurse kurzfristig nicht prognostizierbar seien, mit einem Wert von 3,88 zu („Security prices are not predictable in the short run“). Aufgrund dieser Einstellungen könnte man erwarten, daß Privatanleger im allgemeinen breit diversifizierte Portfolios halten und einen langen Anlagehorizont verfolgen. Beides trifft jedoch nicht unbedingt zu.

Vielmehr wurde schon in der Frühzeit der Entwicklung der modernen Finanzmarkttheorie festgestellt, daß die Portfolios normalerweise erstaunlich gering diversifiziert sind. Verfügbare Angaben zur Anzahl der gehaltenen Aktientitel zeigen eine Größenordnung für den „Normalfall“ (Median breit angelegter Erhebungen) von 2–6 verschiedenen Werten auf (vgl. ausführlicher *Abbildung 2*). Selbst unter Berücksichtigung weiterer gehaltener Aktiva und der häufiger geäußerten Tatsache mehrfacher Bankverbindungen – bei LLS (1974) bspw. jeder dritte Befragte – bleibt erhebliches Diversifikationspotential unausgeschöpft (vgl. Barber und Odean (2000)).



* unter Berücksichtigung angegebener mehrfacher Bankverbindungen

Abbildung 2: Anzahl der Aktien je Depot von Privatanlegern

Dies wird noch deutlicher, wenn man die gehaltenen Titel näher betrachtet. Hier scheinen die Privatanleger einem doppelten „home-bias“ zu unterliegen. Zum einen investieren sie fast ausschließlich in nationale Werte. In diesem Marktsegment, so argumentieren bspw. LLS (1974) für die USA, reichen 10 Werte aus, um etwa 90 % des Diversifikationspotentials ausschöpfen zu können. Während in den 70er Jahren eine internationale Streuung noch hohe Transaktionskosten erfordert hätte, so gilt dies bei weit integrierten Kapitalmärkten zwischen den Industrieländern schon länger nicht mehr. Folglich wird durch die nationale Ausrichtung Diversifikationspotential „verschenkt“. Zum anderen wird innerhalb des Heimatlandes die oben skizzierte Diversifikationsmöglichkeit nicht annähernd ausgeschöpft. Die Titelselektion wird offenbar nicht mit dem primären Ziel der Risikostreuung durchgeführt, sondern folgt anderen Kriterien. Aus Sicht der Privatanleger geht es um die Auswahl besonders renditeträchtiger Aktien, was noch keine Risikoballung impliziert. Empirisch zeigt sich jedoch das Phänomen, daß Privatanleger überdurchschnittlich stark in Titeln aus ihrer regionalen Umgebung investiert sind (vgl. De Bondt (1998), S. 835). Ein Element ist

dabei die besondere Bedeutung des eigenen Arbeitgebers (vgl. Shiller und Pound (1989), S. 55).

Privatanleger bevorzugen aber nicht nur eine regionale Konzentration in ihrem Portfolio, sondern investieren zudem überdurchschnittlich in Werte kleinerer Unternehmen. Über lange Zeiten ließen sich damit Renditen über dem Marktdurchschnitt erzielen, was bei „angemessener“ Marktbewertung das Tragen entsprechender Risiken entgelten würde.

Was auch immer im einzelnen der Grund sein mag, es läßt sich ex post feststellen, daß die Schwankungen typischer Portfolios von Privatanlegern im Vergleich zum Marktindex deutlich größer sind. Der entsprechende Koeffizient Beta beträgt bspw. bei SLL (1978a) 1,25, d.h., das Aktienvermögen der Anleger schwankt um wenigstens 25% mehr, als es ein wohl diversifiziertes Portfolio tun würde; um so stärker, je geringer die Korrelation der Rendite des Portfolios mit der des Marktportfolios ist (laut SLL 1978, S. 319, liegt das durchschnittliche Beta der Einzelwerte bei 1,38). Allerdings scheint diese Form von Risikomessung den Privatanlegern unbekannt (vgl. Markese und Perritt (1985), S. 28 f.) und entspricht auch nicht ihrem Risikoverständnis (De Bondt (1998), S. 841).

Legt man die Finanzmarkttheorie zugrunde, gibt es folglich klare Evidenz für typische Entscheidungsverzerrungen (vgl. bspw. De Bondt (1993, 1998)). Ferner sollte die Übernahme des hohen eingegangenen Risikos entgolten werden oder – anders ausgedrückt – sollte man erwarten, daß die Bruttorendite dieser Portfolios entsprechend hoch ist, damit sie risikobereinigt wieder dem Marktdurchschnitt entspricht.

6. Anlageperformance von Privatanlegern

Systematische Informationen zur Anlageperformance von Privaten liegen insbesondere aus den beiden Untersuchungen von LLS und Odean vor. Auffällig ist der unterschiedliche Tenor in beiden Untersuchungen, der bei LLS auf eine adäquate Performance der Privaten hinausläuft, bei Odean hingegen auf eine deutliche schlechtere Performance, als sie der Markt erlauben würde. Es spricht allerdings manches dafür, daß das Ergebnis von LLS zugunsten der Privatanleger verzerrt ist.

Methodisch haben LLS die Aktienpositionen aus den Portfolios von 2.500 Anlegern über einen 7-Jahreszeitraum verfolgt. In einer Studie untersuchen sie die monatliche Performance dieser Aktiengesamtposition (Schlarbaum et al. 1978a) und in einer anderen Studie untersuchen dieselben Autoren (SLL 1978) die Profitabilität von solchen Aktienkäufen,

die im Beobachtungszeitraum wieder glattgestellt wurden. Es scheint nicht überraschend, daß beide Studien zu einem ähnlichen Ergebnis für die Privatanleger kommen. Es bescheinigt ihnen eine Anlageperformance, die etwa der Marktentwicklung und zugleich etwa derjenigen von Investmentfonds entspricht. Zu diesem Ergebnis kommen SLL unter Berücksichtigung von Transaktionskosten und einer Risikoadjustierung, wobei die Risikoprämie aus einem Kapitalmarktmodell abgeleitet wird. Allerdings gibt es einige methodische Fragen zur Vorgehensweise.

- Grundsätzlich werden Portfolios erfaßt, die bei einem Broker gehalten werden, der qualifizierte Beratung anbietet und Empfehlungen ausspricht. Insofern werden die Entscheidungen häufig die Qualität der Beratung widerspiegeln und weniger die unabhängige Entscheidung eines Privatanlegers.
- Die Portfolioauswahl mag durch einen Survivorship Bias verzerrt sein, da nur Portfolios untersucht wurden, die über die volle Periode geführt wurden. Es könnte also sein, daß weniger erfolgreiche Marktteilnehmer in dieser Periode ihr Depot aufgelöst haben und deshalb nicht in den Durchschnittswert eingegangen sind. SLL (1978, S. 321 f.) untersuchen folglich eine Kontrollgruppe, deren Konten nur kürzere Zeiten bestanden. Allerdings erhält dabei die Verzerrung durch die allein erfaßten „Round Trips“ noch größeres Gewicht (siehe nächsten Punkt).
- Hinsichtlich der getätigten Transaktionen dürfte eine Verzerrung darin liegen, daß nur abgeschlossene „Round Trips“ erfaßt werden. Dies läßt Käufe unberücksichtigt, die noch im Depot liegen, und ist problematisch, weil die meisten Marktteilnehmer dazu neigen, ihre Gewinnpositionen zu verkaufen, aber eventuelle Verlustpositionen länger im Depot zu behalten (Barber und Odean (2000)).
- Schließlich scheint die Erfassung der Risikoprämie angreifbar. Diese wird ex post aus der Renditedifferenz zwischen Aktienanlagen und risikofreien Anlagen berechnet. Im berücksichtigten 7-Jahreszeitraum lag die Performance von Aktienanlagen allerdings nicht sonderlich günstig, so daß die sich daraus ergebende Prämie gering erscheint. Dies ist bedeutsam, da Privatanleger unzweifelhaft besonders risikante Investments wählen (vgl. den obigen Abschnitt) und die deshalb notwendige Kompensation durch eine hohe Rendite unterschätzt wird.

