

# Invest

## Sieben Jahre Seitwärtstrend

An der Uni Zürich erforscht Thorsten Hens, wie die Psyche den Anlegern Streiche spielt und wie sich das an den Aktienmärkten auswirkt. *Von Chanchal Biswas*

Wenn es um sein privates Portfolio geht, hält Thorsten Hens die Dinge seit zwei Jahren einfach. Er schaut, was der Dax macht, und kauft oder verkauft Anteile eines Indexfonds, je nachdem, ob das deutsche Aktienbarometer sinkt oder fällt. Der Professor für empirische Wirtschaftsforschung an der Universität Zürich setzt sich für jedes Jahr eine feste Spanne. Für 2004 reicht sie von 3000 bis 5000 Punkten. «Sinkt der Dax unter 3000, investiere ich voll, klettert er über 5000, steige ich aus.» Dazwischen rebalanciert Hens sein Portfolio, und zwar immer dann, wenn der Dax 250er-Marken erreicht. Das ist drei- oder viermal im Jahr der Fall. Volatility Pumping heisst diese Strategie.

Behavioural Finance ist ein Forschungsgebiet von Thorsten Hens. Dieser Zweig befasst sich damit, wie sich Anleger in der Realität verhalten. Denn rational, wie es die klassische Finanzmarkttheorie postuliert, benehmen sie sich selten, sonst würden Phänomene wie Kursblasen gar nicht auftreten. Stattdessen spielt die Psyche den Investoren Streiche. Beispielsweise schmerzen Verluste stärker, als Gewinne erfreuen. Das hält von – im ökonomischen Sinn – vernünftigen Entscheidungen ab. «Die Erkenntnisse der Behavioural Finance helfen Anlegern, Fehler zu vermeiden, sie erlauben aber keine Prognosen», stellt Hens klar.

Seit der 42-Jährige seine Anlagestrategie anwendet, hat er jährliche Nettoerrenditen zwischen 5% und 15% erzielt. In einem Markt, in dem sich die Aktienkurse mehr oder weniger seitwärts bewegen, sei das nicht phantastisch, aber zufriedenstellend. Anhand seines eigenen Verhaltens zeigt Hens typische Muster und Fehler. So hat er, wie jeder andere Anleger auch, einen Home Bias. «Ich lege am deutschen Finanzmarkt an, weil ich dort die Nachrichten verfolgen und mir einbilde, ihn besser beherrschen zu können als beispielsweise den japanischen Markt», erklärt der Deutsche.

### Fallen ausweichen

In Laborexperimenten zeigt sich, dass Anleger regelmässig gegen ökonomische Grundregeln verstossen. Sollen sie ein Portfolio aus risikobehafteten Aktien und risikolosen Anleihen zusammensetzen, wählen sie intuitiv eine Aktienquote von 50%. Besteht die Wahl aus drei Anlagen, aus Bonds, inländischen und ausländischen Aktien, wählen die Probanden eine höhere Aktienquote, gehen also mehr Risiken ein. Umgekehrt unterschätzen sie den Diversifikationseffekt, den sie mit einem breiten Portfolio erzielen. «Die Leute



Thorsten Hens: «Antizyklisch zu handeln, ist schwer.» (Martin Stollenwerk)

haben Mühe, das Portfolio als Ganzes zu betrachten, und bilden stattdessen mentale Konten, betrachten zum Beispiel Aktien und Bonds isoliert», sagt Hens.

Nach dem Platzen der Internet-Blase seien einige Privatanleger in eine gefährliche Falle getappt, führt er weiter aus. Die Behavioural Finance hat festgestellt, dass Anleger umso intensiver planen, je mehr Erfolg sie haben. Umgekehrt wollen sie nach Kurseinbrüchen überhaupt nicht mehr planen und nicht einmal Depotanzüge anschauen. «Dabei ist Planung das Wichtigste und das Triviale.» Man müsse sich jederzeit bewusst sein, wo man sein Geld hat und welche Möglichkeiten sich damit eröffnen – egal, ob die Märkte boomen oder vor sich hin dümpeln.

«Man muss sich jederzeit bewusst sein, wo man sein Geld hat und welche Möglichkeiten sich damit eröffnen.»

Also investiert Hens auch jetzt, wo die Aktienkurse sich seitwärts bewegen, und versucht, die kurzfristigen Schwankungen des Dax auszunutzen. Aber wie erkennt er, dass der Seitwärtstrend vorbei ist und die nächste Hausse oder Baisse ansteht? «Die dynamische Asset Allocation, die Fähigkeit, richtig auf die Veränderungen an den Finanzmärkten zu reagieren, ist

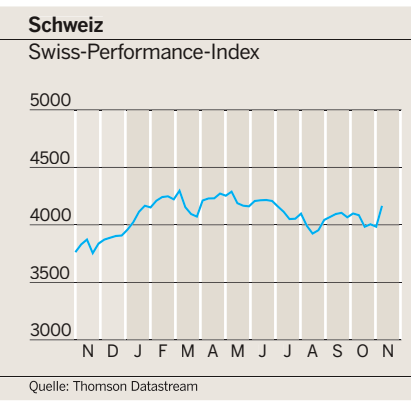
das Schwierigste überhaupt», schickt der 1999 nach Zürich berufene Professor voraus. Was soll man machen, wenn die Kurse eingebrochen sind? Aussteigen und den Verlust realisieren oder zukaufen? Diese Entscheide fallen schwer, weil sie mit Gefühlen wie Stolz und Bedauern verbunden sind.

