

Indexfonds oder konventionelle Fonds?

«Efficient Market Theory» oder «Behavioral Finance»?



Von Karl Gallmann
Head Spain / Latin America
Schroder & Co Bank AG
Private Banking, Zürich

Unter Leitung des Swiss Banking Institutes der Universität Zürich wurde im Sommer 2004 eine repräsentative Studie zum Anlegerverhalten in der Schweiz durchgeführt. Hier einige der wichtigsten Erkenntnisse der Untersuchung, die bereits in den Jahren 2000 und 2002 durchgeführt worden war:

- 20,4% der Befragten halten direkt Aktien in ihren Portfolios. Dies entspricht rund einer Million Aktionären in der Schweiz im Jahr 2004.
- Seit dem Jahr 2000 hat sich der Aktionärsanteil von 31,9 auf 20,4% reduziert.
- Der Anteil der Befragten, die in Anlagefonds investieren, ist von 37,8% im Jahr 2000 auf 26,5% gefallen.
- Der Rückgang der Investitionen in Anlagefonds erfolgte bei allen Fondsarten im gleichen Ausmass, mit Ausnahme der Obligationenfonds, die um 41% zulegen konnten.

Weiter fand die Studie heraus, dass die meisten Anleger, die direkt Aktien halten, eklatant unterdiversifiziert sind – im Durchschnitt halten sie Aktien von lediglich drei Unternehmen, wobei 29% der Befragten sogar nur einen einzigen Titel besitzen. Auf den ersten Blick erstaunt dieser Befund, denn gleichzeitig haben sich die Kenntnisse über Börsen- und Aktienfragen im Vergleich zu den Befragungen von 2000 und 2002 weiter verbessert. Auch steht die Schweiz mit diesen Zahlen nicht alleine da, handelt es sich doch vielmehr um ein internationales Phänomen, dass die Aktienportfolios hochkonzentriert sind.

Die Schweizer Vermögensverwalter werden diese Ergebnisse mit Interesse zur Kenntnis nehmen. Man begibt sich kaum auf dünnes Eis, wenn man davon ausgeht, dass unter dem Stichwort «Diversifikation» wieder vermehrt Aktienfonds oder Indexzertifikate den Anlegern ans Herz gelegt werden. Dabei stellt sich die Frage, für welchen Fonds sie sich entscheiden sollen. Bisher fiel die Wahl wohl meistens auf einen konventionellen Aktienfonds. Einigen Kritikern zufolge ist dies aber reine Zeit- und Geldverschwendung, da, so ihre Argumentation, statistisch gesehen, zwischen 70 und 80% der Aktienfonds ihren jeweiligen Index langfristig nicht schlagen. Zu diesen Kritikern gehören unter anderem die Verfechter der «Random Walk Theory», ebenfalls bekannt als Theorie der effizienten Märkte («Efficient Market Theory»). Auf einen kurzen Nenner gebracht, sagt die Theorie aus, dass es unmöglich sei, die Marktrichtung kurzfristig vorherzusagen und somit den Markt zu schlagen, da allen Marktteilnehmern sämtliche börsenrelevanten Informationen sofort zugänglich seien.

Ist es demnach sinnvoller, in Indexfonds oder Indexzertifikate zu inve-

stieren? Der Vorteil läge auf der Hand: Ein vermeintlich grösstmöglicher Erfolg scheint garantiert, da man den Index meistens nicht schlägt oder «outperformt»; ein weiterer Vorteil sind die tiefen Transaktionsgebühren.

«Efficient Market Theory» oder «Behavioral Finance»?

Um diese Frage zu beantworten, kommt man an einer kritischen Analyse der «Efficient Market Theory» nicht vorbei. Längerfristig führen Aktienspekulationen generell dazu, dass die meisten Aktien sich um den Fundamentalkurs bewegen. Damit die Theorie aber auch kurzfristig zutrifft, müssten wir annehmen, dass die Anleger immer rational handeln und zugleich bestens informiert sind. Dies ist aber sehr unwahrscheinlich, da ja nicht allen Investoren gleichzeitig sämtliche Informationen zugänglich sind. Ausserdem reagieren nicht alle Investoren rational oder eben «gleich», sonst könnte ja gar kein Markt existieren, da alle das «Gleiche» machen würden. Dieses Paradox ist einer der Gründe, weshalb die «Efficient Market Theory» mittlerweile in Verruf geraten ist.

Nicht überraschend dürfte auch sein, dass Emotionen einen grossen Einfluss auf die Marktpreise ausüben. Nicht nur ändert sich die Marktpsychologie dauernd, sondern auch die Art und Weise, wie Investoren Fundamentaldaten interpretieren. Dies hat zur Folge, dass es keinen effizienten, perfekten Markt gibt, da die Anleger irrational handeln. Psychologische Faktoren scheinen wichtiger als wirtschaftliche Faktoren zu sein, wenn es um das Vorhersagen kurzfristiger Markttrends geht. Basis dieser Aussagen sind Arbeiten der Professoren Smith und Kahnemann in ihrem Fachgebiet «Behavioral Finance». Vor zwei Jahren wurden sie dafür mit dem Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaft ausgezeichnet.

Fakt bleibt, dass die meisten Anleger den Markt nicht schlagen oder «outperformen». Deshalb als Investor gleich die Flinte ins Korn zu werfen und einen Indexfonds oder ein Indexzertifikat zu kaufen, greift trotzdem zu kurz, da es immer intelligente, fähige Fondsmanager geben wird, die den Index «outperformen».