Im Unterschied zu LLS kommt Odean in verschiedenen Publikationen zu weniger erfreulichen Ergebnissen für Privatanleger. Am umfassend-

sten ist die Untersuchung Barber und Odean (2000), mit der wir unsere Zusammenfassung beginnen. Die Ergebnisse zeigen die große Bedeutung einer kosten- und risikobereinigten Analyse auf. So lag die Bruttorendite des durchschnittlichen Haushalts mit 18,7% p.a. noch über dem korrespondierenden Marktindex mit 17,9%. Nach Transaktionskosten reduzierte sich die Rendite der Privatanleger auf netto 16,4%, also eineinhalb Prozentpunkte unter den Index (Barber und Odean (2000), S. 786). Eine Risikobereinigung vergrößert den Nachteil weiter, je nach Risikobereinigung in unterschiedlichem Umfang. Beschränkt man sich auf das CAPM, so beträgt der Nachteil etwa 2,1 Prozentpunkte p.a., wenngleich dieses Ergebnis nicht statistisch signifikant ist. In einem Drei-Faktoren-Modell nach Fama und French macht der Nachteil sogar 3,7 Prozentpunkte p.a. aus. Dieses statistisch signifikante Ergebnis ist auch deshalb überzeugender, weil es den Performancevorteil eines Investments in kleine Werte und in sogenannte „Value“-Werte – mit hohem Verhältnis von Buch- zu Marktwert – erfaßt. In der Summe täuscht also die Bruttorendite von 18,7% leicht über eine „wahre“ Nettoperformance – nach Transaktionskosten und Risikobereinigung – von 14,2% hinweg.

Dieses ernüchternde Bild wird durch eine Reihe weiterer Einzelanalysen untermauert. Odean (1998) zeigt auf, daß die erfaßten Privatanleger in systematischer Weise Positionen verkaufen, bei denen sie Gewinne erzielt haben, während Verlustpositionen in stärkerem Maße weiter gehalten werden. Für verschiedene Rationalisierungsversuche dieser Verhaltensauffälligkeit läßt sich keine empirische Basis finden, aus Steuergründen ist das Verhalten sogar eher nachteilig. Allerdings stimmt dieses Verhalten mit dem sogenannten Dispositionseffekt überein, der dem Bedürfnis entspringt, Gewinne sicherzustellen und die Realisierung von Verlusten zu vermeiden (vgl. Shefrin und Statman (1985)). So gesehen nehmen die Privatanleger Performancenachteile in Kauf, um nicht gegen ihre psychologisch bestimmten Bedürfnisse handeln zu müssen.

In einer Untersuchung zur Profitabilität einzelner Transaktionen kommt Odean (1999) zu dem wenig schmeichelhaften Ergebnis, daß Privatanleger zwar Informationen zu besitzen scheinen, aber diese nicht auszunutzen wissen. Dies umschreibt den Befund, daß die Käufe und Verkäufe von Aktien in dem Sinne Fehlentscheidungen darstellen, daß genau das gegenteilige Verhalten gewinnträchtiger gewesen wäre als das realisierte. Hätten demnach die Privaten nicht verkauft, so hätten sie eine bessere Performance erzielt usw. Daraus deutet sich bereits ein weiteres Ergebnis an: Je häufiger solche suboptimalen Entscheidungen gefällt werden, desto mehr verschlechtert sich die Performance.

Dieses Resultat paßt nahtlos zu den Daten von Barber und Odean (2000). Vergleicht man die Performance der tatsächlich gehaltenen Portfolios mit denjenigen, die die Investoren jeweils am Jahresanfang gehalten hatten, so beträgt der Nachteil etwa 2,3 Prozentpunkte. Ferner zeigen sie, daß die Performance von Privatanlegern vor allem von einer Determinante systematisch beeinflußt wird: Transaktionen haben einen signifikant negativen Einfluß.

Zusammenfassend ergibt sich hinsichtlich der Anlageperformance ein klarer Eindruck. Die Bruttorenditen der Privatanleger liegen auf oder über dem Niveau eines breiten Marktindex, aber werden durch ein hohes Risiko erkaufte. Erkennungszeichen des hohen Risikos sind schlechte Diversifikation, eine Konzentration auf kleine Werte, ein hoher Beta-Koeffizient und häufige Kreditfinanzierung. Ferner drücken Transaktionskosten die Performance erheblich. Je aktiver ein Portfolio gemanagt wird, desto schlechter schneidet es hinsichtlich der realisierten Nettoperformance ab.

IV. Charakteristika des Typus institutioneller Investor

1. Überblick zu Studien über institutionelle Investoren

Institutionelle Investoren sind in der Literatur weitaus gründlicher untersucht worden als Privatanleger, was vermutlich durch die bessere Datenlage bestimmt ist. Zumindest diejenigen Gruppen institutioneller Investoren, die sich auf einem Markt für Anlagegelder bewegen, stehen unter dem Druck, ihre Anlageentscheidungen und letztlich auch ihren Anlageerfolg transparent zu machen. Insofern stehen im Fall von Publikumsfonds oder speziell auch US-amerikanischen Pensionsfonds ausreichende Daten für umfassende Untersuchungen zur Verfügung. In jüngerer Zeit sind außerdem die volumenmäßig weniger bedeutenden Hedgefonds analysiert worden (bspw. Ackermann, McEnally und Ravenscraft (1999)).

Sicherlich bilden die genannten Gruppen institutioneller Investoren nicht die Gesamtheit des Marktes ab, denn es fehlen Versicherungsanlagen, staatliche Investments und Unternehmensbeteiligungen. Allerdings trifft auf diese Gruppen institutioneller Investoren auch das Thema dieses Beitrags nicht ganz zu, denn Privatanleger delegieren zumindest nicht an Staat und Unternehmen. Weiterhin verfolgen die hier unberücksichtigten Gruppen in ihren Entscheidungen auch Anlageziele, die jenseits von Rendite-Risiko-Überlegungen stehen und nicht einfach zu

fassen oder gar zu vergleichen sind. So sind die Finanzanlagen von Versicherungsgesellschaften Restriktionen hinsichtlich ihres Risikogehalts und ihrer Streuung unterworfen. Bei Unternehmensbeteiligungen wiederum fließen strategische Überlegungen und Rückwirkungen auf das besitzende Unternehmen in das Kalkül mit ein, so daß es sich hierbei nicht unbedingt um reine Finanzanlagen handelt. Der Staat schließlich wird im allgemeinen öffentliche Interessen im Auge haben.

Insofern konzentrieren sich die herangezogenen Ergebnisse empirischer Arbeiten im folgenden meist auf die Aktienanlagen von Publikums- und Pensionsfonds. Bezogen auf diese beiden Gruppen besteht das Ziel der Analyse nicht in vollständiger Berücksichtigung aller Arbeiten, sondern in der Erfassung der als wesentlich und typisch gesehenen Ergebnisse. Insbesondere konzentrieren sich die Überlegungen auf die den Markt dominierenden aktiv gemanagten Fonds. Zu wesentlichen Kennzeichen berücksichtigter Studien vergleiche *Tabelle 2*. Eine Grobgliederung der *Tabelle* unterscheidet in Befragungen, die Einstellungen von Fondsmanagern messen, in Performancestudien, die primär die Anlageperformance untersuchen und erklären wollen, sowie in Eigenschaftenstudien, die sich mit den Präferenzen institutioneller Investoren befassen.

2. Ziele der Finanzanlage

Für institutionelle Investoren ist ihr Anlageziel erheblich klarer als für Privatanleger. Zum einen wird es häufig von außen definiert und zum anderen können sie ihre Anlage viel präziser anhand operationaler Maßstäbe vergleichen. Beide Gesichtspunkte gehen Hand in Hand. So schreiben im Fall von Pensionsfonds – oder allgemeiner von Spezialfonds – die Auftraggeber vor, welche Ziele angestrebt werden sollen und wie der Zielerreichungsgrad gemessen wird. Typische Vereinbarungen können beispielhaft verdeutlicht werden.

