

# Überraschend unabhängig

Ein kürzlich durchgeführtes Experiment hat untersucht, ob Anleger automatisch zu Herdenverhalten tendieren – die überraschende Antwort lautet: Nein.



Eine aktuelles Experiment zeigt, dass Anleger nicht unbedingt dem typischen Klischee des Herdentieres gerecht werden

**W**er Finanzkrisen wirksam

Wahrscheinlichkeit über exklusive Informationen verfügen. Das Nachahmen wäre dann eine kostengünstige Alternative zur selbstständigen Informationssuche. Sogar das bewusste Aufspringen auf einen „Trend“, der durch ein tatsächliches Herdenverhalten ausgelöst und am Leben erhalten wird, ist nicht irrational, sondern eine bewährte Anlagestrategie (Trendfolgesysteme, „The trend is your friend“), bei der es nur darum geht, rechtzeitig abzuspringen.

Man sieht, das Klischee von der tumben Herde an der Börse ist bei genauerer Betrachtung gar nicht so einfach aufrechtzuerhalten. Der Wirtschaftsforscher Jörg Oechssler von der Universität Heidelberg hat daher versucht, der Sache auf den Grund zu gehen. In einer Untersuchung, deren Ergebnisse in der Dezember-Ausgabe der renommierten „American Economic Review“ veröffentlicht wurden, gelangte Oechssler zu interessanten Erkenntnissen.

In Zusammenarbeit mit der Unternehmensberatung McKinsey & Company hatte Oechssler gemeinsam mit Mathias Dreh-

mann von der Bank of England und Andreas Roider von der Universität Bonn via Internet ein Finanzmarktspiel initiiert, bei dem die Teilnehmer in eine Situation gebracht wurden, in der sich Herdenverhalten entwickeln müsste – Geldpreise im Wert von 11.000 Euro sollten für ein realitätsnahes Verhalten der Teilnehmer sorgen. Das Experiment wurde via Internet-Seite ([www.a-oder-b.de](http://www.a-oder-b.de)), auf die mittels Werbung in diversen Medien aufmerksam gemacht wurde, über einen Zeitraum von sechs Wochen durchgeführt. Insgesamt konnten rund 6400 Teilnehmer gewonnen werden. In erster Linie handelte es sich dabei um Doktoranden bzw. promovierte Mitarbeiter von Universitäten. Die Teilnehmer wurden in Gruppen von rund 20 Personen eingeteilt und gebeten, sich entweder für Aktie A oder für Aktie B zu entscheiden. Vorab war per Zufallsgenerator entschieden worden, welche der Aktien gewinnen und welche verlieren würde. Wer die steigende Aktie gewählt hatte, bekam zehn Lose. Diese Lose boten die Chance, Bargeld zu gewinnen – und mehr Lose ergaben eine höhere Gewinn-

Foto: © Ernesto Lopez - FOTOLIA

chance. Für die Entscheidung stand den Teilnehmern der Tipp eines „Investmentexperten“ zur Verfügung. Dieser Tipp lautete etwa: „Aktie A wird gewinnen.“ Allerdings wurde man gewarnt, dass dieser Tipp nur mit einer Zweidrittel-Wahrscheinlichkeit zutreffen würde. Jeder Teilnehmer hatte nur „seinen“ Berater, und alle wussten, dass jeder einen solchen Ratgeber hatte. Nicht bekannt war indes, welche Tipps die anderen bekommen hatten. Ebenfalls ersichtlich war, wie sich die anderen Investoren verhalten hatten. Nur der erste Spieler musste seine Entscheidung allein aufgrund des Tipps seines Beraters treffen. Der zweite konnte bereits beobachten, wie sich der erste entschieden hatte, Nummer drei konnte wiederum die Entscheidungen der ersten beiden sehen und so weiter. Insgesamt mussten sich die Teilnehmer dreimal entscheiden, sodass etwa 19.000 Entscheidungen getroffen wurden.