Eine Untersuchung der Universität Basel zeigt, dass beispielsweise Momentum-Strategien gewinnbringend eingesetzt werden können. Momentum-Strategien gehen davon aus, dass sich kurz- und mittelfristige Trends in der Aktienkursentwicklung fortsetzen. Empirische Untersuchungen zeigen dabei durchschnittliche Renditedifferenzen von jährlich bis zu 20%. Die mit solchen Strategien verbundenen Transaktionskosten können allerdings beträchtlich ins Gewicht fallen, werden jedoch in Forschungsarbeiten häufig vernachlässigt. In der Analyse der Universität Basel wurde auch der Einfluss des Marktumfeldes auf die Profitabilität von Momentum-Strategien eruiert. Eine Aufteilung der Zeitperiode von 1994 bis 2003 in zwei gleich lange Teilperioden zeigte, dass gerade in einem schlechten Marktumfeld Momentum-Strategien am besten funktionieren.

Momentum-Strategien in der Praxis umzusetzen, dürfte insbesondere für jene Investoren oder Fondsmanager interessant sein, welche absolute Renditen als Ziel verfolgen. Gerade für Hedge-Fund-Manager, die beim Einsatz von derivativen Instrumenten und Leerverkäufen keinen Anlagerestriktionen unterliegen, können Momentum-Strategien ausserordentlich attraktiv sein.

Neue Trends

Welches sind nun die Trends, die sich in der Fondsbranche abzeichnen?

- Grundsätzlich werden die Anleger in Zukunft nicht mehr bereit sein, überdurchschnittliche Gebühren für Fondsprodukte zu bezahlen, die nur auf Benchmark-Renditen zielen.
- Zuflüsse in die immer noch wachsende Fondsbranche werden selektiver stattfinden.

**Der Klimawandel wird der Fondsbranche viel frischen Wind
und einige reinigende Gewitter bescheren.**

Eine Eiszeit muss aber sicherlich nicht befürchtet werden.

Risiken sind Chancen. «No risk, no fun!»

- Hedge Funds scheinen sich im Markt etabliert zu haben und sind v.a. im Zusammenhang mit den oben erwähnten Strategien eine Fondskategorie mit Zukunft.
- Ein pro-aktiver, auf den Kunden ausgerichteter Ansatz, gekoppelt mit innovativen Produkten und optimiertem Fondsvertrieb, gewinnt zentrale Bedeutung.
- Vertriebs- und Verwaltungskosten sowie Gebühren werden vermehrt unter die Lupe genommen – dies wird zu Zusammenschlüssen und Fusionen führen.
- Alternative Produkte und die meisten Hedge Funds rücken in Reichweite aller Anleger.

Von diesen Entwicklungen werden innovative Vermögensverwalter profitieren, die alternative Produkte und Strategien entwickeln und diese mit wettbewerbsfähigen Margen anbieten können. Grosse Vermögensverwalter profitieren von bestehenden Beziehungsnetzen, welche durch den Vertrieb traditioneller Fonds aufgebaut wurden. Auch dem Anleger werden diese Tendenzen zugute kommen. In der Schweiz hat er die Qual der Wahl aus 3500 zugelassenen Fonds. Nicht minder eindrücklich sind die geschätzte Anzahl Hedge Funds, die weltweit vertrieben werden (rund 8000), und die Gesamtzahl aller Fonds, die europaweit zum Verkauf angeboten werden (über 33'000).

Die Fondsbranche wird in Anbetracht dieser Zahlen nicht darum herumkommen, sich kritische Fragen zu stellen. Beispielsweise, an welchem Punkt die besten Fonds, welche erfahrungsgemäss die stärksten Zuflüsse aufweisen, eine Masse erreichen, bei der sich weiteres Wachstum negativ

auswirkt. Bei kleinstkapitalisierten Fonds muss man sich fragen, wo die Mindestgrösse liegt, damit diese noch rentabel operieren können. Zweifellos besteht beträchtliches Potential für Fusionen und Auflösungen; die Schwächsten dürften vom Markt verschwinden. Schliesslich werden die Vermögensverwalter gezwungen sein, mehr mit ihren Kunden zu kommunizieren und sie noch professioneller zu beraten, damit diese im Fondsuniversum nicht die Orientierung verlieren.

Das Fondsgeschäft und der Finanzplatz Schweiz

Negativtrends, wie die Überregulierung, steigende IT-Kosten und der Wettstreit der Finanzplätze, erhöhen den Druck auf den Finanzplatz Schweiz beträchtlich. Damit dieser auch in Zukunft international gute Karten in der Hand hält, dürfen die akademischen Anforderungen nicht unterschätzt werden. Der Nachholbedarf in der Finanzmarkt-Wissenschaft war kürzlich Thema in einer renommierten Finanzzeitung. Zur Darstellung des Handlungsbedarfs verglich man dabei die geringe Anzahl Professoren für Finanzmarkttheorie in der ganzen Schweiz (32) mit der wesentlich grösseren Anzahl Medizinprofessoren alleine im Kanton Zürich (120). Stimmen werden lauter, die nach einer Denkfabrik oder einer Expertenkommission rufen, um die akademischen Kompetenzen für die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes sicherzustellen.

Der Klimawandel wird der Fondsbranche viel frischen Wind und einige reinigende Gewitter bescheren. Eine Eiszeit muss aber sicherlich nicht befürchtet werden. Risiken sind Chancen. «No risk, no fun!» ■