Die Anlagegelder sollen in deutschen Standardaktien angelegt werden. Das Ziel besteht darin, eine möglichst hohe Rendite zu erwirtschaften, wobei das Risiko nicht deutlich über dem des Marktes liegen soll. Quantifizierungen der Zielformulierung können darin liegen, daß als Maßstab der Performanceindex DAX vorgegeben wird und daß daneben das eingegangene Risiko erfaßt wird. Letzteres kann durch einige Vorgaben (über aufsichtsrechtliche Normen hinaus) begrenzt werden – etwa bezüglich erlaubter Konzentration auf Einzelwerte oder Branchen, vorgeschriebene Investitionsgrade oder erlaubten Einsatz von Hebelinstrumenten. Eine Alternative besteht darin, daß man das Risiko in einem

Tabelle 2

**Kennzeichen jüngerer empirischer Studien über das Anlageverhalten
von Institutionellen**

Studie	Zeit- raum	Zielgruppe, Zielgröße	Untersuchungsge- genstand	Stichproben- größe
BEFRAGUNGEN				
Shiller und Pound (1989)	1985	Institutionelle Halter definierter Aktien	Einstellungen der Befragten	71
Baker (1998)	1990	Interviews mit Managern von UK-Aktien	Einstellungen der Befragten	64
Menkhoff (1995)	1992	Verantwortliche für Devisenmanagement deutscher Fondsgesellschaften	Einstellungen der Befragten	52
Menkhoff (2000)	1992	"	Implizite Restriktionen des Anlagehorizonts	"
PERFORMANCESTUDIEN				
Grinblatt et al. (1995)	1975–84	Quartalsrenditen von US-Publikumsfonds, die 10 Jahre existierten	Beziehungen zwischen Transaktionen, Markt- und Einzelwertentwicklung	155 Publikumsfonds
Lakonishok et al. (1991)	1985–89	Quartalsrenditen der CRSP-Aktien	Käufe vorher „erfolgreicher“ Aktien im jeweiligen Quartal	769 Pensionsfonds (Aktien)
Lakonishok et al. (1992)	1985–89	Quartalsrenditen	Renditenvergleich von Aktienteil des Portfolios zum Markt	769 Pensionsfonds (Aktien)
Jegadeesh und Titman (1993)	1965–89	NYSE/AMEX-Aktien; tägliche Renditen	Momentum – Anlagestrategien auf monatlicher Basis	alle CRSP-Werte
Carhart (1997)	1985–89	monatliche Renditen	Persistenz in Renditeunterschieden	1.892 Publikumsfonds
Conrad et al. (1997)	1985–89	NASDAQ; wöchentliche Renditen	Bedeutung von Geld-Brief-Spanne und Transaktionskosten bei Contrarian-Strategie	604 Aktien

Tabelle 2 (Fortsetzung)

Studie	Zeit- raum	Zielgruppe, Zielgröße	Untersuchungsge- genstand	Stichproben- größe
PERFORMANCESTUDIEN				
Conrad et al. (1997)	1990–91	NYSE/AMEX- Aktien; wöchentliche Renditen	"	239 Aktien
Malkiel (1995)	1971–91	monatliche Renditen	Renditenvergleich mit Markt; Survivor- ship Bias	alle Publi- kumsfonds
Wermers (1999)	1974–94	CRSP-Aktien	Herdenverhalten von Fondstypen und Aktien verschiedener Größe	393-2.424 Publikums- fonds
Rouwenhorst (1998)	1978–95	12 europäische Länder; monatliche Renditen	Momentum- Anlagestrategien	2.190 Aktien
Grinblatt und Keloharju (2000)	1994–96	Tagesrenditen	Performancever- gleich von acht Inve- storengruppen	16 größte finnische Aktien
EIGENSCHAFTENSTUDIEN				
Falkenstein (1996)	1991–92	monatliche Renditen von NYSE/AMEX- Aktien	Eigenschaften präfe- rierter Aktien	1.087-1.174 Publikums- fonds
Gompers und Metrick (1998)	1980–96	monatliche Renditen von CRSP-Aktien	"	525-1.303
Coval und Moskowitz (1999)	1995	Aktien von US- Firmen	Örtliche Nähe der Firmen zum Sitz des Investment-Mana- gers	1.189 Invest- mentmanager
Nofsinger und Sias (1999)	1977–96	Jährliche Anteile Institutioneller; monatliche NYSE- Renditen	Zusammenhang von Anteil institutioneller Halter zu Rendite- eigenschaften	1.202-1.508 Aktien

Anmerkungen: Untersuchungen beziehen sich auf die USA soweit nicht anders vermerkt; NYSE = New York Stock Exchange; AMEX = American Exchange; CRSP = Center for Research on Security Prices

aggregierten Maß, wie dem Beta gegenüber dem Marktindex erfaßt und dann dieses Beta begrenzt. Schließlich ist es verbreitet, den „tracking error“ (nach unten) zu begrenzen, d.h. die laufende Abweichung von der Performanceentwicklung des Marktes.

Im Fall von Publikumsfonds erfolgt die Zielvorgabe nicht von außen, sondern durch eine Selbstbindung der Fondsgesellschaft. Sie definiert die Eigenschaften des Produkts in ihren Prospekten und verspricht den Kunden auf dieser Basis eine hohe Rendite. Offensichtlich ist diese Zielvorgabe weniger präzise. Folglich haben sich Anbieter etabliert, die die Zielerreichung von Publikumsfonds messen und Privatanleger bspw. in Medien darüber unterrichten. Dabei hat es sich mehr und mehr eingebürgert, sowohl einen geeigneten Marktindex als Vergleichsmaßstab zu wählen als auch das eingegangene Risiko wenigstens grob zu erfassen.

3. Aufwand und Arten der Informationsbeschaffung

Über die Informationsbeschaffung institutioneller Investoren gibt es kaum wissenschaftliche Erkenntnisse und folgerichtig kaum entsprechende Publikationen. Den theoretisch motivierten Erwartungen zufolge sollten Institutionelle erhebliche Zeit und Ressourcen auf die Beschaffung primärer und sekundärer Informationen verwenden. Bei Shiller und Pound (1989, S. 54) wird deutlich, daß sie in erster Linie eigene systematische Aktienanalysen vornehmen und sich in zweiter Linie auf Informationen von Professionellen stützen. Dagegen spielen Medien oder das private Umfeld keine Rolle. Dieses Bild löst sich allerdings bei denjenigen Werten auf, die aktuell stark gestiegen waren und die die Betroffenen gekauft hatten. In diesen Fällen dominiert die Kommunikation unter den Professionellen als entscheidender Faktor, während die systematische Analyse nur noch in einem Viertel der Fälle bedeutsam ist.

Aus den Selbstdarstellungen von Fondsgesellschaften – gleichgültig ob in Broschüren, Gesprächen, gegenüber der Presse oder professionellen Evaluierungsgesellschaften – geht hervor, daß sie entweder selbst primäre Informationen generieren oder aber diese direkt von einer verbundenen Firma beziehen. Das eigentliche Fondsmanagement wird also von professionellen Analyseteams unterstützt. Selbst wenn häufig Angaben zu Mitarbeiterzahlen gemacht werden, so ist nach außen nicht wirklich transparent, wie groß der betriebene Aufwand ist. Noch weniger ist bekannt, inwieweit sich Fondsmanager tatsächlich auf eventuell vorliegende Analysteninformationen stützen oder inwieweit sie andere Infor-

mationen mit einfließen lassen. Immerhin geben sie eindeutig an, daß sie Expertenurteile im allgemeinen nicht übernehmen, sondern sich selbst die Interpretation von Fundamentals vorbehalten (vgl. Menkhoff (1995), S. 155).

Die erhobenen Preise für das Fondsmanagement, die bei Aktienfonds in der Größenordnung von 1% des Fondsvolumen p.a. liegen, geben bestenfalls eine grobe Orientierung. Erstens gibt es weitere Kostenkomponenten, sei es für die Depotbank oder für einen Ausgabeaufschlag, zweitens ist die Zurechnung des Preises für Fondsmanagement zu einer einzelnen Dienstleistung intransparent und schließlich operieren Spezialfonds, die hinsichtlich des Fondsmanagements Vergleichbares bieten, mit niedrigeren Preisen.

4. Bewertung von Informationen

Ein wenig besser ist das verfügbare Wissen hinsichtlich der Informationsbewertung. Nach Selbstauskunft der Fondsmanager überwiegt fundamentale Analyse die technische Analyse bei weitem (bspw. Menkhoff (1995), S. 145). Erstaunlich ist aus theoretischer Sicht höchstens, daß technische Analyse von diesen professionellen Marktteilnehmern überhaupt in nennenswertem Umfang eingesetzt wird.

Schließlich dürfte es heute dem Marktstandard entsprechen, daß die vorliegenden Informationen bzw. Erwartungen zu einzelnen Aktien in Informationen über Gesamtportfolios gebündelt und auf dieser Grundlage Urteile über die Charakteristik eines Portfolios gefällt werden.

