

Wie sich Ineffizienzen kapitalisieren lassen

Behavioural-Finance-Fonds und Contrarian-Strategien

Die Erkenntnisse der Behavioural Finance haben in den letzten Jahren zahlreiche Strategien und Anlagevehikel zum Leben erweckt. Bei der Umsetzung der Theorie in die Praxis stossen die Banken aber auf einige Schwierigkeiten.

nrü. Die Behavioural Finance hat in den letzten Jahren nicht nur die Bibliotheken der Universitäten bereichert. Die Forschungsrichtung, die sich mit dem Einfluss der Psychologie auf die Entscheidungsträger der Finanzmärkte auseinandersetzt, hat mit ihrer anderen Sichtweise in der Praxis auch viele Anwendungsmöglichkeiten eröffnet. Spätestens der 1985 publizierte Artikel «Does the Stock Market Overreact?» von Werner De Bondt und Richard Thaler brachte zutage, dass sich die Erkenntnisse gewinnbringend an den Märkten umsetzen lassen. Die beiden Wissenschaftler vertraten in ihrer Publikation die These, dass die Investoren Unternehmen mit einer negativen Kursentwicklung systematisch unterschätzen, während Börsen-Favoriten in der Regel zu hoch bewertet sind. Die daraus abgeleitete Contrarian-Strategie, nämlich Titel mit einem überdurchschnittlich guten Kursverlauf zu verkaufen und Aktien, die in den vorangegangenen Monaten verschmährt worden waren, zu verkaufen, erwies sich gemessen an einem Zeitraum von drei bis fünf Jahren als erfolgreich. Zumindest im Muster-Portefeuille der beiden Wissenschaftler überflügelten die ehemaligen Verlierer den Markt um rund 30%, während die sogenannten Gewinner 10% tiefer notierten als der Benchmark.

Die Risikoaversion

In den Inseraten der meisten Finanzinstitute sucht man zwar vergeblich nach «Contrarian-Fonds» oder «Irrationalitäts-Zertifikaten». Im weitesten Sinne sind die Erkenntnisse der Forschungsrichtung aber bereits seit längerem in die Produktpalette der Banken eingeflossen. Ein prominentes Beispiel dafür sind kapitalgeschützte Anlagevehikel, die bei den Investoren auf eine grosse Nachfrage gestossen sind. Je nach Ausgestaltung kann der Käufer einer solchen Option an der Wertsteigerung des Basiswertes – beispielsweise des SMI – partizipieren, ohne Verluste zu befürchten. Steigt der Index innerhalb eines gewissen Zeitraumes, so erhöht sich auch der Wert des kapitalgeschützten Produktes. Allerdings partizipiert der Anleger nur zu einem gewissen Prozentsatz (bspw. zu 50%) an der Kurssteigerung des SMI. Falls das Börsenbarometer fällt, bleibt der Wert der Option – nach Abzug des beim Einstiegs bezahlten Disagios – erhalten. Kapitalgeschützte Anlagevehikel lassen sich auf Erkenntnisse der Prospekt Theorie von Kahneman und Tverski zurückführen. Die beiden Psychologen machten unter anderem die Beobachtung, dass Verluste etwa zweieinhalbmal so sehr schmerzen, wie Gewinne.

Typische Anwender der Behavioural-Finance-Erkenntnisse sind Hedge Funds, die kurzfristige Marktimpulse oder Arbitragemöglichkeiten aufspüren. Unter der Annahme, dass der positive oder negative Kursverlauf einer Aktie, eines Index oder einer Währung über einen bestimmten Zeitraum anhält, werden mit Hilfe von mathematischen Computerprogrammen Trendentwicklungen eruiert und ausgeschöpft. Die sogenannte (Preis-)Momentum-Strategie basiert auf der Annahme, dass Marktteilnehmer in der Regel die unmittelbare Vergangenheit direkt in die Zukunft

