

Professor Thorsten Hens über die Erfolgchancen von Anlagewetten und die Überforderung der Pensionskassen

«Den Markt zu schlagen ist Glückssache»

Professor Thorsten Hens und sein Team am Institut für empirische Wirtschaftsforschung der Universität Zürich werten eine grosse Zahl von Finanzmarktdaten aus. Dabei kommen sie zum Schluss, dass sich den Investoren derzeit wenig Chancen bieten, durch eine eigenständige Titelselektion den Gesamtmarkt zu schlagen. Ende der Neunzigerjahre hatten die Märkte übertrieben, weil sich viele Investoren vom Momentum mitreissen liessen. Mit der Baisse von 2001 bis 2003 ging diese Phase zu Ende. Die Modelle des Uni-Professors zeigen an, dass viele Teile des Finanzmarkts gegenwärtig in der Preisbestimmung zu effizient sind.

— Herr Hens, welche Bedeutung für den Investor haben Ihre Auswertungen?

Das heutzutage oft genannte Alpha, also ein Mehrertrag gemessen am Gesamtmarkt, lässt sich derzeit kaum erzielen. Die Kursbewegungen sind trendlos, die Anleger unschlüssig. Viele sind passiv und halten an ihren Aktienbeständen fest. Von ihnen kann mit einem aktiven Anlegen nichts verdient werden. Gelingt aus einer solchen Konstellation ein Ertrag über dem Marktschnitt, ist es ein Zufallsprodukt. Damit Aussicht darauf besteht, dauerhaft eine Überrendite zu erzielen, braucht es ein anderes Umfeld.

Was müsste dazu geschehen?

Mit einer aktiven Geldanlage kann nur systematisch mehr verdient werden, wenn es andere aktiv agierende Investoren gibt, die eben nicht rational, nicht vernünftig anlegen. Oft ist es die grosse Masse der Kleinanleger, die, angezogen von bereits enormen Kursbewegungen, zusteigen und das Momentum noch verstärken, wie am Aktienmarkt Ende der Neunzigerjahre und gegenwärtig in vielen Commodities. In solchen Marktsituationen gibt es Verdienstmöglichkeiten für die Spezialisten, für Hedge funds und andere Professionelle.

— Welche Segmente des Finanzmarkts bieten derzeit aktiv vorgehenden Anlegern solche Chancen?

Gegenwärtig zeigen nur die Rohstoffmärkte und die Börse Japan irrationale

Preisbildungen.

— Und die anderen Teile des Finanzmarkts, die Börsen Europas und der USA? Sollen sich die Anleger passiv stellen und lediglich Indexprodukte halten?

Ja, hier würde ich die Finger von einer Titelwahl lassen. Wenn durch ein aktives Vermögensmanagement eine Zusatzrendite bleibt, ist es Glückssache, aber nicht vorhersehbar. Zu den grössten Anlagefehlern gehört, an effizienten Märkten durch ein aktives Anlegen eine Überrendite erzielen zu wollen und sich andererseits ineffizienten Märkten passiv ausgesetzt zu halten. Dann besteht die Gefahr, mit den Lemmingen über die Klippe zu stürzen.

Weshalb erkennen Sie am japanischen Aktienmarkt und in den Commodities gute Chancen für eine aktive Anlage?

Nehmen Sie den Ölpreis. Die Presse berichtet intensiv darüber, viele Privatanleger werden hineingezogen, Investmentbanken vertreiben strukturierte Anlageprodukte, mit denen man in Öl-Futures und solchen Dingen investiert. Da spricht einiges dafür, dass sich viele wenig kundige Anleger in diesen Marktsegmenten engagieren. Mit den japanischen Aktien ist es so, dass sie seit langer Zeit in einer Baissebewegung stecken. Es gibt solche, die sagen, jetzt muss es doch wieder mal nach oben gehen. Geschickte Anleger können Nutzen daraus ziehen, wenn Mengen von Investoren aus nicht immer wirklich rationalen Überlegungen gleiche oder ähnliche Marktwetten eingehen.

— Das scheint mir eine etwas sehr intuitive Beurteilung zu sein. Worauf stützen Sie Ihre Marktbeurteilung?

