

1 Einleitung

1.1 Aktualität des Themas

Wer in Aktien investieren möchte, der steht vor der Frage: Welche Titel kaufe ich? Mit dieser Frage haben sich Aktieninvestoren seit jeher beschäftigt. Bis heute ist aber noch keine allgemeingültige Antwort gefunden worden. Zu groß ist das Anlageuniversum, zu verschieden die Wünsche der Anleger, zu unvorhersehbar die Entwicklung der Aktienkurse.

Aktienmarkt und Aktienhandel sind soziale Institutionen. Sie funktionieren nach bestimmten Regeln. Diese Regeln sind sozial, auf den Interaktionen von Individuen innerhalb und zwischen Institutionen basierend, und damit nicht deterministisch.¹ Dies liegt daran, dass die Regeln an sich keine absolut festen Ursache-Wirkungsbeziehungen im Sinne von Wenn-Dann-Sätzen abbilden. Weiterhin ist ebenfalls nicht für alle Akteure fixiert, welche Regel in welcher Situation angewendet wird. Damit muss das Ergebnis der Anwendung dieser Regeln, der beobachtbare Aktienkurs, ebenfalls nicht deterministisch und damit unsicher und unvorhersehbar sein.

Für das Aktieninvestitionsproblem existiert eine Reihe von Teillösungen für spezielle Fälle, in denen das Problem durch eine Reihe von Annahmen vereinfacht wird. Diese können danach unterschieden werden, ob und wie sie die Unvorhersehbarkeit ex- oder implizit berücksichtigen.

So basieren Portfoliooptimierungsansätze zumeist allein auf den zwei Inputgrößen Rendite und Risiko. Letzteres kann dabei mittels verschiedener Kenngrößen abgebildet werden. Portfoliooptimierungsansätze beziehen, gemessen am gesamten Anlageuniversum, nur eine geringe Anzahl von Titeln in die Optimierung ein. Weiterhin ermöglichen sie die Ermittlung der Portfolioallokation für tendenziell kurze Zeiträume bzw. nur über wenige Entscheidungszeitpunkte hinweg. Implizit wird also von verfügbaren und konstanten bzw. vorhersehbaren Inputparametern, also quasi von einer statischen Umwelt, ausgegangen. Für Regressionsansätze, deren Ziel in der Prognose von Renditen einzelner Aktien besteht, gilt dies in ähnlicher Weise.

¹ Vgl. Kortzfleisch (1970), S. 208.

Andere Lösungsverfahren suchen kein „Optimum“ im mathematischen Sinne. Sie bauen entweder auf vermuteten und empirisch gestützten Ursache-Wirkungsbeziehungen auf und sind fundamentalanalytischer Natur wie z. B. die Aktienauswahl anhand verschiedener Unternehmenskennzahlen oder sie versuchen die psychologisch begründeten Handlungen der Marktteilnehmer mittels Methoden der technischen Analyse² zu erfassen.

Der Umfang der Literatur zum Thema Aktienanlage ist riesig und immer noch weiter zunehmend. Die Frage wie und in welche Aktien man investieren sollte besitzt eine ungebrochene Aktualität. Dies aber nicht nur, weil der Wunsch vieler Menschen „reich zu werden“ ungebrochen ist, sondern insbesondere auch vor dem Hintergrund der Diskussion um das Altersvorsorgesparen aufgrund demografischen und gesellschaftlichen Wandels.

1.2 Zielstellungen und Gang der Untersuchung

Die vorliegende Arbeit versucht die verschiedenen Ansätze der Aktienauswahl bzw. deren typische Vertreter als Heuristiken im Kontext des Konzeptes der begrenzten Rationalität zu interpretieren und zu systematisieren. Es soll untersucht werden, ob diese Heuristiken bzw. deren Bestandteile bereits in bekannten Verfahren der Wertpapierauswahl angewendet werden bzw. angewendet werden könnten.

In der Arbeit soll der Hypothese, dass ein Mehr an Informationssuche, -verarbeitung und -einbeziehung bei unsicheren Parametern (Umweltänderungen) nicht unbedingt ein Mehr an Performance (Erfolg) ergibt, bezogen auf das Problem der Aktienauswahl, nachgegangen werden. Es geht also um die Frage, ob der im Rahmen des Konzeptes der begrenzten Rationalität geäußerten Hauptthese, des „Weniger ist mehr“, mit Blick auf das Aktienauswahlproblem zuzustimmen ist.