5. Anlageentscheidung

Während man davon ausgehen kann, daß sowohl der Wettbewerb zwischen Fondsanbietern als auch der technische Fortschritt dazu geführt haben, daß der Marktstandard hinsichtlich Informationsbeschaffung und Informationsbewertung nahe an die theoretisch als ideal angesehenen Vorstellungen heranrückt, scheint dies weniger auf die Anlageentscheidung zuzutreffen. „Eigentlich“ wäre die Anlageentscheidung bei klarer Zielvorgabe und guter Informationslage ein nahezu bürokratischer Vorgang, der sich inhaltlich aus Zielen und Daten ableitet. Tatsächlich sind Portfolios institutioneller Anleger breit diversifiziert und hinsichtlich des eingegangenen Risikos begrenzt, zumindest im Vergleich mit Privatanlegern. Daneben sind jedoch auch „unerwartete“ Einflüsse auf die An-

lageentscheidung beobachtbar, die sich meist auf dahinter stehende Agencyprobleme zurückführen lassen, also die Anreizsituation für Fondsmanager gegenüber ihren Kapitalgebern. Fünf – aus einer naiven Sichtweise „unerwartete“ – Einflüsse werden im folgenden kurz beschrieben:

a) Auswahl bevorzugter Aktien

Institutionelle Investoren legen in aller Regel große Beträge in Finanztiteln an. Sie arbeiten gewinnorientiert, unterliegen Regulierungen und wollen ihre Arbeit vorteilhaft darstellen. Daraus ergeben sich Konsequenzen für die von ihnen bevorzugten Aktien (vgl. Falkenstein (1996)). Institutionelle legen Wert auf relativ geringe Transaktionskosten, d.h. Aktien mit geringer Geld-Brief-Spanne und hoher Liquidität. Die Informationsverarbeitung wird ferner bei Titeln erleichtert, über die mehr in den Medien berichtet wird, und macht vor allem dann Sinn, wenn größere Beträge in einem Titel angelegt werden können, so daß große Unternehmen bevorzugt werden. Weiterhin vernachlässigen Institutionelle solche Aktien, bei denen die Volatilität ausgesprochen niedrig ist. Falkenstein (1996) führt dies im Kern auf eine asymmetrische „Belohnung“ der Fondsperformance zurück: Die Nachfrage nach einem Fonds reagiert besonders elastisch auf eine deutlich überdurchschnittliche Performance, so daß ein Anreiz besteht, ein volatiles Anlageergebnis in Kauf zu nehmen (vgl. auch Lakonishok et al. (1992)). Dies mag durch Konzentration auf etwas volatilere Aktien leichter zu erreichen sein.

Einen weiteren Einfluß untersuchen Lakonishok, Shleifer, Thaler und Vishny (1991), die „Window Dressing“ vermuten, wenn Fonds kurz vor Erstellung eines Zwischenberichts solche Titel kaufen und dementsprechend präsentieren können, die in der jüngeren Vergangenheit besonders gestiegen waren. Empirisch würde man dieses Verhalten als Verfolgung einer Momentum-Strategie erfassen (vgl. Punkt d) unten).

Die Beobachtungen von Falkenstein (1996) werden von Gompers und Metrick (1998) für einen größeren Datensatz weitgehend bestätigt. Darüber hinaus finden sie schwächere Hinweise auf eine Präferenz institutioneller Investoren für Aktien mit hohem Verhältnis von Buch- zu Marktwert („Value“-Aktien) und niedrigem Momentum, d.h. vergleichsweise niedrigen Wertsteigerungen in Vorperioden.

b) Home Bias

Die Literatur zum sogenannten Home Bias von Investoren, privaten sowohl als auch institutionellen, umfaßt viele Zeitperioden und Länder, so daß der Effekt als gut abgesichert gelten kann (Lewis (1999)). Theoretisch verschenken die Investoren Diversifikationsmöglichkeiten. Von daher gibt es auch keine allgemein akzeptierte Erklärung. Am nächsten an einer rationalen Vorstellung von Verhalten bleibt der Beitrag von Gehrig (1993), in dem den nationalen Investoren bessere Informationen für ihr jeweiliges Heimatland unterstellt werden. In diesem Sinne mag auch der „Home Bias at Home“, also die Bevorzugung von Unternehmen aus der näheren räumlichen Umgebung, einen rationalen Hintergrund haben (Coval und Moskowitz (1999)). Dazu paßt, daß mit zunehmender Internationalisierung der Fondsgesellschaften der Anteil internationaler Anlagen steigt. Allerdings vollzieht sich diese Entwicklung so langsam, daß der beobachtbare Home Bias immer noch als erklärungsbedürftig gilt.

c) Kurzfristorientierung

Sehr umstritten in der Literatur ist die Frage, inwieweit die Investoren mit einem verkürzten Handlungshorizont operieren (vgl. Marsh (1992)). Dieser würde dazu führen, daß kurzfristige Informationen überbewertet werden, was intuitiv zu der Vorstellung übertrieben volatiler Kurse paßt. Theoretisch stellt sich – wie bei anderen „Anomalien“ auch – die Frage, warum solche Verzerrungen nicht arbitriert werden. Immerhin könnte man in diesem Fall argumentieren, daß gerade das Fehlen langfristig orientierter Arbitrage ein Kennzeichen von Kurzfristorientierung an Märkten ist. Anders gewendet muß man bei begrenzter Arbitrage befürchten (vgl. Shleifer und Vishny (1997)), daß es zu einer Übertreibung kurzfristiger Kursbewegungen kommen kann.

Der empirische Nachweis von Kurzfristorientierung ist insofern schwierig, als er durch eine systematische Abweichung von einem „richtigen“ Bewertungsmodell erfolgt. Welches Modell ist jedoch über alle wissenschaftlichen Zweifel erhaben? Insofern sind an dieser Stelle andere Vorgehensweisen hilfreich. So zeigen sich in der Interviewstudie von Baker (1998) Hinweise auf Kurzfristorientierung. Methodisch weniger angreifbar sind jedoch implizite Analysen, bei denen eine geringere Gefahr „strategischer Antworten“ besteht. In diesem Sinne ergibt sich aus den Antworten von Fondsmanagern bei einer Befragung indirekt,

daß sie in ihrem Verhalten zeitlich restringiert werden (Menkhoff (2000)). Ferner können Benartzi und Thaler (1995) in einer Analyse des sogenannten „Equity Premium Puzzle“, der schwer erklärbaren hohen Risikoprämie auf Aktien, nachweisen, daß die Annahme von „Myopic Loss Aversion“ eine plausible Lösung bietet. Als konkreter Wert für Kurzfristorientierung ergibt sich eine implizite Bewertung des Risikogehalts von Aktien anhand ihrer Schwankung innerhalb eines Jahres, d.h. ein Entscheidungshorizont von einem Jahr. Obwohl es theoretisch vorteilhaft wäre, unter einem längeren Horizont zu operieren, drängt die Rechtfertigungsproblematik der Institutionellen sie zu einem kurzfristigen Verhalten: „agency costs produce myopic loss aversion“ (Benartzi und Thaler (1995), S. 88).

d) Anlagestrategien

Vermutlich gibt es so viele Anlagestrategien wie aktiv managende Investoren. Von daher muß eine Klassifikation sehr grob sein. Besonderes Interesse hat in der Literatur die Frage gefunden, inwieweit Investoren entweder sogenannte Momentum- oder Contrarian-Strategien verfolgen. Diese Strategien sind logisch einander entgegengesetzt, denn im ersten Fall werden Aktien gekauft, die sich in einer Vorperiode überdurchschnittlich entwickelt hatten, und im zweiten Fall werden Aktien mit unterdurchschnittlicher Performance in der definierten Vorperiode erworben. Man könnte meinen, daß die Klärung, ob Institutionelle eine dieser Strategien verfolgen, inwieweit dies profitabel ist und eventuell auf Marktineffizienz hinweist, empirisch gut zu leisten sei. Tatsächlich hat sich die Diskussion als vielschichtig und anhaltend erwiesen.

Verhältnismäßig eindeutig dürfte immerhin der Befund sein, daß Momentum bei Aktien auftritt (Jegadeesh und Titman (1993), Rouwenhorst (1998)) und daß institutionelle Investoren mehrheitlich zu Strategien neigen, die empirisch als Momentumstrategie erfaßt werden (Grinblatt, Titman und Wermers (1995)). Folgt man den Untersuchungen, dann hat sich diese Strategie als vergleichsweise profitabel erwiesen (vgl. Nofsinger und Sias (1999)). Auf den ersten Blick scheint dieses Ergebnis im Gegensatz zu früheren Untersuchungen zu stehen, wonach eine Contrarian-Strategie Überrenditen generieren kann (vgl. De Bondt und Thaler (1985)). Tatsächlich jedoch löst sich der Konflikt auf, wenn man die jeweiligen Horizonte mit einbezieht. Grinblatt et al. (1995) führen ihr Ergebnis zugunsten der Momentum-Strategie im wesentlichen auf Veränderungen gegenüber dem Vorquartal zurück, während De Bondt und Thaler

(1985) auf einen 3-Jahreszeitraum abstellen. Passend dazu weisen Grinblatt et al. (1995) darauf hin und Conrad, Gultekin und Kaul (1997) zeigen ausdrücklich, daß eine Contrarian-Strategie kurzfristig keine Vorteilhaftigkeit aufweist. Insofern kann man vermuten, daß auf kurze Frist die Momentum-Strategie überdurchschnittlich profitabel ist, auf mittlere Sicht hingegen eine Contrarian-Strategie.

