

# „Zweieinhalb Jahre Geduld“

Dr. Thorsten Hens ist Professor für Finanzmarktökonomie in Zürich – der Behavioral- und Evolutionary-Finance-Experte im Interview.

**P**rof. Dr. Thorsten Hens sitzt nicht nur im akademischen Elfenbeinturm, sondern hat sichtlich Spaß daran, eine Brücke zwischen Forschung und Praxis zu schlagen. In einem Interview anlässlich eines vom dänischen Value-Spezialisten Sparinvest und PaperJam organisierten Informationsgesprächs im September in Luxemburg zeigt er die Verbindung zwischen kulturellen Unterschieden von Investoren, Behavioral Finance und Value Investing auf. Er kommt zu dem Ergebnis: Ein Value-Fonds, der in die Emerging Markets investiert, ist für skandinavische, deutsche und angelsächsische Investoren das optimale Produkt.



Thorsten Hens: „Anleger bestimmter Nationalitäten werden eher erfolgreich investieren als andere. Denn sie verfügen über die zwei wichtigsten Investorentugenden: Geduld und Verlusttoleranz.“

## Herr Dr. Hens, worum geht es in Ihrer Studie „Value Investing rund um die Welt“?

*Prof. Dr. Thorsten Hens:* Meine PhD-Studentin Nilufer Caliskan und ich vergleichen Value-Renditen in sehr vielen Ländern der Welt und stellen fest, dass es hier große Unterschiede gibt. Die Ergebnisse verbinden wir mit einer internationalen Studie zu Behavioral Finance, die ich 2009 mit meinen damaligen Assistenten Mei Wang und Marc Oliver Rieger durchgeführt habe, und wo uns Ergebnisse für 45 Nationen vorliegen. In Kombination dieser Studien stellt man fest, dass die unterschiedlichen Value-Renditen durch zwei bekannte Behavioral Biases erklärt werden können.

## Gibt es trotz der globalen Vernetzung heutzutage noch nennenswerte länderspezifische kulturelle Unterschiede bei den Investoren?

»Wir vergleichen jeweils einen passiven Indexfonds mit einem aktiven Value-Fonds, und nach etwas über zwei Jahren ist der aktive Value-Fonds besser.«

**Dr. Thorsten Hens, Professor für Finanzmarktökonomie, Universität Zürich**

*Hens:* Ja, trotz aller Internationalität der Märkte haben kulturelle Unterschiede auch weiterhin Einfluss auf das Investitionsverhalten. Anleger bestimmter Nationalitäten werden daher eher erfolgreich investieren als andere. Denn sie verfügen über die zwei

wichtigsten Investorentugenden: Geduld und eine hohe Verlusttoleranz. So sind die skandinavischen und deutschsprachigen Kulturregionen die geduldigsten, während die Angelsachsen die höchste Verlusttoleranz aufweisen.

## Wie geduldig muss ein Investor denn sein, um eine Outperformance zu erzielen?

*Hens:* Nach unseren Berechnungen muss man zweieinhalb Jahre Geduld haben, dann ist man besser als der breite Markt. Wir haben in der internationalen Studie 45 Länder untersucht und vergleichen jeweils die Renditen einer Value-Strategie mit der Rendite des Aktienmarktes des jeweiligen Landes. Die Value-Titel haben wir vorher nach Fama und French hinsichtlich Buch- zu Marktwert sortiert, und diese Value-Titel vergleichen wir mit dem breiten Marktindex. Schon nach etwas über zwei Jahren performen die Value-

Titel besser als der breite Markt. Das heißt natürlich nicht, dass sie nach zwei Jahren schon im Plus sind, denn der breite Markt kann schließlich auch fallen. Wir vergleichen jeweils nur einen passiven Indexfonds mit einem aktiven Value-Fonds, und nach etwas über zwei Jahren ist der aktive Value-Fonds besser.