extrapolieren und zu starker Überzeichnung extremer Ereignisse neigen. Nicht nur Hedge Funds sondern auch Banken versuchen vor allem im Eigenhandel von Marktanomalien zu profitieren. Behavioural-Finance-Produkte für den Kleinkunden gehörten allerdings eher zu den Ausnahmen, da sie bedingt durch die zahlreichen Umschichtungen mit hohen Spesen verbunden sind und die angewandten Strategien von den Anlegern nicht immer nachvollzogen werden könnten. Hinzu kommt, dass die typischen Retail-Produkte wie Fonds gesetzlichen Restriktionen unterworfen sind, was beispielsweise den Einsatz von Derivaten erschwert. Gerade die Momentum-Strategien hat den Nachteil, dass sie vor allem in Boomphasen – nicht aber in Baise-Perioden – von Erfolg gekrönt ist. Dies veranschaulicht beispielsweise der Kursverlauf des Euro-Dynamic-Index-Zertifikats von CSFB, das auf den zehn renditestärksten Aktien der vorangegangenen Monate des Euro-Stoxx-50-Indexes basiert. Das Zertifikat hat seit der Lancierung im Januar 2001 beinahe 30% an Wert eingebüsst und hinkt damit dem Euro-Stoxx-50-Index hinterher.

Selbstüberschätzung und Überreaktion

Zu den wenigen Banken, die ihren Kunden Behavioural-Finance-Fonds anbietet, gehört ABN Amro. Die vier Anlagevehikel basieren auf unterschiedlichen, psychologischen Verhaltensmustern. Sie stützen sich unter anderem bei der Titelauswahl auf den bereits beschriebenen Effekt der «Überreaktion». Eine wichtige Rolle spielt dabei im Urteil der Bank auch das Image einer Branche oder eines Unternehmens. Dass öffentliche Meinung oder Modeströmungen massgeblich den Kurs einer Gesellschaft prägen, zeigte beispielsweise die jüngste New-Economy-Blase. In der Praxis heisst dies, dass hochbewertete Aktien oder Branchen gemieden werden sollten. Ein weiterer Effekt, der in das ökonometrische Prognosemodell von ABN Amro einfliesst, beruht auf dem Phänomen des übersteigerten Selbstvertrauens. Anleger setzen grosses Vertrauen in ihre eigenen Prognosen. Wenn sie einmal eine Entscheidung getroffen haben, bleiben sie auch dabei. Auch Buy-Side-Analysiker ändern ihre Bewertung nicht sehr oft, selbst wenn neue Informationen Richtungsänderungen nahe legen. Rating-Revisionen können deshalb eine wichtige Signalwirkung ausstrahlen. Wie bereits bei den Euro-Dynamic-Index-Zertifikaten hält sich der Erfolg der angewandten Strategie in Grenzen; die Fonds konnten bisher ihren Benchmark nicht schlagen.

Ob es sich dabei um die typischen Anfangsschwierigkeiten eines noch jungen Marktes handelt, lässt sich nur schwer abschätzen. Da die aufgezeigten Effekte der Behavioural Finance zum grössten Teil schwer quantifizierbar sind, bereitet die Umsetzung in die Praxis aber tatsächlich grössere Schwierigkeiten. Eine weitere «Gefahr», die den verschiedenen Anlagevehikeln droht, ist, dass der Markt durch das Aufspüren diverser Anomalien immer rationaler wird. Behavioural-Finance-Experten wie Thorsten Hens, Professor am Institut für empirische Wirtschaftsforschung an der Universität Zürich, teilen diese Vermutung nicht.

Vielmehr ist Hens der Überzeugung, dass sich die Aktienmärkte ständig wandeln und damit immer wieder neue Anomalien auftauchen. So habe beispielsweise die Beseitigung des Januar-Effekts letztlich zu einem Dezember-Effekt geführt. Das Interesse seitens der Banken, die sich an den Universitäten regelmässig nach dem neusten Forschungsstand erkundigen, lässt zumindest darauf schliessen, dass in den kommenden Jahren einige neue Produkte den Markt bereichern werden.