Dies legt eine Verwandtschaft zur Diskussion um Mean Reversion nahe, also der Eigenschaft von Finanzmarktpreisen, um einen langfristigen Trend herum zu „schwingen“ statt sich tatsächlich zufällig zu entwickeln, wie es die ursprüngliche Random-Walk-Hypothese postulierte. Interessant ist nun, daß Mean Reversion zwar Prognostizierbarkeit von Kursen ermöglicht, aber deshalb noch nicht unbedingt einen Hinweis auf Ineffizienz der Märkte liefert. Die Brücke in dieser Hinsicht baut die Berücksichtigung von zeitvariablen Einflüssen. Das konsumbasierte CAPM argumentiert, daß die Nachfrage nach Aktien im Konjunkturzyklus aufgrund sich wandelnder Konsumpräferenzen variiert, so daß sich jeweils eine andere „gerechtfertigte“ Bewertung ergibt. Die Berücksichtigung von Leverageeffekten, die im Konjunkturverlauf systematisch schwanken, ergibt, daß die Risikoprämie für Aktien im Konjunkturtief relativ hoch und das Kursniveau deshalb eher niedrig sein muß. Zeitvariable Konsumpräferenzen und Leverageeffekte treten trotz eines idealtypisch unendlich langen Horizonts der Anleger auf. Beide Effekte mahnen, eine höhere Rendite nicht automatisch als eine risikoadjustierte Überrendite zu verstehen. Eine Quantifizierung verschiedener Effekte zeigt allerdings, daß zeitvariable Komponenten bestenfalls die Hälfte der beobachtbaren Mean Reversion „rationalisieren“ können (Tolksdorf (2000)).

In jüngeren Publikationen ist darüber hinaus das Ergebnis, daß institutionelle Momentum-Strategien verfolgen, bestritten worden. Falkenstein (1996, S. 129) sieht eine Fehlspezifikation früherer Arbeiten darin, daß die Präferenz institutioneller Investoren für Aktien mit hohen Kursen nicht berücksichtigt worden war. Diese Aktien gehen mit hohen Renditen einher, so daß die eigentliche Präferenz oberflächlich gesehen als Momentum-Strategie erscheint. Ähnlich argumentieren Gompers und Metrick (1998, S. 16 f.), die feststellen, daß die Präferenz institutioneller Investoren für große Unternehmen – die höhere Renditen aufweisen – fälschlich als Momentum-Strategie gemessen wird. Während beide Arbeiten anführen, daß die gemessene Momentum-Strategie ein statistisches Scheinergebnis ist, sollte man beachten, daß keine der vorliegenden Arbeiten Kausalität mißt und diese wohl auch nicht gemessen

werden kann. Insofern bleibt Spielraum für verschiedene Interpretationen bestehen.

Darunter scheint nicht auszuschließen, daß Institutionelle eine Momentum-Strategie verfolgen, die sich aber nur auf bestimmte Arten von Aktien beziehen kann, so daß deren Kurse besonders steigen. Eine Variante zu diesem Thema könnte darin bestehen, daß das zunehmende Marktgewicht institutioneller Investoren einen dauerhaften Nachfrageeffekt auf die präferierten Aktien ausübt, wodurch Institutionelle ihren Markterfolg – die Anlage in relativ profitablen Titeln – selbst erzeugen. Nofsinger und Sias (1999) weisen aber darauf hin, daß die Fakten auch mit der Interpretation vereinbar sind, daß Institutionelle über die Fähigkeit verfügen, kurzfristig positive Kursentwicklungen besser als der Gesamtmarkt zu prognostizieren und damit u.U. zur Markteffizienz beizutragen. In diese Richtung weist der Beitrag von Hong, Lim und Stein (2000), die das Momentum darauf zurückführen können, daß unternehmensspezifische Informationen nur graduell in die Preise einfließen, so daß dann eine Momentum-Strategie von Institutionellen effizienzsteigernd wirkt. Hinsichtlich der Effizienz stehen damit konkurrierende Interpretationen nebeneinander.

e) Herdenverhalten

Ein sehr gewichtiger Grund zugunsten einer Momentum-Strategie und gegen eine Contrarian-Strategie sind die Anreize für institutionelle Investoren. An erster Stelle ist die kurzfristige Performancemessung und meist auch Performancebeurteilung zu nennen. Ein Standardhorizont in dieser Hinsicht beträgt ein Quartal. Würde ein Fondsmanagement bewußt einer Contrarian-Strategie folgen und damit bspw. in einer als Überbewertung angesehenen Hausse den Liquiditätsgrad des Portfolios erhöhen, so müßte dies fast zwangsläufig erst einmal zu einer Unterperformance gegenüber dem Markt führen. Zwar verbindet sich diese mit der Hoffnung auf eine spätere Überperformance, doch kann deren Realisierung einige Quartale dauern und bleibt ungewiß. Die damit verbundenen Risiken sind die zentrale Motivation für institutionelle Investoren, möglicherweise einem Herdenverhalten zu folgen (vgl. auch den Überblick bei Devenow und Welch (1996)).

So anschaulich letzterer Begriff ist, so vielfältig sind seine Interpretationsmöglichkeiten. Eine Übersicht bietet *Abbildung 3*, die auf der Begrifflichkeit von Bikhchandani und Sharma (2000) beruht. Problematisch und interessant ist allein absichtliches Herding und darunter wiederum

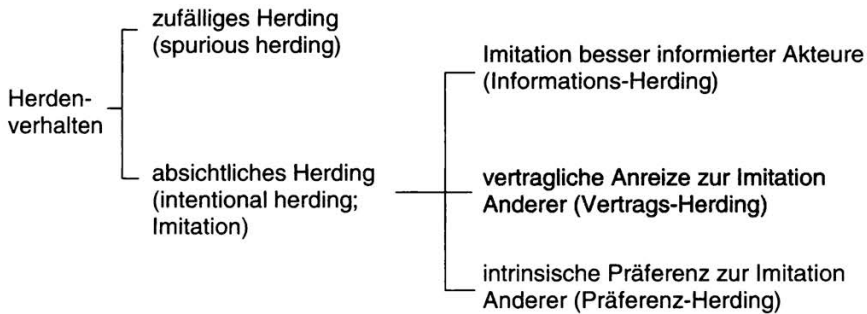


Abbildung 3: Formen von Herdenverhalten

das Vertrags-Herding, das durch vertragliche Anreize der Akteure, also Institutioneller, motiviert wird. Aus theoretischer Sicht bedeutet es im Kern, eine Anlageentscheidung gegen besseres „Wissen“ so zu treffen, daß man im Einklang mit den anderen Institutionellen – kurz dem Markt – handelt. Problematisch ist der Begriff des „Wissens“, weshalb Bikhchandani und Sharma (2000, S. 3) von „geplanten Entscheidungen“, die revidiert werden, sprechen. Strenggenommen geht es bei rationalen Investoren um einen Informationsvorsprung vor anderen Marktteilnehmern, doch der Handelnde hat natürlich keine Gewißheit, ob er diesen Vorsprung tatsächlich besitzt oder – im Gegenteil – einer Fehleinschätzung unterliegt. Messen müßte man insofern eine subjektive Sichtweise. Tatsächlich jedoch kann man nur Transaktionen beobachten und weiß nicht, unter welchen Umständen – Annahmen, Wissen usw. – sie durchgeführt werden.

Deshalb wird Herdenverhalten aus empirischer Sicht dadurch gemessen, daß man auffälliges gleichgerichtetes Verhalten bei den Käufen und Verkäufen einzelner Finanztitel, hier vor allem Aktien, ermittelt (vgl. Lakonishok, Shleifer und Vishny (1992a)). Logisch gesehen ist dies allerdings zwar eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung, da zufälliges Herding (vgl. *Abbildung 3*) nicht ausgeschlossen werden kann. Darüber hinaus diskutieren Bikhchandani und Sharma (2000) weitere Begrenzungen der Meßqualität, auf die wir hier nicht näher eingehen.