## Warum vergleichen Sie Value-Titel mit dem globalen Markt?

*Hens:* Viele akademische Studien zeigen, dass die Value-Strategie höhere langfristige Renditen erzielt, allerdings ist sie keineswegs eine bequeme Strategie. Value-Strategen fokussieren sich auf einzelne Aktien, aber diese sind nicht immun gegen allgemeine Marktbewegungen. Generell zeigt sich, dass Value-Aktien einerseits in steigenden

Foto: © Britta Wulff

Märkten Überrenditen bieten. Andererseits werden sie jedoch bei Marktabschwüngen häufig verhältnismäßig stark abgestraft. Um ein erfolgreicher Value-Investor zu sein, bedarf es daher zweierlei: einerseits Geduld und andererseits einer hohen Toleranzschwelle gegenüber Verlusten.

»Markt-Timing funktioniert nicht, das sollte man gar nicht erst versuchen. Vielmehr sollte man das machen, was Value-Investoren tun: die Unternehmen analysieren und warten, bis der Markt die guten Unternehmen unterbewertet.«

**Dr. Thorsten Hens, Professor für Finanzmarktökonomie, Universität Zürich**



Die Value-Strategie ist keineswegs eine bequeme Strategie, denn Value-Aktien werden bei Marktabschwüngen häufig verhältnismäßig stark abgestraft. Aber langfristig und in steigenden Märkten bieten sie Überrenditen.

ertragen kann, steigt früher aus und wird damit seiner Strategie untreu. Der Investor hat sich vielleicht vorgenommen, eine 30-prozentige Aktienquote zu fahren, und unterschätzt seine Verlustaversion. Dann kommt eine Phase wie diesen Sommer, und er springt ab. Das allein ist ja nicht schlimm, aber diese Investoren wissen natürlich nicht, wann sie wieder aufspringen müssen. Dann kommt vielleicht bis Ende des Jahres die Erholung, und sie verschenken hier viel Renditepotenzial.

**Unterscheidet man heute überhaupt noch zwischen Value und Growth? Ich kenne diese Unterscheidung eher aus Diskussionen der 90er Jahre.**

Hens: Ein Value-Investor bezieht natürlich auch Growth – also das zukünftige Wachstum eines Unternehmens – in seine Überlegungen mit ein. Das Gegensatzpaar ist daher nicht Value und Growth, sondern Value und Momentum. Es gibt immer mehr Investoren, die auf den Trend setzen, also Momentum-Investoren sind. Diese analysieren nicht die Geschicke des jeweiligen Unternehmens, sondern schauen nur, ob die Kurse gestiegen sind, und springen dann auf diesen Trend auf. Die zunehmende Anzahl von Momentum-Investoren sorgt für eine Erhöhung der Umschlagshäufigkeit an den Börsen und damit für mehr Volatilität.

**Sie haben vorhin von den kulturellen Unterschieden der Investoren gesprochen. Könnten Sie uns hier etwas mehr erzählen, beispielsweise was die Besonderheit von deutschen Investoren ist?**

Hens: In den deutschsprachigen Ländern sind die Investoren sehr geduldig, wobei die Skandinavier sogar noch geduldiger sind. Und die Verlusttoleranz ist bei den Angelsachsen am größten, also in Amerika, England, Südafrika und so weiter. Die können Verluste am besten wegstecken.

**Wieso ist es negativ für die Rendite, wenn man wenig verlusttolerant ist?**

Hens: Wer Verluste schlecht

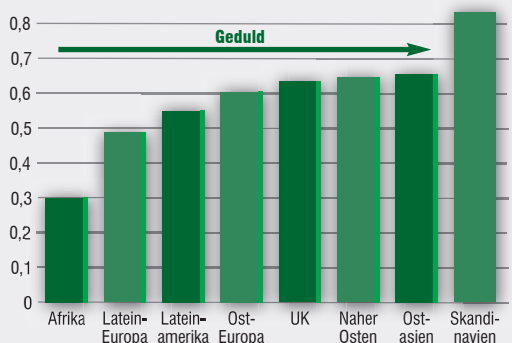
**Woher weiß dann ein Behavioral-Finance-Experte, wann es wieder Zeit zum Einsteigen ist?**

Hens: Das weiß der auch nicht, Markt-Timing funktioniert nicht, das sollte man gar nicht erst versuchen. Vielmehr sollte man das machen, was Value-Investoren tun: die Unternehmen analysieren, ob sie solide sind und Wachstumschancen haben – daher ist auch zwischen Value und Growth kein Unterschied. Und dann warten, bis der Markt die guten Unternehmen unterbewertet. Wenn die Kurse weit genug unten sind, sollte man die Unternehmen kaufen.

