

Süddeutsche Zeitung, 23. April 2008, Seite 30

## Warum sind Fondsmanager Herdentiere?

Von Björn Finke

Das Ergebnis ist ernüchternd: Die Hälfte der Analysten-Empfehlungen in den vergangenen anderthalb Jahren hat sich im Nachhinein als falsch erwiesen, wie ein Finanzinformationsdienst jetzt ermittelte. Da kann man bei Anlage-Entscheidungen genauso gut eine Münze werfen. Trotzdem orientieren sich Profi-Investoren sehr an den Ratschlägen der vermeintlichen Experten. Stufen Analysten ein Papier hoch, erwerben häufig so viele Fondsmanager den Titel, dass die Aktie kräftig steigt. In den kommenden Quartalen verlieren die Anteilsscheine aber wieder an Wert.

Bei Herabstufungen ist das Bild genau umgekehrt. Einige der bestens bezahlten Fondsmanager reagieren also wie Schafe in einer Herde, und in die Rolle der Hirten, die die Richtung vorgeben, schlüpfen die Analysten. Dies ist das Ergebnis einer Studie von drei US-Ökonomen (*N. Brown/K. Wei/R. Wermers: Analyst recommendations, mutual fund herding, and overreaction in stock prices*). Dass Fonds wegen Empfehlungen Titel erwerben, die später schlecht laufen, ist ärgerlich genug für Anleger. Das Herdenverhalten schadet jedoch auch dem Aktienmarkt; er wird destabilisiert, die Kurse schwanken mehr, als wenn es das Phänomen nicht gäbe.

Die Autoren untersuchten die Aktien von US-Aktienfonds zwischen 1994 und 2003 für jedes Quartal. Herdenverhalten liegt den Wissenschaftlern zufolge vor, wenn eine bestimmte Aktie in einem Jahresviertel von ungewöhnlich vielen Fonds gleichzeitig gekauft oder

verkauft wird. Außerdem prüften die Ökonomen, ob in dem vorhergehenden Quartal Analysten das Papier im Durchschnitt herab- oder heraufgestuft hatten. Das Trio stellte fest, dass die Manager vor allem bei Verkaufsempfehlungen als Herde handeln. Offenbar ist das Misstrauen bei Kauftipps stärker: Schließlich stehen Analysten meist auf der Gehaltsliste von Banken, und die haben ein Interesse daran, dass Aktien von Kundenunternehmen gut laufen.

Wenn Fonds die Papiere nach der Herabstufung gehäuft abstoßen, sinkt der Kurs deutlich. In den folgenden Quartalen kehrt sich der Trend um: Fonds und andere Investoren erkennen, dass die Aktie wegen der Herdenreaktion unterbewertet ist, und greifen zu. Der Kurs entwickelt sich darum besser als die Notierungen vergleichbarer Titel. Nach Kaufempfehlungen von Analysten ist das Muster umgekehrt.

### Angst um den Job

Fondsmanager mit schlechten Ergebnissen schwimmen besonders gerne mit dem Strom. Beschränkte das Trio seine Analyse auf renditeschwache Fonds, war der Effekt größer. Die Interpretation: Die Profis fürchten um ihren Job, daher wagen sie es erst recht nicht, der Herde zu trotzen. Für Anleger ergibt sich daraus eine lukrative Strategie. Wer Aktien erwirbt, die Fonds nach Verkaufsempfehlungen abgestoßen haben, und jene Papiere verkauft, mit denen sich Fonds wegen Analystentipps eingedeckt haben, erzielt eine Extrarendite von 6,6 Prozent im Jahr, schreiben die Forscher. Im Laufe des Untersuchungszeitraums hat das Herdenverhalten von Fonds die Kurse immer deutlicher rauf- und runtergetrieben. Die Wissenschaftler begründen dies damit, dass die Zahl der Fonds und deren Vermögen kräftig zugenommen haben. Der Einfluss wächst, der Mut nicht.

CFR-Working Paper 2007-08

Nerissa C. Brown, Kelsey D. Wei, Russ Wermers

**Analyst Recommendations, Mutual Fund Herding, and Overreaction in Stock Prices**

<http://www.cfr-cologne.de/download/workingpaper/cfr-07-08.pdf>