Für unseren Alpha Opportunity Index werten wir die täglichen Preisbewegungen danach aus, ob in ihnen ein Informationsgehalt über die Kursentwicklung der folgenden Tage zu erkennen ist. Das sollte aber nach der am Finanzmarkt verbreiteten Theorie der effizienten Preisbildung nicht der Fall sein. Sie besagt – übertragen auf das Werfen einer Münze –, dass wenn gerade Kopf gefallen ist, beim nächsten Wurf nicht wieder die gleiche Seite oben

liegen muss. So ganz theoriekonform sind die Finanzmärkte jedoch oft nicht. Es kommt zu zeitlichen Abhängigkeiten der Kursentwicklung, die recht stabil sein können. Aus unserem Index sehen wir, wo es zu solchen zeitlich geketteten Kursbildungen kommt. Hier sollte es sich lohnen, Fachleute mit einer aktiven Vermögensverwaltung zu beauftragen. In den anderen Markt Bereichen kann man sich noch so anstrengen, eine Überrendite ist aber in vorhersehbarer Weise nicht zu holen.

— Wenn sich die Investoren an Ihren Rat hielten und an den europäischen und amerikanischen Börsen nur noch passiv gemäss den Indexgewichten anlegen würden, hätte es kaum mehr jemanden, der Preise stellen und Transaktionen auslösen würde.

Nun, es gibt ja nicht nur die spekulativ agierenden Anleger, die auf eine bestimmte Kursrichtung setzen, sondern auch all die Marktteilnehmer, die mit ihren Transaktionen die tägliche Informationslage verarbeiten. Gemäss der Theorie der effizienten Märkte werden alle kursrelevanten Informationen zum einzelnen Unternehmen, zur Branche, zur Konjunktur und so weiter minütlich in die Kurse der Finanzinstrumente eingepreist. Das tägliche Auf und Ab der Kurse ist ja gerade das Zeichen eines effizienten Markts. Es ergibt sich dabei ein zeitlich unabhängiger Zufallsprozess, den man nicht systematisch vorhersagen und von dem man auch nicht systematisch überrascht werden kann.

— Dennoch sagten Sie vorher, dass Anleger sich immer wieder mitreissen lassen, dass sie investieren, weil ein Titel gerade gestiegen ist.

Im vergangenen Jahr war das weniger oft zu beobachten. Deshalb beklagen sich die Hedge funds über das Fehlen von Trends. Sie bleiben unter sich und haben sich – so könnte man es einfach sagen – gegenseitig das Geld abgejagt. Von Brokerhäusern, die auf Grund der Kundenorder die Aktivitäten am Markt gut überschauen, höre ich, es seien nur noch die Profis am Werk. Das ist ein deutliches Zeichen, dass der Markt in den USA und in

Europa effizient arbeitet. Neben diesen informierten Tradern gibt es jedoch die vielen weniger informierten Anleger, die vielleicht schon bald wieder in das Spiel eintreten, dabei oft lediglich sekundäre Informationen nutzen, in die Jahresberichte schauen und auf vergangene Kursbewegungen agieren.

— *Meinen Sie damit auch die Markttechniker?*

Ja, da gibt es die Cleveren, die wirklich etwas mit Kursbildern anstellen können. Viele der Privatanleger werten die Daten aber nicht systematisch aus, sondern werfen manchmal einfach ihr Geld einer erkannten Bewegung hinterher.

Wie wesentlich sind Hedge funds für die Preisbildung an den Märkten? Sind sie Schmarotzer oder Kurspfleger?

Im ursprünglichen Sinn setzen die Funds darauf, dass mittelfristig rationale Bewertungen resultieren. Sie gehen mit einer vernünftigen Denke an den Markt und schneiden Übertreibungen ab. Nun gibt es aber auch Hedge funds, die auf Momentum handeln, damit zu Selbstverstärkern bereits laufender Bewegungen werden und auf der spekulativen Welle zu reiten hoffen. Wir haben das mal zu quantifizieren versucht. Ich schätze, dass 70 bis 80% der Hedge-funds-Vermögen auf Fundamentalwertstrategien, wie etwa Convertible arbitrage, gegen Marktübertreibungen eingesetzt werden. Die auf reinen Trendfolgestrategien investierten Vermögen sind somit beschränkt.

