

Lütje, Torben

**Working Paper**

## Sichtweisen und Anlageverhalten des österreichischen Fondsmanagements

Diskussionsbeitrag, No. 310

**Provided in Cooperation with:**

School of Economics and Management, University of Hannover

*Suggested Citation:* Lütje, Torben (2004) : Sichtweisen und Anlageverhalten des österreichischen Fondsmanagements, Diskussionsbeitrag, No. 310, Universität Hannover, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Hannover

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/22422>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Sichtweisen und Anlageverhalten des österreichischen Fondsmanagements

Torben Lütje, Universität Hannover

Diskussionspapier Nr. 310  
Dezember 2004  
ISSN 0949-9962

## Zusammenfassung

Die Untersuchung basiert auf einer schriftlichen Befragung von Fondsmanagern in Österreich. Sie offenbart deren positive Selbsteinschätzung hinsichtlich des beruflichen Erfolges, ohne dabei mit exzessiver Überschätzung des eigenen Informationsstandes verbunden zu sein. Das Anlageverhalten der Fondsmanager weist grundsätzlich kaum Verzerrungen auf – weder exzessive Handelsaktivität, noch einen Dispositionseffekt oder Verlustaversion. Allerdings ist festzustellen, dass insbesondere jüngere, unerfahrene Fondsmanager zum Herdenverhalten neigen. In der Untersuchung offenbaren letztere aber keine höhere Risikoaversion, die im Allgemeinen mit Herdenverhalten assoziiert wird.

JEL-Klassifikation: G 23, G 14  
Schlagworte: Fondsmanagement, Overconfidence, Herdenverhalten, Entscheidungsverhalten

\* Für hilfreiche Kommentare bin ich Daniela Beckmann und Lukas Menkhoff sehr verbunden. Zudem danke ich der VolkswagenStiftung für die finanzielle Förderung des Projektes.

Torben Lütje, Universität Hannover, Lehrstuhl Geld und Internationale Finanzwirtschaft, Königsworther Platz 1, D-30167 Hannover, luetje@gif.uni-hannover.de

# Sichtweisen und Anlageverhalten des österreichischen Fondsmanagements

## 1 Motivation

Institutionelle Investoren, wie insbesondere Asset Manager und Versicherungsunternehmen, gewinnen unaufhaltsam an Bedeutung in den stetig wachsenden Finanzmärkten. Mit der Auswahl der relevanten Informationsquellen und den resultierenden Anlageentscheidungen beeinflussen sie die Entwicklungen internationaler Finanzmärkte und damit auch die der Volkswirtschaften. Eine einflussreiche Untergruppe der Asset Manager sind die professionellen Manager von Investmentfonds. Die Fondsmanagementbranche Österreichs ist ein interessanter Markt mit erheblichem Wachstumspotential. Per Ultimo 2003 werden dort € 97,3 Mrd. in Fonds verwaltet, was ein Wachstum von 7,7% gegenüber dem Vorjahr bedeutet (der Anteil der Publikumsfonds liegt bei 54,5% und der institutioneller Spezialfonds bei 45,5%, vgl. VÖIG, 2003). Dieser Wachstumsmarkt und insbesondere die Verhaltensweisen der professionellen Marktakteure sind bislang relativ unerforscht. Um diese Lücke zu schließen, erscheint es sinnvoll, die Sichtweisen des österreichischen Fondsmanagements und die daraus resultierenden Anlageverhaltensweisen näher zu betrachten.

Die vorliegende Untersuchung versucht mittels einer schriftlichen Befragung des österreichischen Fondsmanagements, Licht auf deren typische Verhaltensweisen zu werfen. Die direkte Befragung der Entscheidungsträger hat sich in der Finanzmarktanalyse als komplementäre Methodik zu konventionellen Ansätzen etabliert (als prominente Studien sei bspw. auf Shiller und Pound, 1989, sowie Blinder, 2000, verwiesen). Als Ergebnis der Untersuchung zeigt sich eine relativ positive Selbstwahrnehmung. Abgesehen von einer gewissen Tendenz zum Herdenverhalten weisen die befragten Fondsmanager kaum Verhaltensverzerrungen auf. In der Untersuchung zeigt sich eine Neigung zum Herdenverhalten insbesondere bei jüngeren und unerfahrenen Fondsmanagern, die indes kaum höhere Risikoaversion zeigen, obwohl Herdenverhalten in der Literatur als risikoscheues Verhalten angesehen wird.