Hens selbst verlässt sich im Moment darauf, dass es nach jedem grossen Aktien-Bubble während sechs, sieben Jahren einen Seitwärtstrend gegeben hat. «Der Bubble lebt davon, dass Investoren bereit sind, in einen Markt mit boomenden Kursen einzusteigen.» Platzt die Blase und verlieren viele Leute Geld, dauert es eine Weile, bis sie wieder in Aktien investieren. Weil diese Liquidität fehlt, kann es auch keine signifikanten Kurssteigerungen geben. «Das wird in den nächsten drei, vier Jahren so bleiben», ist Hens überzeugt.

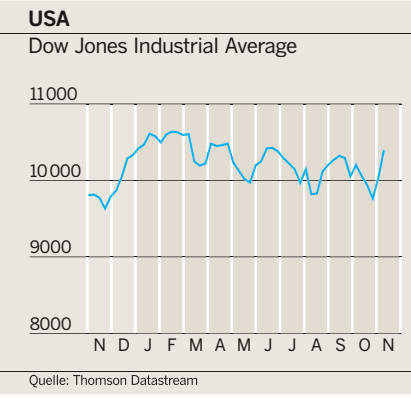
### Psychische Qualen

Die evolutionäre Finanzmarkttheorie, das zweite grosse Forschungsgebiet von Hens, erlaubt eher Kursprognosen als die Behavioural Finance. Sie postuliert nicht monokausal, dass entweder alle Marktteilnehmer rational sind oder alle sich irrational verhalten. Stattdessen wird das Geschehen an den Finanzmärkten als Wettstreit zwischen verschiedenen Anlagestrategien modelliert und analysiert. Am Markt beobachtbare Hauptstrategien sind die Asset Allocation nach der klassischen Portfoliotheorie, wie sie institutionelle Anleger fahren, Index-Tracking- oder Trend-Folge-Strategien. Untersucht man, wie das Vermögen zwischen den verschiedenen Strategien fließt, stellt man fest, dass sich der typische Finanzmarktteilnehmer sehr adaptiv verhält. «Wenn eine Strategie gut läuft, springt er auf den Zug auf», sagt Hens.

Eine Erkenntnis der Evolutionary Finance ist denn auch, dass es keine Strategie gibt, die ein für allemal in jedem Markt und zu jeder Zeit funktioniert. «Man muss immer ermitteln, welche Art von Anlegern momentan aktiv ist, und auch das Geschehen an anderen Märkten beachten», rät Hens. Im Moment fließt viel Geld aus Aktien ab und wird in den Erdölmarkt investiert, der alle Symptome eines Bubble-Markts aufweist. Ein geeigneter Zeitpunkt, um in Aktien einzusteigen? «Als Contrarian antizyklisch zu handeln, ist schwer», sagt Hens. Darum könne es durchaus sinnvoll sein, die Ausführung solcher Strategien an einen Anlageberater zu delegieren. «Dann muss man nicht jedes Mal die psychischen Qualen durchlaufen, wenn man gegen den Strom schwimmt.»



|                            |         |
|----------------------------|---------|
| Schlussstand 5. 11.        | 4165.52 |
| Entwicklung 1 Woche        | +4.47%  |
| Entwicklung 1 Jahr         | +10.64% |
| Entwicklung seit Ende 2003 | +5.15%  |



|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| Schlussstand 5. 11.        | 10 387.50 |
| Entwicklung 1 Woche        | +3.59%    |
| Entwicklung 1 Jahr         | +5.77%    |
| Entwicklung seit Ende 2003 | -0.64%    |

### Aufgefallen

## Bush siegt – die Anleger flüchten aus dem Dollar

Im Devisenhandel hat sich die Freude über den Wahlerfolg des Liebling des Finanzmärkte, George W. Bush, nur kurz gehalten. Kaum stand das Resultat fest, ging der Dollar auf Talfahrt und erreichte gegenüber dem Euro einen neuen historischen Tiefstand. Die europäische Gemeinschaftswährung notierte kurzzeitig bei 1,2935 Dollar.

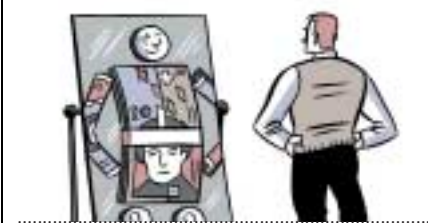
Neben dem Euro legten auch andere wichtige Währungen zu. In Fernost galt der Greenback noch gerade 106,07 Yen. Der Schweizerfranken, der seit je als sicherer Hafen für verunsicherte Investoren gilt, kostete (in Dollar) so viel wie seit Anfang 1996 nicht mehr. In umgekehrter Relation war die US-Währung und damit ein Grossteil der importierten Güter so günstig wie lange nicht mehr: Nur noch 1,1881 Franken war der Greenback am Freitag wert.