Die empirischen Überprüfungen bei Lakonishok et al. (1992a) für Pensionsfonds, bei Grinblatt et al. (1995) und Wermers (1999) für Publikumsfonds zeigen nur geringes Herdenverhalten hinsichtlich der untersuchten US-Aktien an. Dies gilt auch für Herding auf weiteren Märkten. In einigen Studien sind die Hinweise auf gleichgerichtetes Verhalten so

schwach, daß man sich fragen kann, ob damit überhaupt Reaktionen auf News adäquat erfaßt sind (vgl. die Diskussion bei Bikhchandani und Sharma (2000)). Möglicherweise ist dies ein Hinweis auf Meßprobleme der verwendeten Methode, denn die aufwendigste Untersuchung (Wermers (1999)) findet zugleich die deutlichsten Hinweise auf Herdenverhalten.

6. Anlageperformance von institutionellen Investoren

Die Delegation der Finanzanlage an institutionelle Investoren ist besonders dann sinnvoll, wenn sich dies in einer verbesserten risikoadjustierten Anlageperformance niederschlägt. Obwohl institutionelle Investoren in dieser Hinsicht gute Voraussetzungen mitbringen, weisen die meisten Studien keine systematischen Performancevorteile gegenüber einem Marktindex auf. Vier Problemkreise lassen sich unterscheiden: die durchschnittliche Performance, Performance für verschiedene Arten institutioneller Investoren, der Beitrag von Trading zur Performance und die Persistenz von Performanceunterschieden zwischen Fonds.

a) Durchschnittliche Performance

Typisch ist die Untersuchung von Lakonishok, Shleifer und Vishny (1992), die für US-Pensionsfonds in den 80er Jahren feststellt, daß ihre Anlageperformance – bei gleicher Gewichtung der Fonds – um 1,3 Prozentpunkte p.a. hinter derjenigen des breiten Marktindex Standard & Poor's 500 (S&P 500) zurückbleibt. Diese Angabe bezieht sich nur auf den Aktienanteil des Portfolios und ist wegen eines praktisch identischen Risikos mit dem Marktindex auch unmittelbar „risikoadjustiert“. Zu berücksichtigen sind allerdings noch Verwaltungskosten von etwa 50 Basispunkten p.a., so daß sich ein Renditenachteil gegenüber dem Markt von etwa 1,8 Prozentpunkten ergibt.

Die Ergebnisse weiterer Untersuchungen, die Lakonishok et al. (1992, S. 352 ff.) berichten, liegen in ähnlichen Größenordnungen (vgl. zudem Malkiel (1995)). Konkrete Renditenachteile einzelner Untersuchungen betragen – je nach Zeitraum, Abdeckung und Methode – 1,1 oder 1,5 Prozentpunkte. Ein singuläres Ergebnis einer Bruttorendite über derjenigen des Marktes kehrt sich bei Berücksichtigung eines Mehrfaktorenmodells in einen Nachteil von 1 bis 1,5 Prozentpunkten um.

Alles in allem dürfte ein durchschnittlicher (risikoadjustierter und um Verwaltungskosten bereinigter) Nachteil in der Nettoperformance gegenüber einem adäquaten Marktindex von 1 bis 2 Prozentpunkten pro Jahr

eine realistische Größenordnung darstellen (vgl. zu den hier verwendeten Maßen der Anlageperformance *Abbildung 1*). Insofern schlagen institutionelle Investoren den Markt im allgemeinen nicht.

b) Performance von Pensions- versus Publikumsfonds

Lakonishok et al. (1992) deuten an, daß Agencyprobleme die Ursache des Renditenachteils von Pensionsfonds sein könnten. Diese Probleme liegen auf zwei Ebenen: Erstens müssen sich die Verantwortlichen im Unternehmen, dessen Beschäftigten die Pensionszahlungen letztlich zustehen, gegenüber ihrem Topmanagement rechtfertigen. Zweitens müssen sich die Fondsmanager gegenüber ihren Auftraggebern im Unternehmen behaupten. Im Ergebnis halten Lakonishok et al. (1992) Verhaltensweisen für plausibel, die zwar die jeweiligen Anreize berücksichtigen, aber im Zweifelsfall weniger auf die reine Performance achten. Da diese Agencyprobleme bei Publikumsfonds weniger ausgeprägt auftreten, könnte deren Anlageperformance folglich etwas besser ausfallen.

In ihrer Gegenüberstellung der Anlageperformance von Pensions- versus Publikumsfonds ergibt sich tatsächlich dieses Bild. Publikumsfonds schneiden hinsichtlich der Bruttorendite – bei allen Meßungenauigkeiten – bis zu einem Prozentpunkt p.a. besser ab. Allerdings relativiert sich dieser Vorsprung wieder durch die höheren Verwaltungskosten. Die laufende Vergütung beträgt etwa einen Prozentpunkt und damit das Doppelte von Pensionsfonds. Dazu kommt häufig noch ein einmaliger Ausgabeaufschlag, der jedoch bei Performancevergleichen im allgemeinen unberücksichtigt bleibt.

Darüber hinaus kann Scherer (1993) in einer gründlichen Untersuchung von Publikumsfonds für den deutschen Markt den vergleichsweise geringen Renditenachteil zum Index nicht bestätigen, sondern findet einen erheblich größeren Abstand. Im Sinne der bei Lakonishok et al. (1992) angestellten Agencyüberlegungen könnte dies ein Indiz für eine geringere Wettbewerbsintensität in Deutschland gegenüber den USA – jedenfalls bis in die 80er Jahre – sein.

c) Der Performancebeitrag von Tradingaktivitäten

„Overall, a fair conclusion from this evidence seems to be that trading activity, which is the principal way in which funds are supposed to add value to passive management, does not really work“ (Lakonishok et al.

(1992), S. 355). Diese Einschätzung teilen die meisten Untersuchungen, so daß dem wenig hinzuzufügen ist (vgl. z.B. Carhart (1997) oder Scherer (1993)). Dow und Gorton (1997) zeigen in einem theoretischen Beitrag die aus Sicht der Institutionellen dennoch mögliche Vorteilhaftigkeit von Handelsaktivitäten auf.

d) Persistenz von Performanceunterschieden

Wenn schon das durchschnittliche Ergebnis für Fonds ernüchternd ausfällt, so könnte es immerhin möglich sein, daß im Unterschied zu diesem Durchschnitt einige Fonds eine dauerhaft überlegene Performance nachweisen und folglich andere entsprechend schlecht abschneiden. Empirische Überprüfungen bestätigen diese Hypothese jedoch nur in Ansätzen. So finden Lakonishok et al. (1992) eine Persistenz zwar nicht auf ein Jahr, doch – in geringem Umfang – auf zwei oder drei Jahre. Die Kernaussage gewisser kurzfristiger Persistenz bestätigen weitere Untersuchungen über sogenannte „hot hands“ zu Beginn der 90er Jahre, die Chevalier und Ellison (1999) referieren. Neuere Untersuchungen jedoch bezweifeln den systematischen Charakter dieses kurzfristigen Effekts.

Malkiel (1995) zufolge ist Persistenz nur für die 70er Jahre nachweisbar und damit u. U. in den Studien, die diesen Zeitraum beinhalten. Persistenz relativiert sich weiter, wenn man nach systematischen Einflüssen auf persistente Performance sucht, die nicht auf erfolgreiche Anlagepolitik zurückzuführen sind. In der Tat weist Carhart (1997) nach, daß die beobachtbare Persistenz vollkommen durch Eigenschaften der jeweiligen Aktien erklärt wird, insbesondere einen temporären Momentumeffekt (d.h., es handelt sich um temporäre Vorteile aus zufällig „guten“ Aktien und nicht um eine dauerhaft überlegene Strategie), sowie durch Unterschiede in der Höhe der Verwaltungskosten (d.h., höhere Verwaltungskosten bringen keine adäquaten Performancevorteile). Letzteres kann als ein gut bestätigtes Ergebnis gelten, das schon von Sharpe (1966) belegt wurde.

In anderen neuen Studien wird argumentiert, daß der Wechsel der Fondsmanager recht hoch ist, so daß die Performance eines Fonds dann keine Persistenz aufweist, wenn sich die Qualität der Personen stark unterscheidet. In der Tat finden Chevalier und Ellison (1999) systematische Beziehungen zwischen Merkmalen von Fondsmanagern und Anlageperformance. Als statistisch signifikant und robust gegenüber Kontrollvariablen erweist sich vor allem die Qualität der ausbildenden Institution auf dem Undergraduate-Niveau.