Diese Studie gliedert sich im weiteren Verlauf in fünf Teile. Abschnitt 2 stellt den verwendeten Datensatz vor und Abschnitt 3 charakterisiert die befragten Fondsmanager. Nach der Selbsteinschätzung des beruflichen Erfolges in Abschnitt 4 be-

schreiben die professionellen Marktteilnehmer ihr Anlageverhalten in Abschnitt 5. Im anschließenden Abschnitt 6 wird das Herdenverhalten näher analysiert und Abschnitt 7 fasst wesentliche Ergebnisse zusammen.

## **2 Daten**

Die hier vorliegenden Daten österreichischer Fondsmanager wurden mittels eines Fragebogens erhoben, der sich an die Fondsmanager der VÖIG Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften richtete. Zum Vergleich mit dem Fondsmanagement in Deutschland wird zudem ein Datensatz herangezogen, der auf einer analogen Befragung der Mitgliedsgesellschaften des BVI Bundesverband Investment und Asset Management basiert (zur ausführlichen Erläuterung der Befragung in Deutschland vgl. Lütje und Menkhoff, 2004). Da die Qualität und Aussagekraft der Antworten einer schriftlichen Befragung entscheidend von der sinnvollen Auswahl der Fragen sowie deren richtiger Formulierung abhängen, wurden in der Entwicklungsphase von Februar bis März 2003 vorläufige Fragebogenentwürfe mit Fondsmanagern in Interviews diskutiert und anschließend in Probeläufen getestet.

Während der Erhebungsperiode von Juni bis August 2003 wurden alle aktiven Mitgliedsgesellschaften der VÖIG Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften des Aktien- und Rentenmanagements mehrfach kontaktiert, um sie für die Teilnahme an der Befragung zu gewinnen. Letztendlich haben sich 26 österreichische Fondsmanager an der Befragung beteiligt, was etwa der Beteiligung am zehnfach größeren deutschen Markt entspricht. Auch wenn die Untersuchung nicht repräsentativ für den Gesamtmarkt sein muss, so offenbart sie dennoch interessante Tendenzen und Blickwinkel.

## **3 Charakteristika der befragten Fondsmanager**

Die deskriptive Statistik in Tabelle 1 stellt die Charakteristika der Befragungsteilnehmer vor, gruppiert nach der beruflichen Position in der Investmentgesellschaft. Die absolute Mehrheit der Fondsmanager, die sich an der Befragung beteiligten, hat mittlerweile Seniorpositionen inne und mehr als ein Viertel der Befragten sind als Chief Investment Officer (CIO) bzw. Geschäftsführer tätig. Aufgrund dieser Gruppenverteilung ist zu erwarten, dass die Befragungsteilnehmer bereits viel Anlageerfahrung im professionellen Fondsmanagement sammeln konnten. In der Tat zeigt sich, dass sie bereits über eine durchschnittliche Berufserfahrung von etwa 7 Jahre verfü-

gen, während das mittlere Lebensalter aber erst durchschnittlich 34 Jahre beträgt. Da hier eine junge Altersstruktur schon mit einem gewissen beruflichen Erfahrungsschatz einhergeht, überrascht es wenig, dass der Anteil der studierten Fondsmanager mit 57,7% im internationalen Vergleich relativ gering ausfällt, während 'Training-on-the-job' offenbar relativ hohe Bedeutung besitzt. Die variable Vergütung, die leistungsabhängig zusätzlich zum fixen Grundgehalt entrichtet wird, steigt mit dem hierarchischen Level: Während die befragten CIO's und Geschäftsführer einen mittleren Bonus in Höhe von knapp 20% angeben, liegt der Durchschnittswert bei 11%.