Weil die Anleger in grosser Zahl in vermeintlich sichere Anlagen fliehen, war das Gedränge auch auf einem anderen beliebten Parkplatz gross. Der Preis für das Edelmetall Gold kletterte über die psychologisch bedeutsame Marke von 430 Dollar und lag bei knapp 433 Dollar zeitweise sogar auf einem 16-Jahres-Hoch. Für die Analysten eine klare Reaktion auf die Dollarschwäche der letzten Tage.

Als wichtigster Grund hierfür gelten die hohen Defizite der USA in der Leistungsbilanz und im Staatshaushalt. Ein nicht zu unterschätzender Einfluss lässt sich sodann dem Hin und Her der Finanzströme bemessen.

Bisher konnten Anleger ausserhalb des Dollarraums die US-Defizite stets durch Käufe von Dollar-Obligationen ausgleichen. Bei Anleihen mit langer Laufzeit ist der Renditeunterschied im Vergleich zu den Euro-Papieren aber dahin. Namentlich die asiatischen Länder dürften deshalb ihre Überschüsse künftig nicht mehr überwiegend in Dollar anlegen, womit sich die Abwertung des Greenbacks weiter beschleunigen wird. Die Spekulanten, denen heute eine breite Palette an Hebelprodukten zur Verfügung steht, wetten auf einen noch leichteren Dollar. Mittelfristig ist im Urteil der Analysten sogar mit einem Verhältnis von 1,50 Dollar je Euro zu rechnen. *David Strohm*

## Private Equity: Differenzierte Betrachtung lohnt sich



**Geldspiegel**  
Charlotte Jacquemart

An Private Equity (privates Risikokapital) haben sich viele Anleger in den letzten Jahren die Finger verbrannt. Die Pensionskassen deshalb, weil sie sich prozyklisch verhielten: Sie stiegen erst Ende der neunziger Jahre in die Anlageklasse ein und investierten zu einseitig in

Venture Capital Funds. Venture Capital Funds stellen Risikokapital für junge Firmen und neue Technologien zur Verfügung.

Bitter auch die Erfahrung vieler Privatanleger, die in kotierte einheimische Beteiligungsgesellschaften investiert haben, welche im Private-Equity-Bereich tätig sind. Viele dieser Vehikel sind illiquid, ihr Aktienkurs weist einen hohen Abschlag zu ihrem inneren Wert auf. Mancherorts kommt das Investment einem Totalverlust gleich. Kein Wunder, haben sich die Anleger von der Anlageklasse abgewendet: Gemäss einer groben Schätzung der SCM Strategic Capital Management flossen im Jahr 2000 noch 5 Mrd. Fr. in Private-Equity-Vehikel – 2003 sollen es fünfmal weniger gewesen sein.

Trotz den frustrierenden Erfahrungen lohnt es sich, Private Equity nicht als Ganzes zu verdammen. Private

Equity kann helfen, das Portefeuille zu diversifizieren und die Erträge zu erhöhen. Zudem stiftet Private Equity volkswirtschaftlich «Gutes»: Gate Gourmet, Swissport, Bally oder auch ABBs Oil & Gas Division sind dank Private-Equity-Engagements zu neuem Leben erwacht.

Wer die Sparten des Private Equity etwas genauer untersucht, stellt fest, dass das Umfeld in Europa vor allem für Venture Capital schlecht ist. Ein Grund mag sein, dass es an Technologiebörsen fehlt. Dies erschwert es den Fonds, Start-up-Firmen in die Unabhängigkeit zu entlassen. In den letzten zehn Jahren lag die Performance für Venture Capital Funds in Europa bei 6%, in den USA jedoch bei fast 21%. Die Buyout Funds hingegen – diese haben einen konservativen Charakter, investieren in die «old economy», indem sie Firmen restruktu-

rieren, aufteilen etc. – zeigen ein genteiliges Bild: Europäische Buyout Funds (14,6%) haben die US-Vehikel übertrumpft (12,2%).

Für Schweizer Privatanleger ist es nicht ganz einfach, sich am Private-Equity-Kuchen zu beteiligen. Direktinvestitionen in Buyout Funds sind unter 10 Mio. Fr. kaum möglich. Auch bei vielen Dachfonds liegt die Eintrittsschwelle selten unter einer Million. Eine Alternative für etwas bescheidenere Vermögen können im Ausland kotierte Gesellschaften sein. Ein Trust mit einem guten Track Record ist zum Beispiel die in London kotierte Candover, die an vielen Buyout Funds beteiligt ist. Ebenfalls ziemlich liquid ist die englische 3i. Die Gesellschaft ist mehrere Milliarden schwer und investiert querbeet in Private Equity, wobei Buyout-Engagements ein Schwergewicht bilden.