V. Vergleich des Anlageverhaltens beider Gruppen

Der Vergleich zweier stilisiert dargestellter Gruppen wird naturgemäß der Vielfalt an den Finanzmärkten nicht gerecht. Dennoch liefert er aussagefähige Ergebnisse, da es um die Identifikation systematischer Komponenten von Marktinstitutionen geht. In dieser Hinsicht ergeben sich in der Tat aufschlußreiche Einsichten durch einen Vergleich von Studien, die das Anlageverhalten von privaten und institutionellen Investoren zum Gegenstand haben. Diese Einsichten werden – in Anlehnung an den eingangs dargelegten Anlageprozeß – in vereinfachten, vergleichenden Aussagen gebündelt:

Aussage 1: Institutionelle Investoren verfügen über erhebliche Informationsvorteile.

Aussage 2: Institutionelle Investoren praktizieren eine überlegene Form der Informationsbewertung.

Aussage 3: Privatanleger sind ausgesprochen schlecht diversifiziert, doch auch Institutionelle unterliegen einem Home Bias.

Aussage 4: Privatanleger gehen vergleichsweise hohe Risiken ein.

Aussage 5: Institutionelle Investoren unterliegen Agencyproblemen, die möglicherweise zu Kurzfristorientierung führen und Momentum-Strategien begünstigen.

Aussage 6: Die Bruttorendite der Anlage – also ohne Berücksichtigung irgendwelcher Risikokomponenten oder Kosten – liegt für Privatanleger durchaus auf Indexniveau und für Institutionelle vielleicht einen Prozentpunkt p.a. darunter.²

Aussage 7: Unter Berücksichtigung von Risiko und Kosten fallen Privatanleger mit einem Renditenachteil gegenüber dem Markt von bis zu 4 Prozentpunkten spürbar hinter Institutionelle mit einem Nachteil von bis zu 2 Prozentpunkten zurück.

Aussage 8: Tradingaktivitäten schaden Privatanlegern wegen der hohen Transaktionskosten stärker.

Aussage 9: Ein empirisch robuster Vorzug relativ erfolgreich anlegender institutioneller Investoren liegt in niedrigen Verwaltungskosten.

² Hier ist darauf hinzuweisen, daß für Privatanleger nur die beiden erwähnten großen Untersuchungen vorliegen. In beiden Fällen handelt es sich um vergleichsweise gut informierte und risikobereite Anlegergruppen, so daß die Bruttorendite im Zweifelsfall eher nach oben verzerrt ist.

In ihrer Gesamtheit machen Privatanleger und institutionelle Investoren den Markt aus und müssen sich deshalb komplementär ergänzen, wenngleich heterogene Teilgruppen das Zusammenspiel verkomplizieren mögen. Theoretisch könnte man also vereinfacht erwarten, daß Institutionelle zugleich die Professionellen mit der überlegenen Performance sind, die Private – als eher schlechter informierte Noise Trader – ausbeuten (vgl. etwa Shleifer und Summers (1990)).³ Tatsächlich jedoch spricht die jeweilige Anlageperformance nicht für diese Sichtweise. Vielmehr ergibt sich der Eindruck, daß die erzielte Bruttorendite beider Gruppen ähnlich ist, aber Private durch hohe Risiken und hohe Transaktionskosten ihr Ergebnis verschlechtern. Erstaunlich ist von daher, daß Institutionelle ihren Informationsvorsprung nicht in einen klaren Vorsprung bei der Bruttorendite umsetzen können. Eine plausible Ursache dafür könnte in mehrfach angesprochenen Agencykosten liegen, die letztlich die Ausbeutung von Fehlbewertungen über längere Fristen verhindern.

Als Antwort auf die eingangs gestellte Frage nach dem Fortschritt im Anlageverhalten kann man von daher nicht mit ja oder nein auskommen. Vielmehr ergibt sich ein partieller Fortschritt im Anlageverhalten. Hinsichtlich der Menge, Qualität und Bewertung von Informationen sind institutionelle Investoren überlegen und auch hinsichtlich ihrer Nettoperformance. Überraschend ist allerdings, daß sich zwischen diesen beiden Komponenten – Informationsniveau und Anlageperformance – kein klarer empirischer Zusammenhang finden läßt. Die Untersuchungen deuten an, daß sich die besseren Ausgangsbedingungen der Institutionellen für qualifizierte Anlageentscheidungen nicht in guten Ergebnissen niederschlagen. Die bessere Nettoperformance der Institutionellen im Vergleich mit Privatanlegern wird vielmehr aus den Größenvorteilen des Portfolios gespeist: Aus der Größe ergeben sich geradezu notwendigerweise eine weitaus bessere Diversifikation und geringere Transaktionskosten.

Selbst wenn institutionelle Investoren als Finanzdienstleister weitere Vorteile für Privatanleger oder auch für andere Institutionelle bieten mögen, so ist das Bild hinsichtlich der Anlageperformance klar. Da die Vorteile institutioneller Investoren nicht so sehr aus ihrem Know-how als vielmehr aus ihrer Größe resultieren, sind Indexprodukte unschlagbar gut: Bei diesen bezahlen Anleger auf der einen Seite nichts mehr für

³ Eine vollkommen andere Diskussion zur Komplementarität der beiden unterschiedenen Investorengruppen bezieht sich bspw. auf den Wochenendeffekt (vgl. für Literatur Brockmann und Michayluk (1998)).

das sowieso nicht umgesetzte Wissen und maximieren auf der anderen Seite die Größenvorteile durch sehr hohe Diversifikation und minimale Transaktionskosten.

Literatur

Ackermann, Carl/McEnally, Richard/Ravenscraft, David (1999): The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives, *Journal of Finance*, 54:3, 833–874. – Baker, Mae (1998): Fund Managers' Attitudes to Risk and Time Horizons: The Effect of Performance Benchmarking, *European Journal of Finance*, 4:3, 257–278. – Barber, Brad M./Odean, Terrance (2000): Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, *Journal of Finance*, 55:2, 773–806. – Benartzi, Shlomo/Thaler, Richard H. (1995): Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle, *Quarterly Journal of Economics*, 110, 75–92. – Bikhchandani, Sushil/Sharma, Sunil (2000): Herd Behavior in Financial Markets: A Review, IMF Working Paper, WP/00/48. – Blume, Marshall E./Friend, Irwin (1975): The Asset Structure of Individual Portfolios and some Implications for Utility Functions, *Journal of Finance*, 30:2, 585–603. – Braasch, Bernd (1997): Zur Professionalisierung des Anlageverhaltens und ihren Auswirkungen auf den internationalen Zinszusammenhang und die Geldpolitik, in: Bernhard Gahlen, Helmut Hesse und Hans Jürgen Rmaser (Hg.), *Finanzmärkte, Schriftenreihe des Wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren Vol.26*, Tübingen: Mohr, 331–352. – Brockmann, Paul/Michayluk, David (1998): Individual versus Institutional Investors and the Weekend Effect, *Journal of Economics and Finance*, 22:1, 71–85. – Carhart, Mark M. (1997): On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, 52:1, 57–82. – Chevalier, Judith/Ellison, Glenn (1999): Are Some Mutual Fund Managers Better than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance, *Journal of Finance*, 54:3, 875–899. – Cohn, Richard A., Lewellen, Wilbur G., Lease, Ronald C. und Gary G. Schlarbaum (1975): Individual Investor Risk Aversion and Investment Portfolio Composition, *Journal of Finance*, 30:2, 605–620. – Conrad, Jennifer/Gultekin, Mustafa N./Kaul, Gautam (1997): Profitability of Short-term Contrarian Strategies: Implications for Market Efficiency, *Journal of Business & Economic Statistics*, 15:3, 379–386. – Coval, Joshua D./Moskowitz, Tobias J. (1999): Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios, *Journal of Finance*, 54:6, 2045–2073. – De Bondt, Werner F.M. (1993): Betting on Trends: Intuitive Forecasts of Financial Risk and Return, *International Journal of Forecasting*, 9, 355–371. – (1998): A Portrait of the Individual Investor, *European Economic Review*, 42:3–5, 831–844. – De Bondt, Werner F.M./Thaler, Richard H. (1985): Does the Stock Market Overreact?, *Journal of Finance*, 40, 793–808. – Devenow, Andrea/Welch, Ivo (1996): Rational Herding in Financial Economics, *European Economic Review*, 40:3–5, 603–615. – Dow, James/Gorton, Gary (1997): Noise Trading, Delegated Portfolio Management, and Economic Welfare, *Journal of Political Economy*, 105:5, 1024–1050. – Falkenstein, Eric G. (1996): Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings, *Journal of Finance*, 51:1, 111–135. – Gehrig, Thomas (1993): An Information Based Explanation of the Domestic Bias in International Equity Investment, *Scandinavian Journal of Economics*, 95:1, 97–109. – Gompers, Paul A./Metrick, Andrew