**Und dann?**

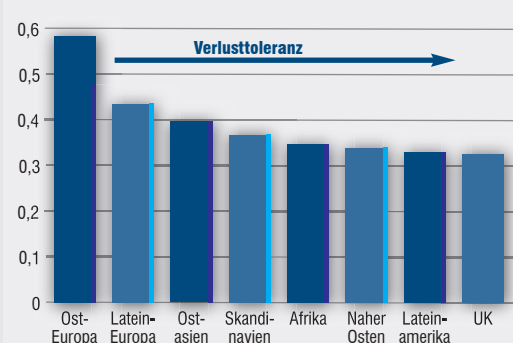
Hens: Die gekaufte Aktie kann dann natürlich noch weiter fallen. Das muss ein Value-Investor ertragen können, er sollte ja verlusttolerant und geduldig sein. Ein Value-Investor muss schwierige Zeiten wie in den Jahren 2007/2008 durchstehen – und das kann nicht jeder.

**Geduld der Anleger**



Anleger aus Afrika sind mit ihren Investments am wenigsten geduldig, Investoren aus den nordischen Ländern und Deutschland sind am geduldigsten.

**Verlusttoleranz der Anleger**



Ost- und Südeuropäer können Verluste nicht gut wegstecken. Dagegen sind Anleger aus den angelsächsischen Ländern sehr verlusttolerant.

Foto: © Britta Wulff



**Dann profitieren Value-Investoren also von der Volatilität –denn sonst würden sie ja keine günstigen Einstiegskurse vorfinden?**

Hens: Richtig. Ich war beispielsweise im Februar auf einer Value-Konferenz. Die Star-Value-Investoren aus den USA sagten damals, dass sie auf 80 Prozent Cash saßen, weil ihnen die Erholung nach der Finanzmarktkrise übertrieben vorkam. Ich bin mir sicher, dass sie nach den Kursentwicklungen dieses Sommers nur noch auf rund 30 Prozent Cash sitzen werden. Value-Investoren nutzen also günstige Kaufgelegenheiten.

**Wie verhält sich das mit den kulturellen Unterschieden, die Sie bei Investoren entdeckt haben? Kann man daraus einen Renditevorteil ziehen?**

Hens: Unsere Studien haben ergeben, dass die nordischen und die deutschsprachigen Kulturen in puncto Geduld am besten für die Value-Strategie ausgestattet sind. In angelsächsischen Kulturen wiederum werden dagegen Verluste am besten weggesteckt. Anleger aus dem afrikanischen und osteuropäischen Kulturkreis weisen diese Fähigkeiten nicht auf und sind daher aller Voraussicht nach eher weniger erfolgreiche Value-Investoren.

Nachdem diese kulturellen Unterschiede identifiziert wurden, kommt die Idee von Nobelpreisträger John Nash dazu: Was passiert, wenn alle Investoren dasselbe tun? Dieses aus der Spieltheorie bekannte Nash-Gleichgewicht haben wir untersucht, und dabei stellten wir fest: Da in den Emerging Markets weniger Anleger versuchen, Value-Aktien aufzuspüren, sind dort höhere Value-Prämien zu finden, während in den Ländern mit geduldigen und verlusttoleranten Anlegern die Value-Prämien eher mager sind. Somit wäre ein Value-Fonds, der in die Emerging Markets investiert, für Skandinavien, Deutsche und Angelsachsen ein optimales Produkt.

