

Research Note Nr.1

## DIE ARGUMENTE FÜR AKTIVES INVESTMENT MANAGEMENT

### Zusammenfassung

Es gibt starke Evidenz dafür, dass Märkte mindestens teilweise ineffizient sind. Dafür verantwortlich sind systematische Verhaltensmuster und strukturelle Beschränkungen an den Finanzmärkten. Wir sind der Überzeugung, dass Überrenditen längerfristig durch einen systematischen und adaptiven Investitionsprozess erwirtschaftet werden können.

Wir werden häufig gefragt, weshalb ein aktiver Investitionsprozess, der «nur» öffentliche verfügbare Informationen verwendet, erfolgreich sein sollte. Diese Frage bezieht sich auf die immer noch offene Frage der Markteffizienz, in der all Informationen sofort in den Aktienpreisen reflektiert sein sollten; oder ob es Mispricing-Opportunitäten, gibt die systematisch ausgenutzt werden können. Unserer Ansicht nach gibt es starke Evidenz dafür, dass die Märkte mindestens teilweise ineffizient sind. Wir glauben, dass dies primär auf irrationale Verhaltensmuster seitens der Investoren sowie strukturellen Beschränkungen an den Finanzmärkten zurückzuführen ist. Durch ein geschicktes und adaptives Portfoliomanagement können diese Anomalien in Überrenditen umgewandelt werden.

### Evidenz von Anomalien

Mittlerweile gibt es Dutzende akademische Studien, die klar nachweisen, dass Aktienpreise nicht nur einem zufälligen Preisprozess folgen, sondern dass an den Finanzmärkten wiederkehrende Muster existieren, die sich gezielt ausnutzen lassen. Ein Beispiel: Günstig bewertete Aktien („attractively valued“) erzielen im Durchschnitt über 10 Jahre deutlich bessere Renditen als teuer bewertete Aktien („Value Effekt“). Es gibt eine ganze Reihe weiterer Faktoren (z.B. Growth Aktien mit positivem Gewinnwachstums-Trend, Qualität und Momentum), die systematisch über einen langen Zeitraum höhere Renditen erzielt haben als mit zufälligen Preisprozessen erklärt werden kann.

### Weshalb Marktineffizienzen existieren können

Die historische Dokumentation von Irrationalitäten und Ineffizienzen an den Finanzmärkten reicht weit zurück:

- Joseph de la Vega's Buch «*Confusion de Confusiones*» aus dem Jahr 1688
- Charles Mackay's Klassiker von 1841, «*Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*»,
- Charles Kindleberger's «*Manias, Panics and Crashes*» von 1978
- Robert Shiller's «*Irrational Exuberance*» aus dem Jahr 2000

Mittlerweile akzeptieren auch viele «mainstream» Finanzökonomien, dass Finanzmärkte sich weit über das Mass bewegen, was mit «rationalen» ökonomischen Preismodellen erklärt werden kann. Über die letzten zwei bis drei Jahrzehnte hat sich eine neue Stossrichtung in der Finanzmarkttheorie etabliert, die Behavioral Finance. Sie versucht, psychologische und soziologische Fundierungen für diese scheinbar irrationale Episoden an Finanzmärkten zu finden. Zu den gefundenen Phänomenen gehören u.a.

- Verlustaversion
- Überreaktion
- Übermässiges Selbstvertrauen
- Segregation von Investitionsentscheidungen
- Extrapolation der jüngsten Vergangenheit
- Herdenverhalten

Die Behavioral Finance liefert überzeugende Argumente, weshalb Investoren nicht immer rational in Märkten agieren.

Abgesehen von verhaltenspsychologischen Aspekten zeichnet eine Reihe weiterer Faktoren für die Ineffizienz an den Finanzmärkten verantwortlich:

- Die riesigen Unterschiede in der Vorhersage von Gewinn- und Risikoprognosen
- Die Restriktion von Leerverkäufen
- Die Berücksichtigung von Steuern bei Investitionsentscheidungen

- Der Einbezug von internationalen Investoren, die möglicherweise ein sehr unterschiedliches Verhältnis zum potentiellen Gewinn-/Risikoverhältnis haben

Gegeben dass diese Effekte auf tiefgründiger menschlicher Psychologie und fundamentalen Strukturen von Finanzmärkten beruhen, sind wir überzeugt, dass diese Anomalien und Ineffizienzen auch für die Zukunft von höchster Relevanz sein werden.