**TABELLE 1 Charakteristika der Fondsmanager nach Position**

Position	Anteil	Alter	Berufserfahrung	Studium	Bonus
CIO / Geschäftsführer	28,0%	~ 36 Jahre	~ 10 Jahre	57,1%	19,2%
Team- und Gruppenleiter	12,0%	~ 36 Jahre	~ 7 Jahre	66,7%	15,0%
Senior Asset Manager	52,0%	~ 33 Jahre	~ 7 Jahre	61,5%	7,7%
Junior Asset Manager	8,0%	< 31 Jahre	< 4 Jahre	50,0%	0,0%
Total / Durchschnitt	100,0%	~ 34 Jahre	~ 7 Jahre	57,7%	11,0%

#### 4 Einschätzung des beruflichen Erfolges

Das Hauptinteresse an der Arbeit eines Fondsmanagers liegt sicherlich – und zwar nicht nur aus Anlegersicht – an dem Erfolg seiner Investmententscheidungen. Um diesen festzustellen, haben wir um Selbstauskunft hinsichtlich der im letzten Jahr erzielten (risikoadjustierten) Fondsperformance im Vergleich zu anderen Fondsmanagern desselben Anlagesegments (so genannte Peer Group) gebeten (vgl. Tabelle 2). 24% der österreichischen Fondsmanager erzielten nach eigenen Angaben eine mit der Peer Group vergleichbare Anlageperformance, während die restlichen 76% eine bessere Performance erzielten. Die erzielte Fondsperformance stellt das Ergebnis eines mehrstufigen Anlageprozesses dar, bei dem unter Verwendung relevanter Informationsquellen ein sinnvoll diversifiziertes Portfolio zusammengestellt und überwacht werden muss. Aufgrund der Komplexität dieses Prozesses erscheint es sinnvoll, nicht nur nach der letztendlichen Performance zu fragen, sondern auch wie Fondsmanager ihre (Gesamt-) Leistung im Asset Management einschätzen. Es zeigt sich, dass sich 20% der Fondsmanager vergleichbar gut wie die Peer Group einschätzen, während sich 80% für besser halten. Somit ist festzuhalten, dass die öster-

reichischen Fondsmanager ein recht positives Selbstbild hinsichtlich des beruflichen Erfolges haben, wobei die relative Managementleistung im Vergleich zur Peer Group noch besser eingeschätzt wird als die relative Performance. Dieses Phänomen zeigt sich in Deutschland ebenfalls, allerdings ist es dort weitaus schwächer ausgeprägt. 35,5% der dortigen Fondsmanager schätzen sich genauso gut bezüglich der erzielten Performance ein und 30,9% bezüglich der Managementleistung – wobei einige auch zugeben, etwas schlechter abgeschnitten zu haben.

**TABELLE 2 Selbsteinschätzung der eigenen Leistung**

Anlageerfolg und Leistung	deutlich besser (in %)					deutlich schlechter (in %)			Anteil rel. Besser <sup>1)</sup> (in %)
[1] Risikoadjustierte Performance im letzten Jahr im Vergleich zu anderen Asset Managern im Anlagesegment.	8,0	32,0	36,0	24,0	0,0	0,0	0,0	0,0	76,0
[2] Asset Managementleistung im Vergleich zu anderen Asset Managern im Anlagesegment.	0,0	36,0	44,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	80,0

<sup>1)</sup> Der Anteil relativ besserer Performance / Leistung ergibt sich als Summe der Antwortkategorien 1-3.

Es stellt sich folglich die Frage, ob dieses Ergebnis lediglich deren positive Performance beispielsweise im internationalen Vergleich reflektiert oder die österreichischen Fondsmanager zur Selbstüberschätzung neigen, was aufgrund der fiduziarischen Verwaltung fremden Vermögens nicht unproblematisch wäre (einen Überblick über verzerrtes Verhalten auf Finanzmärkten bieten bspw. Barberis und Thaler, 2003 sowie Hirshleifer, 2001). Um mögliche Selbstüberschätzung zu identifizieren, haben wir in Tabelle 3 um Bewertung von zwei verschiedenen Aussagen zu empfundenen Informationsvorteilen gebeten. Bei der ersten Aussage "Die Mehrzahl veröffentlichter Wirtschaftsnachrichten stellt für mich keine Überraschung dar" liegt der Anteil der Zustimmung bei 57,7% und damit unter dem Zustimmungsanteil in Deutschland von 62,2%. Dabei ist zu erwähnen, dass weniger als 4% der Fondsmanager "volle Zustimmung" vergaben. Der Unterschied wird deutlicher bei zusätzlicher Berücksichtigung der Antwortverteilung zur zweiten Aussage. Hier zeigt sich, dass die Aussage "Als einheimischer Asset Manager profitiere ich vom besseren Informationsstand gegenüber ausländischen Marktteilnehmern" von 61,5% der österreichischen Fondsmanager abgelehnt wird – von 26,9% sogar mit höchstem Ablehnungsgrad. Demge-

genüber wird diese Aussage von 65,2% der deutschen Fondsmanager aber bestätigt.