**Kein Herdenverhalten messbar**

Gäbe es an Finanzmärkten grundsätzlich ein ausgeprägtes Herdenverhalten, hätte dieses Experiment ein solches zutage bringen müssen, weil jede Entscheidung für Aktie A oder B den jeweiligen Kurs nach oben trieb. Tatsächlich konnte genau das jedoch nicht



Prof. Dr. Jörg Oechssler: „Es gab kein Anzeichen für Herdenverhalten.“

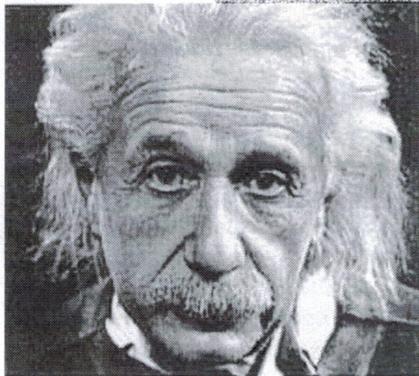
nachgewiesen werden. Im Spielverlauf zeigte sich, dass sich Teilnehmer immer wieder gegen eine bestimmte Aktie entschieden, gerade wenn sich davor einer größere Anzahl von Spielern für diese entschieden hatte – auch dann, wenn sie positive Informationen über diese Aktie bekommen hatten.

Die Akteure folgten nicht blindlings dem Verhalten der anderen Spieler, sondern ließen

sich in ihrer Anlageentscheidung stark von eigenen Informationen leiten. Viele Teilnehmer entschieden sich sogar bewusst dafür, einen bestehenden Trend zu brechen, und wendeten eine „Contrarian-Strategie“ an, sie agierten also gegen den Markt. Ein solches Verhalten ist dann vernünftig, wenn man glaubt, dass der derzeitige Kurs übertrieben hoch und durch ein irrationales Verhalten der bereits veranlagten Investoren zustande gekommen ist.

Was beweist das Ganze nun? Oechssler zufolge zeigt das Experiment, dass sich die Anleger in einer „normalen“ Börsenlage vernünftig verhalten. Der Marktpreis enthält in einer solchen Phase alle Informationen, die im Markt sind, die Anleger verhalten sich „richtig“, und ein Herdenverhalten findet nicht statt. Da es an den echten Märkten offensichtlich immer wieder zu Verhaltensmustern kommt („Bubbles“), die ohne Herdenverhalten kaum erklärlich sind, gibt es wohl einen Punkt, ab dem sich das Massenverhalten ändert. Oechssler plant daher bereits sein nächstes Experiment und erklärt: „Bei unserem nächsten Experiment wollen wir uns dann auch dem Thema Blasenbildung und Herdenverhalten widmen.“ FONDS professionell wird berichten. **FP**

**Psychologen schlagen Physiker: Hätte Freud besser spekuliert als Einstein?**



Glaubt man Jörg Oechsslers Experimentalergebnissen, wäre Albert Einstein vermutlich ein schlechterer ...

Ein interessantes Ergebnis von Oechsslers Experiment war die Erkenntnis, dass offenbar unterschiedliche Berufsgruppen auch in ihrem Anlageverhalten abweichende Muster aufweisen. Vor allem Psychologen misstrauten zu hohen Kursen und handelten entsprechend. Mit dieser Strategie führen sie erstaunlich gut: Im Durchschnitt waren sie bei ihren Spekulationen deutlich erfolgreicher als etwa Physiker und Mathematiker – und sie schlugen auch Ökonomen. Durchschnittlich verdienten die Psychologen beim Börsen-



Die Entscheidungen von Physikern und Ökonomen waren am deutlichsten von rationalem Verhalten geprägt, wobei diese Gruppen am stärksten unterstellt



hatten, dass auch die anderen Marktteilnehmer durchwegs rationale Entscheidungen getroffen hatten. Geholfen hat das nichts: Sie haben am wenigsten verdient.

spiel dreimal so viel wie Ökonomen oder Physiker. Anders als diese hatten die Psychologen den Kursverlauf auch „psychologischen“ Effekten zugeschrieben, d. h., sie hatten nicht unterstellt, dass die anderen Spieler nur auf Grundlage rationaler Überlegungen gehandelt hatten. Dieses Gespür für das irrationale Verhalten anderer Investoren brachte ihnen die höheren Gewinne ein. Teilnehmer, die Physik studierten bzw. studiert hatten, schienen dagegen zu stark auf die kühle Rationalität der anderen Marktteilnehmer zu setzen – und fuhren damit wesentlich schlechter. Ihr „vernünftiger“ Zugang zu der Frage, welche Aktie sie kaufen sollten, erwies sich als Fehler.



... Spekulant gewesen als Sigmund Freud.

Fotos: © Oechssler, Stadt Wien rk-Fotodienst, Australiar Centre for the Study of Jewish Civilisation

*Handwritten notes:*  
 13.01.2009/09  
 2008 IN 2009