### Aktives Investment Management funktioniert

Ungeachtet des Booms von passiven Anlagestrategien, gibt es überzeugende Evidenz für die Outperformance von systematischen von Faktorenstrategien wie Quality, Momentum und Value, wie zwei Papers Frazzini und Pedersen (2014) und Asness, Moskowitz und Pedersen (2013) aufzeigen.

### Adaptive Finanzmarkttheorie

Während viele Charakteristika von Aktien wegen der unveränderbaren Psyche der Menschen mit hoher Wahrscheinlichkeit bestehen bleiben werden, ist es wichtig zu anerkennen, dass Märkte dem steten Wandel unterworfen sind. Ein Forschungszweig, der uns sympathisch ist, ist die von Andrew Lo mitbegründete Theorie der adaptiven Finanzmarkttheorie. Seine Arbeiten propagieren, dass Finanzmärkte ineffizient sind und aktives Investment Management möglich ist, doch das sich konkurrenzierende Gruppen von Investoren offensichtliche Ineffizienzen gegeneinander auspressen können. Aktienmärkte sind wie ein Ökosystem zu betrachten, in der Konkurrenz zu Adaption und Veränderung führt. Anomalien existieren zwar weiterhin, doch sie mögen nicht über alle Zeitperioden gleich gut und in der gleichen Form funktionieren. Adaption und Innovation ist essentiell für den langfristigen Erfolg.

### Zusammenfassung

- Finanzmärkte sind ineffizient, weil Behavioral Finance gezeigt hat, dass nicht alle Menschen rational an Finanzmärkten agieren
- Langfristige Datenreihen zeigen deutlich, dass es starke Gründe für ein aktives Investment Management gibt, welches systematisch Anomalien ausnützt

- Indes sind Finanzmärkte adaptiv, verschiedene Investment Strategien kommen und gehen aus der Mode, deren Gewinnpotential verändert sich
- Es ist essentiell zu wissen, welche Information zu welchen Zeitpunkt wie bewertet werden, um daraus einen objektiven, disziplinierten und gleichzeitig adaptiven Investment Prozess für das jeweilige Marktumfeld abzuleiten

### Literaturhinweise

**ASNESS, CLIFFORD S., TOBIAS J. MOSKOWITZ UND LASSE HEJE PEDERSEN (2013):** „Value and Momentum Everywhere“, The Journal of Finance, Vol LXVIII, No.3, Juni 2013, S. 929 – 985.

**DEBONDT, WERNER F.M. (1995):** „Investor Psychology and the Dynamics Security Prices“, Behavioral Finance and Decision Theory in Investment Management, Arnold S. Wood (ed.), Charlottesville, VA: The Institute of Chartered Financial Analysts, 1995.

**DEBONDT, WERNER F.M., AND RICHARD H. THALER: (1986):** „Does the Stock Market Overreact?“, Journal of Finance, July 1986.

**FRAZZINI, ANDREA UND LASSE HEJE PEDERSEN (2014):** „Betting against Beta“ Journal of Financial Economics, Volume 111, Issue 1, Januar 2014, S. 1 – 25.

**KAHNEMAN, DANIEL (2012):** „Thinking, Fast and Slow“, Penguin Books, 2012.

**KAHNEMAN, DANIEL AND AMOS TVERSKY (1982):** „On the Psychology of Prediction“, Scientific American, 246 (1982).

**ILMANEN, ANTTI (2011):** „Expected Returns: An investor's guide to harvesting markets rewards“, John Wiley & Sons, 2011.

**LO, ANDREW (2004):** „The Adaptive Market Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective“, Journal of Portfolio Management, 30, 15-29, 2004.

**SHILLER, ROBERT J. (1993):** „Do Stock Prices move too much to be justified by subsequent changes in Dividends?“, American Economic Review, June 1981.