**TABELLE 3 Selbsteinschätzung des Informationsstandes**

Zu bewertende Aussagen	volle Zustimmung (in %)				volle Ablehnung (in %)			Anteil Zustimmung <sup>1)</sup> (in %)
[1] Die Mehrzahl veröffentlichter Wirtschaftsnachrichten stellt für mich keine Überraschung dar.	3,8	38,5	15,4	34,6	3,8	3,8	57,7	
[2] Als einheimischer Asset Manager profitiere ich vom besseren Informationsstand gegenüber ausländischen Marktteilnehmern.	3,8	15,4	19,2	7,7	26,9	26,9	38,5	

<sup>1)</sup> Der Anteil der Zustimmung ergibt sich als Summe der Antwortkategorien 1-3.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Fondsmanager in Österreich zwar eine positive Selbsteinschätzung hinsichtlich ihres beruflichen Erfolges haben, sie aber nicht zu einer übertriebenen Selbstüberschätzung des eigenen Informationsstandes (so genannte Overconfidence) neigen. Im nächsten Schritt soll nun untersucht werden, inwieweit sich dieses Selbstbildnis im Anlageverhalten der Fondsmanager widerspiegelt.

## 5 Beschreibung des eigenen Anlageverhaltens

Zunächst soll das Ausmaß der Handelsaktivität analysiert werden, da mögliche Selbstüberschätzung der eigenen Fähigkeiten gemäß Barber und Odean (2000) zu einer überhöhtem Handelsaktivität führen kann. Fondsmanager werden aufgrund von Analysen häufig zu der Erkenntnis kommen, dass sie bestehende Portfolios zunächst unverändert beibehalten sollten. Damit ihr rationales Abwarten auf entgegengesetzte Signale aber von den Investoren nicht als schlichte Passivität, Mangel an Talent oder gar Unvermögen fehlgedeutet wird, sind sie laut Dow und Gorton (1997) geneigt, ihr Fachwissen und ihre Kompetenz durch das Tätigen hoher Handelsumsätze zu signalisieren (so genanntes Portfolio Churning). Um die Fondsmanager mit dieser Problematik zu konfrontieren, wurden sie um Bewertung folgender Aussage gebeten "Ich neige häufiger zu überhöhter Handelsaktivität, da meine Kunden kurzfristigen Anlageerfolg erwarten". Die Befragungsergebnisse in Tabelle 4 deuten darauf hin, dass

die Fondsmanager diese Aussage eindeutig ablehnen – in Österreich zu 80,0% und in Deutschland zu 82,8%. Dass die Fondsmanager scheinbar nicht zu exzessiver Handelsaktivität neigen, ist sicherlich im Interesse der Investoren, da sich dieses Verhalten in empirischen Untersuchungen als performanceschädigend erwiesen hat (vgl. bspw. Carhart, 1997).

**TABELLE 4 Beschreibung des eigenen Anlageverhaltens**

Zu bewertende Aussagen	volle Zustimmung (in %)			volle Ablehnung (in %)			Anteil Zustimmung <sup>1)</sup> (in %)
	Österreich	Deutschland	Österreich	Deutschland	Österreich	Deutschland	
[1] Ich neige häufiger zu überhöhter Handelsaktivität, da meine Kunden kurzfristigen Anlageerfolg erwarten.	0,0	4,0	16,0	0,0	28,0	52,0	20,0
[2] Bei unerwartetem Liquiditätsbedarf realisiere ich vorwiegend Engagements im Gewinnbereich.	0,0	7,7	7,7	19,2	30,8	34,6	15,4
[3] Bei Verlustpositionen warte ich im Allgemeinen auf Kurserholungen, anstatt die Titel zu verkaufen.	0,0	3,8	11,5	15,4	34,6	34,6	15,4
[4] Ich bin jemand, der mit dem Trend geht.	3,8	19,2	38,5	19,2	7,7	11,5	61,5

<sup>1)</sup> Der Anteil der Zustimmung ergibt sich als Summe der Antwortkategorien 1-3.