— *Wenn gemäss Ihren Beobachtungen sich derzeit nur wenige Marktsegmente für ein aktives Geldanlagen eignen, besteht für die Hedge funds ein unergiebiges Terrain!*

Tja, es ist nicht viel Alpha zu holen, besonders wenn man bedenkt, dass viele der Hedge funds vornehmlich auf den liquiden amerikanischen Finanzmärkten handeln.

Ist denn daraus zu schliessen, dass die Aktienmärkte der USA und Europas

korrekt bewertet sind?

Nein, denn das absolute Niveau der Börsen kann auch in effizient arbeitenden Märkten zu hoch oder zu niedrig sein. So kann es sein, dass wir lange Zeit auf zu niedrigem Niveau rational schwanken, ohne dass sich eine Tendenz herausbildet. Aus unseren Beobachtungen lässt sich nicht herauslesen, ob und wann sich eine Tendenz entwickelt, mit der zu hoch oder zu tief bewertete Märkte auf kurze Sicht normalisiert werden.

Wie rasch ändert sich das Bild, das aus Ihren Auswertungen entsteht?

Erstaunlicherweise bleibt es längere Zeit stabil. Ich führe das darauf zurück, dass die Zusammensetzung der am Markt aktiven Teilnehmer ebenfalls stabil ist. Hedge funds gehen nicht von heute auf morgen in andere Marktsegmente, die Privatanleger bewegen sich ebenfalls in den für sie gewohnten Bereichen.

— *Wie können die Investoren, gerade grössere institutionelle Anleger wie Pensionskassen, Ihre Beobachtungen zur Situation der Finanzmärkte einsetzen?*

Basis für die Anlageentscheide ist die Grobaufteilung des Vermögens auf die verschiedenen Anlageklassen. Hierzu müssen vorab Aspekte wie Zielrendite und Risikotoleranz individuell ausgelotet und definiert werden. Anlagetaktisch empfehle ich, mit Ausnahme der japanischen Börse und der Rohstoffmärkte auf Indexprodukte zu setzen. Damit lassen sich jährlich 1 bis 2% an Verwaltungsgebühren einsparen. Vermögensverwalter verlangen für aktive Mandate so um 1%. Hedge funds belasten 2 bis 3%, Dachfonds gar noch mehr. Damit sich das lohnt, müsste erkennbar sein, dass mit grosser Wahrscheinlichkeit eine Mehrrendite winkt.

— *Wie gut sind die Entscheidungsgremien von Pensionskassen für solche Fragen vorbereitet?*

Viele Mitglieder von Stiftungsräten und Anlagekommissionen sind überfordert, weil sie über Dinge entscheiden müssen, für die sie nicht ausgebildet sind. Berater

haben deshalb oft eine bedeutende Rolle.

Das ist eine heftige Kritik am System der beruflichen Vorsorge.

Ja. Oft werden grundsätzliche Aspekte der Governance missachtet, es gibt Interessenkonflikte und personelle Abhängigkeiten. Beispielsweise muss strikt darauf geachtet werden, dass für die Vermögensdispositionen zugezogene fachliche Berater nicht gleich auch ihre eigenen Anlageprodukte einbringen. Der Schiedsrichter darf auf keinen Fall zum Mitspieler werden. Die Institutionen der zweiten Vorsorgesäule müssen sich für sinnvolle Strukturen einsetzen, damit aus Machtkonzentrationen keine unkontrollierbaren Risiken entstehen. **Interview: Thomas Hengartner**

Wenn Trends fehlen, bleiben die Hedge funds unter sich und – so könnte man es einfach sagen – jagen sich gegenseitig das Geld ab.

Zur Person

Thorsten Hens, 44, ist seit 1999 Professor für Finanzmarktökonomik an der Universität Zürich und Prodekan der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften. Er ist wissenschaftlicher Koordinator des nationalen Forschungsprojekts NCCR-Finrisk und Mitglied verschiedener wissenschaftlicher Vereinigungen. Hens befasst sich mit der Analyse des Börsengeschehens aus psychologischer Sicht. Er gibt Kurse an der Swiss Banking School und am Ausbildungszentrum für Experten der Kapitalanlage. In Beratungsmandaten adaptiert er Behavioral finance für Anwendungen im Private banking und im Asset management. Hens studierte Informatik und Volkswirtschaftslehre und war vor der Berufung nach Zürich Professor u. a. in Stanford und Bielefeld. **TH**