Dabei soll diese Hypothese nicht im statistischen Sinne be- oder widerlegt werden, da dazu eine zu große Zahl von Strategien zu untersuchen wäre. Es werden stellvertretend einige typische Aktienauswahlverfahren, die unterschiedliche Anforder-

² Der Begriff ist in der Literatur auch als *Technische Analyse* zu finden. Mit der Eigennamenform wird die Darstellung als Gegenstück zur *Fundamentalanalyse* hervorgehoben. Hier wird einheitlich die adjektivierte Schreibweise angewandt.

rungen an Informationssuche, -verarbeitung und -einbeziehung stellen, herangezogen und deren Erfolg untersucht. Dieser wird durch verschiedene Konzepte und Kennzahlen operationalisiert und gemessen. Dazu zählen nicht nur die Rendite und verschiedene Risikomaße, sondern beispielsweise auch die Ergebnisqualität in Form von Erwartungstreue der Ex-ante-Schätzung oder die Annäherung an die erst im Nachhinein feststellbare beste Lösung.

Aus dem Vergleich der ausgewählten Verfahren sollen schließlich Konsequenzen abgeleitet werden. Zum einen hinsichtlich der Eignung der Verfahren für die Anwendung durch Investoren an sich und zum anderen für die Beurteilung von Wertpapierauswahlverfahren generell.

Das Konzept der begrenzten Rationalität (*bounded rationality*) liefert den theoretischen Rahmen für diese Arbeit. Daher steht zunächst der Rationalitätsbegriff im Mittelpunkt (Kapitel 2). Es werden verschiedene Rationalitätskonzepte vorgestellt. Es wird aufgezeigt, worin sich vollkommene und begrenzte Rationalität unterscheiden.

Im Konzept der begrenzten Rationalität spielt heuristisches Handeln eine entscheidende Rolle. Es wird daher geklärt, was im Allgemeinen und in Bezug auf die Arbeit unter einer Heuristik verstanden wird (Kapitel 3). Anhand von Beispielen aus anderen Bereichen werden Einsatz und Wirkung bzw. Erfolg solcher Heuristiken dargestellt und begründet.

Im weiteren Verlauf wird analysiert, ob die beobachtbaren Handlungen von Finanzmarktakteuren, wie z. B. Fondsmanagern oder Vermögensberatern, im Rahmen des Assetmanagementprozesses als Anwendung von Heuristiken begrenzter Rationalität identifiziert werden können (Kapitel 4 und 5). Dies müsste der Fall sein, wenn sich die typischen Bestandteile oder Bausteine begrenzt rationaler Heuristiken in den Handlungen erkennen lassen. Ergibt die Analyse diesbezüglich einen positiven Befund, dann wäre dies als Indiz dafür zu werten, dass das Investitionsproblem aufgrund seiner Komplexität in der Realität nur heuristisch lösbar ist und eine auf einzelnen Stufen des Assetmanagementprozesses angewandte Optimierung ggf. nur Bestandteil einer übergeordneten Heuristik ist. Damit wäre begründet, dass das Konzept der begrenzten Rationalität ein verwendeter Ansatz zur Analyse von Vorgängen in nichtdeterministischen sozialen Systemen wie dem Aktienhandel darstellt.

Im Kapitel 6 erfolgt dann die empirische Überprüfung der Eignung und Wirkung der Anwendung ausgewählter Heuristiken der Wertpapierauswahl. Dabei sollen mittels der Heuristiken bestimmte Anlegertypen charakterisiert werden, die im Rahmen der taktischen Assetallokation aus dem Anlageuniversum deutscher Standardwerte auswählen. Im Mittelpunkt steht dabei nicht nur der Vergleich der verschiedenen Strategien anhand typischer Ertrags- und Risikokennziffern. Bei der Auswertung der Ergebnisse wird das Konzept der begrenzten Rationalität implizit angewendet, indem der Kennzahlenvergleich heuristisch geprägt ist.

Die Arbeit schließt mit einer Zusammenfassung der Ergebnisse (Kapitel 7). Dabei werden aus den aufgezeigten theoretischen und empirischen Zusammenhängen auch Schlussfolgerungen für die Messung und Beurteilung von Managementleistungen allgemein und speziell für die von Aktienportfolios aufgezeigt.