Zudem gilt es herauszufinden, ob die Manager wenn schon nicht zur Selbstüberschätzung möglicherweise zu anderen Entscheidungsverzerrungen neigen. Ein in der Literatur häufig diskutiertes Phänomen ist der Dispositionseffekt, der jene Disposition beschreibt, Gewinneraktien zu frühzeitig zu verkaufen und Verliereraktien zu lange zu halten (vgl. Shefrin und Statman, 1985). Infolgedessen ist es wenig überraschend, dass der Dispositionseffekt die Gesamtperformance des Portfolios beeinträchtigt (vgl. Odean, 1998). Die Befragung offenbart, dass die österreichischen Fondsmanager nur einen sehr geringen Dispositionseffekt aufweisen, da nur 15,4% von ihnen der zweiten Aussage "Bei unerwartetem Liquiditätsbedarf realisiere ich vorwiegend Engagements im Gewinnbereich" zustimmen. In Deutschland liegt der Zustimmungsanteil mit immerhin 37,8% deutlich höher. Eine mögliche Begründung des Dispositionseffektes ist, dass sich die Marktteilnehmer ihre im Nachhinein unprofitable Investmententscheidung nicht eingestehen wollen und auf Kurserholung hoffen (vgl. Weber und Camerer, 1998). Darüber hinaus reflektiert der Dispositionseffekt auch eine gewisse Aversion gegen die Realisierung von Verlusten, da intuitiv eine



Kurserholung erwartet wird. Letzteres wurde mit der dritten zu bewertenden Aussage "Bei unerwartetem Liquiditätsbedarf realisiere ich vorwiegend Engagements im Gewinnbereich" ebenfalls getestet. Es zeigt sich im Einklang mit den Ergebnissen zum Dispositionseffekt, dass lediglich 15,4% der Fondsmanager in Österreich dieser Aussage zustimmen, während die Zustimmungquote in Deutschland mit 25,3% wiederum höher liegt.

Als letzte Entscheidungsverzerrung betrachten wir mögliches Herdenverhalten bzw. Trendfolgeverhalten der Marktteilnehmer. Es beschreibt das bewusste Vernachlässigen der eigenen Informationen zugunsten der mehrheitlichen Meinung der Herde (für einen Überblick über verschiedene Arten des Herdenverhaltens vgl. Bikhchandani und Sharma, 2001). Obwohl dann nicht mehr alle verfügbaren Informationen in den Preisbildungsprozess einfließen, kann es für den einzelnen Fondsmanager durchaus rational sein, der Herde zu folgen. Aufgrund des so genannten 'Sharing-the-Blame' Effekts wirken sich unprofitable Investmententscheidungen der gesamten Herde nämlich kaum auf die berufliche Reputation jedes Einzelnen aus (vgl. Scharfstein und Stein, 1990). Die Befragungsergebnisse in Tabelle 4 zeigen, dass die österreichischen Fondsmanager zum Herdenverhalten tendieren: 61,5% der Befragten geben an, mit dem Trend zu gehen. In Deutschland liegt der entsprechende Wert mit 50,2% tiefer.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die österreichischen Fondsmanager (in aggregierter Betrachtung) weder zu exzessiver Handelaktivität, noch zum Dispositionseffekt oder zur Verlustaversion neigen. Als Besonderheit in ihrem Anlageverhalten zeigt sich indes, dass sie zum Herdenverhalten tendieren – und zwar deutlich stärker als Fondsmanager in Deutschland. Daher sollen das Herdenverhalten der österreichischen Fondsmanager und die damit korrelierten Charakteristika im nächsten Abschnitt näher beleuchtet werden.