(1998): Institutional Investors and Equity Prices, NBER Working Paper, No. 6723, September. – *Grinblatt, Mark/Keloharju, Matti* (2000): The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland's Unique Data Set, *Journal of Financial Economics*, 55, 43–67. – *Grinblatt, Mark/Titman, Sheridan/Wermers, Russ* (1995): Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior, *American Economic Review*, 85:5, 1088–1105. – *Hong, Harrison/Lim, Terrence/Stein, Jeremy C.* (2000): Bad News Travel Slowly: Size, Analyst Coverage, and the Profitability of Momentum Strategies, *Journal of Finance*, 55:1, 265–295. – *Jegadeesh, Narasimhan/Titman, Sheridan* (1993): Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, *Journal of Finance*, 48:1, 65–91. – *Jensen, Michael C.* (1968): The Performance of Mutual Funds in the Period 1945–64, *Journal of Finance*, 23, 386–416. – *Lakonishok, Josef/Shleifer, Andrei/Vishny, Robert W.* (1992): The Structure and Performance of the Money Management Industry, *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, 339–391. – (1992a): The Impact of Institutional Trading on Stock Prices, *Journal of Financial Economics*, 32, 23–43. – *Lakonishok, Josef/Shleifer, Andrei/Thaler, Richard H./Vishny, Robert W.* (1991): Window Dressing by Pension Fund Managers, *American Economic Review*, 81:2, 227–231. – *Lease, Ronald C./Lewellen, Wilbur G./Schlarbaum, Gary G.* (1974): The Individual Investor: Attributes and Attitudes, *Journal of Finance*, 29:2, 413–433. – *Lewellen, Wilbur G., Lease, Ronald C./Schlarbaum, Gary G.* (1977): Patterns of Investment Strategy and Behavior among Individual Investors, *Journal of Business*, 50, 296–333. – *Lewis, Karen K.* (1999): Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption, *Journal of Economic Literature*, 37:2, 571–608. – *Malkiel, Burton G.* (1995): Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971 to 1991, *Journal of Finance*, 50, 549–572. – *Markese, John D./Perritt, G.W.* (1985): Investment Attitudes and Portfolio Decisions of Individual Investors, *Mid-Atlantic Journal of Business*, 23:2, 21–31. – *Marsh, Paul* (1992): Short-termism, in: *Peter Newman et al. (Hg.), The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, London und Basingstoke: Macmillan, 446–453. – *Menkhoff, Lukas* (1995): *Spekulative Verhaltensweisen auf Devisenmärkten*, Tübingen: Mohr. – (2000): Short-term Horizons in Foreign Exchange? Survey Evidence from Dealers and Fund Managers, *Kyklos*, erscheint demnächst. – (2001): *Institutional Investors: The External Costs of a Successful Invention*, Arbeitspapier, Universität Hannover. – *Nofsinger, John R./Sias, Richard W.* (1999): Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors, *Journal of Finance*, 54:6, 2263–2295. – *Odean, Terrance* (1998): Are Investors Reluctant to Realize their Losses?, *Journal of Finance*, 53:5, 1775–1798. – (1998a): Volume, Volatility, Price, and Profit when all Traders Are above Average, *Journal of Finance*, 53:6, 1887–1934. – (1999): Do Investors Trade Too Much?, *American Economic Review*, 89:5, 1279–1298. – *Oehler, Andreas* (1995): *Die Erklärung des Verhaltens privater Anleger, Theoretischer Ansatz und empirische Analysen*, Stuttgart: Schaeffer-Poeschel. – *Rouwenhorst, K. Geert* (1998): International Momentum Strategies, *Journal of Finance*, 53:1, 267–284. – *Scherer, Bernd* (1993): *Timing deutscher Investmentfonds: eine empirische Analyse*, Diss. Gießen. – *Schlarbaum, Gary G./Lewellen, Wilbur G./Lease, Ronald C.* (1978): Realized Returns on Common Stock Investments: The Experience of Individual Investors, *Journal of Business*, 51:2, 299–325. – (1978a): The Common-Stock-Portfolio Performance Record of Individual Investors: 1964–70, *Journal of Finance*, 33:2, 429–441. – *Sharpe, William F.* (1966): Mutual Fund Performance, *Journal of Business*, 39,

119–138. – *Shefrin*, Hersh/*Statman*, Meir (1985): The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers too Long: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, 40:3, 777–790. – *Shiller*, Robert J./*Pound*, John (1989): Survey Evidence on Diffusion of Interest and Information Among Investors, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12:1, 47–66. – *Shleifer*, Andrei/*Summers*, Lawrence H. (1990): The Noise Trader Approach to Finance, *Journal of Economic Perspectives* 4, 19–33. – *Shleifer*, Andrei/*Vishny*, Robert (1997): The Limits of Arbitrage, *Journal of Finance*, 52, 35–55. – *Tolksdorf*, Norbert (2000): Erklärung von Mean Reversion auf internationalen Aktienmärkten – Eine theoretische und empirische Analyse, Diss. Aachen. – *Wermers*, Russ (1999): Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices, *Journal of Finance*, 54, 581–622.

Zusammenfassung

Privatanleger delegieren an institutionelle Investoren: Bringt dies Fortschritte im Anlageverhalten?

Dieses Papier untersucht die Unterschiede im Anlageverhalten zwischen Privatanlegern und institutionellen Investoren. Dazu werden vorhandene empirische Untersuchungen so ausgewertet, daß sie sich Elementen des Anlageprozesses zuordnen lassen. Für Privatanleger zeigt sich eine gravierende Beeinträchtigung ihrer Bruttorendite durch hohe Risiken und Transaktionskosten. Im Kontrast dazu treten die erwarteten Spezialisierungsvorteile von Institutionellen deutlich hervor. Allerdings unterliegen institutionelle Investoren eigenen Agency-Problemen, die ihre Anlageperformance behindern. Dies mag erklären, warum Institutionelle meist schlechter als die Marktentwicklung abschneiden. Insofern dürfte die bessere Anlageperformance institutioneller Investoren gegenüber Privatanlegern nicht auf die Umsetzung überlegenen Wissens, sondern auf breitere Diversifikation und niedrigere Transaktionskosten zurückzuführen sein. (JEL G 11, G 23)

Summary

Private investors delegating to institutional investors: Does this mean progress in investment behaviour?

This paper analyses differences in the investment behaviour of private as distinct from institutional investors. To this end, existing empirical studies have been evaluated in a manner permitting such differences to be allocated to elements of the investment process. For private investors, a grave drawback has been identified in respect of the gross yield on account of high risks and high transaction costs. This contrasts clearly with advantages for institutional investors that are to be expected to arise from their specialisation. However, institutional investors are subject to specific agency problems hindering their investment performance. This may explain why the performance of institutional investors falls mostly short of market developments. To that extent, it is to be suspected that the superior investment performance recorded by institutional compared with the private investors is

not to be explained by the superior know-how of the former, but by greater diversification and lower transactions costs.

Résumé

Le fait que les placeurs privés délèguent à des investisseurs institutionnels: entraîne-t-il des progrès dans le comportement d'investissement?

Dans cet article, l'auteur examine les différences de comportement de placement entre investisseurs privés et investisseurs institutionnels. Pour cela, des analyses empiriques existantes sont interprétées de telle manière qu'il leur est assigné des éléments du processus d'investissement. Les rendements bruts des investissements privés sont gravement amoindris par des risques et coûts de transactions élevés. En contraste, les avantages de spécialisation attendus des investissements institutionnels sont fortement soulignés. Cependant, les investisseurs institutionnels connaissent des problèmes propres d'agence qui réduisent la performance de leurs placements. Ceci peut expliquer pourquoi les investisseurs institutionnels ont le plus souvent de moins bons résultats que l'évolution du marché. C'est pourquoi, la meilleure performance de placement des investisseurs institutionnels comparée aux investisseurs privés s'expliquerait non par des meilleures informations, mais par une plus large diversification et de plus faibles coûts de transaction.