**Sie gelten als Behavioral-Finance-Experte. Verraten Sie uns, wie man die Ergebnisse der Behavioral-Finance-Forschung konkret bei Investitionsentscheidungen nutzen kann?**



Thorsten Hens: „In der Investmentpraxis funktioniert ein Handwerk wie Value Investing derzeit offenbar besser als Behavioral-Finance-Ansätze.“

»Da in den Emerging Markets weniger Anleger versuchen, Value-Aktien aufzuspüren, sind dort höhere Value-Prämien zu finden, während in den Ländern mit geduldigen und verlusttoleranten Anlegern die Value-Prämien eher mager sind.«

**Dr. Thorsten Hens, Professor für Finanzmarktökonomie, Universität Zürich**

Hens: In der Behavioral Finance machen wir Diagnostiktests im Experimentallabor. Konkret können wir einem Investor damit zeigen,

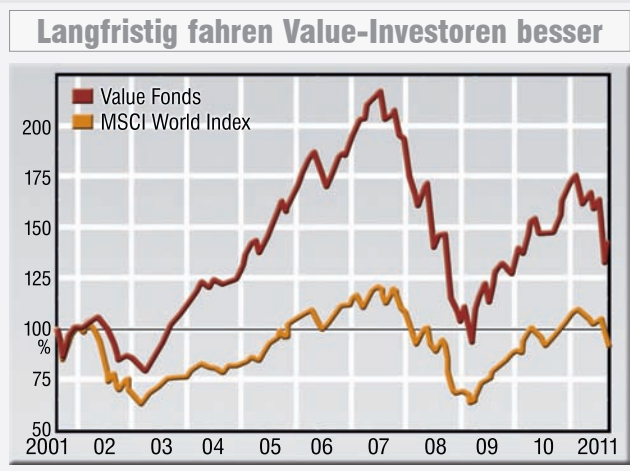
welche Fehler er bei seiner Investition begeht, beispielsweise dass er zu zuversichtlich oder zu vorsichtig ist. Danach können wir ihm sagen, wie er diese Fehler abstellen kann.

**Was hilft das dem Investor?**

Hens: Der Investor findet dadurch eine Strategie, die er auch durchhalten kann. Das Problem besteht darin, dass die Leute, wenn die Märkte steigen, optimistischer werden und ihre Risikofähigkeit überschätzen. Wenn der Markt dann einbricht, steigen sie im falschen Moment aus. Dieses falsche Investorenverhalten wird beispielsweise durch die Anwendung von Risk-Profilern vermieden. Die besten Risk-Profiler werden von Behavioral-Finance-Experten entwickelt – ich selbst habe den Risk-Profiler für Sparinvest entwickelt.

**Und wie laufen die Fonds, die Behavioral-Finance-Ansätze verwenden?**

Hens: Man muss zunächst zwischen Fonds unterscheiden, die Behavioral Finance wirklich in der Strategieentwicklung verwenden, und solchen, die sich mit Behavioral Finance nur zu Marketingzwecken schmücken. Bei Letzteren wird meist alter Wein in neuen Schläuchen verkauft, wie zum Beispiel die Charttechnik. Bei Ersteren wird viel Aufwand betrieben, und manche Behavioral-Finance-Fonds habe ich auch mitkonzipiert. Aber aus meiner Sicht sind die Fonds nicht gut gelaufen; im Verhältnis zum Ertrag sind sie zu volatil. Ein Handwerk wie Value Investing funktioniert in der Investmentpraxis derzeit offenbar besser.



Der Chart zeigt einen globalen Value-Fonds vs. MSCI World Index. Es ist erkennbar, dass Value-Investoren in den letzten zehn Jahren Verlusttoleranz und Geduld aufbringen mussten, sie aber am Ende den Index outperformten. Quelle: Onvista

**Was bleibt Ihrer Ansicht nach in der Behavioral Finance noch zu erforschen?**

Hens: Während Behavioral Finance sehr gute Anwendungen – wie zum Beispiel Diagnostiktests und Risk-Profiler – für das Investitionsverhalten von Privatanlegern geliefert hat, müssen wir im Bereich Behavioral Finance Asset Management noch mehr forschen, damit wir zum Beispiel bessere Signale für das richtige Markt-Timing und Risikomanagement erhalten.

**Vielen Dank für das Gespräch.**