## **6 Herdenverhalten im österreichischen Fondsmanagement**

Khorana (1996) führt die Neigung zum Herdenverhalten auf jenes Risiko zurück, für schlechtere Anlageperformance im Vergleich zur Peer Group die berufliche Position zu verlieren. Da jüngere Fondsmanager gefährdeter sind, bei relativ schwächerer Performance ausgetauscht zu werden als ältere, erfahrenere Fondsmanager, tendieren sie aus Karrieregesichtspunkten häufiger zum Herdenverhalten (Chevalier und Ellison, 1999, sowie Arora und Ou-Yang, 2001). Dieses Ergebnis zeigt sich auch

bei der Untersuchung des österreichischen Fondsmanagement. Die Rangkorrelationen in Tabelle 5 zeigen statistisch signifikant, dass das Herdenverhalten umso ausgeprägter ist, je jünger und unerfahrener die Fondsmanager sind.

**TABELLE 5 Korrelation von Herdenverhalten mit weiteren Charakteristika**

"Alter in Jahren?" 6 Antwortkategorien von "< 31 Jahre" bis "> 50 Jahre".

"Berufserfahrung in Jahren?" 6 Antwortkategorien von "< 4 Jahre" bis "> 15 Jahre".

"Bitte stufen Sie Ihre persönliche Risikoeinstellung ein: Bei beruflichen Investment-Entscheidungen verhalte ich mich meistens..." 6 Antwortkategorien von "sehr risikoavers" bis "wenig risikoavers".

"Stellen Sie sich vor, jemand bietet Ihnen eine Münzwurfwette (Chance 50:50) an. Wenn Sie verlieren, müssen Sie 1000 € aus Ihrem Privatvermögen zahlen. Wie hoch müsste der minimale Gewinn sein, damit Sie diese Wette annehmen?"

"Bitte bewerten Sie die Bedeutung der folgenden Informationsquelle für Ihre Anlageentscheidung: Investitionsentscheidungen anderer Marktteilnehmer" 6 Antwortkategorien von "höchste Bedeutung" bis "keine Bedeutung".

	Koeffizienten der Spearman Rangkorrelation (und p-Wert)				
	Geringeres Alter	Geringere Erfahrung	Geringere Risikoaversion	Geringerer Minimalbetrag	Entscheidungen anderer wichtig
Eigenes Herdenverhalten	0,430** (0,028)	0,404** (0,050)	0,360* (0,071)	0,449** (0,041)	0,433** (0,027)

Die Sterne zeigen das Signifikanzniveau an: \* 10%, \*\* 5%.

Aufgrund des Sharing-the-Blame Effekts und der Möglichkeit sich in der Herde zu verstecken (vgl. Devenow und Welch, 1996) ist zu erwarten, dass herdenorientierte Fondsmanager eine höhere Risikoaversion aufweisen als ihre nicht-herdenorientierten Kollegen. Interessanterweise zeigt sich in Tabelle 5 aber, dass sich die herdenorientierten Fondsmanager in Österreich eher risikofreudiger einschätzen. Um die Robustheit dieses Ergebnisses zur Risikoeinstellung zu überprüfen, baten wir bei einer simulierten Münzwurfwette um Angabe eines Minimalbetrages, der mindestens gefordert wird, um die Wette anzunehmen (das Design der simulierten Wette orientiert sich an Tversky und Kahneman, 1992). Es zeigt sich hier wiederum, dass sich die herdenorientierten Fondsmanager eher risikofreudiger verhalten, indem sie einen geringeren Minimalbetrag zur Annahme der Wette fordern. Somit ist das Herdenverhalten der österreichischen Fondsmanager nicht auf deren höhere Risikoaversion zurückzuführen. Die Motivation zu diesem Anlageverhalten liegt wohl primär in den Karriereanreizen jüngerer, unerfahrener Fondsmanager, die

sich an anderen Marktteilnehmern orientieren (siehe Tabelle 5), um von deren Erfahrung zu profitieren.

## **7 Zusammenfassung**

Auf Grundlage einer schriftlichen Befragung im österreichischen Fondsmanagement wird nach Präsentation der Charakteristika der Fondsmanager die Selbstwahrnehmung dieser professionellen Marktteilnehmer hinsichtlich ihrer beruflichen Leistung und des Informationsstandes diskutiert. Vor dem Hintergrund dieses Selbstbildnisses konzentrieren sich die anschließenden Analysen auf das Anlageverhalten.

Die Studie offenbart eine positive Selbsteinschätzung der Fondsmanager, ohne dabei mit exzessiver Überschätzung des eigenen Informationsstandes verbunden zu sein. Das Anlageverhalten der Fondsmanager weist grundsätzlich kaum Verzerrungen auf – weder exzessive Handelaktivität, noch ein Dispositionseffekt oder Verlustaversion werden in aggregierter Betrachtung aufgedeckt. Allerdings ist festzustellen, dass sich eine deutliche Neigung zum Herdenverhalten zeigt. In Übereinstimmung mit der Literatur orientieren sich insbesondere jüngere, unerfahrene Fondsmanager an der Herde. In der Untersuchung offenbaren sie aber keine höhere Risikoaversion, die im Allgemeinen mit Herdenverhalten assoziiert wird.

Ausgangsidee dieser Untersuchung war es, die Entwicklungstendenzen der österreichischen Investmentbranche besser einschätzen zu können, wenn die Sichtweisen der professionellen Marktakteure und deren Anlageverhalten klarer verstanden werden. Diese Studie offenbart diesbezüglich Erkenntnisse, die nicht nur von wissenschaftlichem Interesse, sondern auch von praktischer Relevanz sind. Da Herdenverhalten nämlich vor allem ein bei jüngeren, unerfahrenen Managern auftritt, ist es eher ein temporäres Problem im Berufsleben eines Fondsmanagers. Jeder einzelne Fondsmanager sollte sein Anlageverhalten reflektieren und sich des Einflusses möglicher Verhaltensverzerrungen bewusst sein.

## Literaturverzeichnis

- Arora, Navneet und Hui Ou-Yang (2001), Explicit and Implicit Incentives in a Delegated Portfolio Management Problem: Theory and Evidence, *Arbeitspapier*, University of North Carolina.
- Barber, Brad M. und Terrance Odean (2000), Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, *Journal of Finance*, 55, 773-806.
- Barberis, Nicholas und Richard Thaler (2003), A Survey of Behavioral Finance, in: *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1B, hrsg. von G.M. Constantinides, M. Harris und R.M. Stulz, Amsterdam et al.: Elsevier, 1051-1121.
- Bikhchandani, Sushil und Sunil Sharma (2001), Herd Behavior in Financial Markets: A Review, *IMF Staff Papers*, 47:3, 279-310.
- Blinder, Alan S. (2000), Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?, *American Economic Review*, 90, 1421-1431.
- Carhart, Mark M. (1997), On Persistence in Mutual Fund Performance, *Journal of Finance*, 52:1, 57-82.
- Chevalier, Judith und Glenn Ellison (1999), Career Concerns of Mutual Fund Managers, *Quarterly Journal of Economics*, 114, 389-432.
- Devenow, Andrea und Ivo Welch (1996), Rational Herding in Financial Economics, *European Economic Review*, 40, 603-615.
- Dow, James und Gary Gorton (1997), Noise Trading, Delegated Portfolio Management, and Economic Welfare, *Journal of Political Economy*, 105:5, 1024-1050.
- Hirshleifer, David (2001), Investor Psychology and Asset Pricing, *Journal of Finance*, 56:4, 1533-1597.
- Khorana, Ajay (1996), Top Management Turnover: An Empirical Investigation of Mutual Fund Managers, *Journal of Financial Economics*, 40, 403-427.
- Lütje, Torben und Lukas Menkhoff (2004), Fondsmanagement in Deutschland: Was denken und tun die Akteure?, *Kredit und Kapital*, erscheint demnächst.
- Odean, Terrance (1998), Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?, *Journal of Finance*, 53, 1775-1798.
- Scharfstein, David S. und Jeremy C. Stein (1990), Herd Behavior and Investment, *American Economic Review*, 80:3, 465-479.

- Shefrin, Hersh und Meir Statman (1985), The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, 40, 777-790.
- Shiller, Robert J. und John Pound (1989), Survey Evidence on Diffusion of Interest and Information Among Investors, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12:1, 47-66.
- Tversky, Amos und Daniel Kahneman (1992), Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty*, 5, 297-323.
- VÖIG (2003), Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften, Jahresbericht 2003.
- Weber, Martin und Colin F. Camerer (1998), The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 33, 167-184.