

Aktienmarktineffizienzen finden und systematisch nutzen – Mit dem Saisonalitätseffekt Geld verdienen – Alle haben die gleichen Anreize

# Warum die Anleger Anfang Jahr jeweils mehr Risiko eingehen

Von Jean-Evrard Dominicé

Die Strategie in der Suche nach strukturellen Aktienmarktineffizienzen besteht darin, die Kurzsichtigkeit der Investoren systematisch auszunutzen: Anleger, die in Aktien investieren, handeln mit einem durchschnittlichen Zeithorizont von acht Wochen. Dies ist aus den hohen bezahlten Prämien für kurzfristige Optionen auf Aktien ersichtlich. Eine noch gröbere Ineffizienz der Märkte besteht in der Saisonalität der Dividendenpapiere.

Wie in der Grafik ersichtlich, hätte ein Investor sein Kapital um das 67-Fache steigern können, hätte er den Dow Jones Industrial an jedem 31. Oktober seit 1945 gekauft und an jedem 30. April verkauft. Hätte er aber an jedem 30. April in den Dow investiert und seine Position am 31. Oktober liquidiert, hätte er in den letzten 61 Jahren in der Sommersaison total nur 9% verdient, was angesichts der eingegangenen Risiken, der Inflation und des sinkenden Dollarkurses miserabel ist.

Jeder kennt das Sprichwort «Sell in May and go away» – an und für sich somit nichts Neues. Das stimmt, aber wie ist es dann möglich, mit der Saisonalität Geld zu verdienen und das Risiko zu vermindern? Und warum hat sich der Performanceunterschied zwischen Sommer und Winter seit 1990 trotz der Professionalisierung der Finanzindustrie noch verstärkt?

## Rationale Investoren . . .

Im ersten Kapitel jedes Kapitalmarkt-buches liest man Folgendes: «Wird regelmässig eine überdurchschnittliche Rendite ohne zusätzliches Risiko erzielt, dauert es nicht lange, bis viele rationale Händler ver-

suchen, diesen Mehrertrag einzukassieren.» Folglich würde der Renditezuschlag schnell wettgemacht. In der Praxis verhält es sich generell auch so. So wurde der Mehrertrag der Convertible Bond Arbitrage Hedge Funds der Jahre 1999 bis 2003 durch den Eintritt neuer Teilnehmer in den darauffolgenden Perioden reduziert.

## . . . schaffen Marktineffizienzen

Die Subprime-Krise illustriert perfekt, wie sich ein profitabler Trade schnell in eine Massenanlage verwandelt und sich seine Rendite-Risiko-Konstellation verschlechtert. Grosse Ineffizienzen bestehen nicht lange, wenn rationale Anleger ständig auf der Suche nach Mehrertrag sind. Es gibt keine Ineffizienzen, mit Ausnahme derjenigen, die sich aus dem rationalen Verhalten der Marktakteure ergeben.

Genau das ist mit der Saisonalität der Fall: Rationale Investoren nehmen am Anfang des Jahres mehr Risiko auf sich, um gewisse Renditeziele zu erreichen, und reduzieren es im Laufe des Jahres, sobald sie ihre Performanceziele erreicht haben. Das ist für einen professionellen Vermögensverwalter noch sinnvoller, der Aktiven von Dritten betreut. Denn es geht nicht nur um Anlageziele, sondern auch um seine Karriere. Seine Kunden werden ihn regelmässig fragen, welche Performance er seit Jahresbeginn erwirtschaftet hat. Erfüllt der professionelle Verwalter die Ziele seiner Klienten im Laufe des Jahres, gibt es keinen Grund, weiter riskante Anlagen zu halten und so vielleicht die ganze Performance zu verlieren. Je später im Jahresverlauf, desto grösser die Risikoaversion, da immer weniger Zeit bleibt, einen potenziellen Verlust wettzumachen.

Hat ein Vermögensverwalter ein paar Jahre enttäuscht, verliert er Kunden, auch wenn er mit einem längeren Zeitraum die beste Performance erreicht hätte. Wenn eine Menge von privaten und institutionellen Investoren sich rational verhält, spricht am Anfang des Jahres ein Risiko ein, um es später zu verringern, entsteht eine strukturelle Ineffizienz: die Saisonalität.

Die grösste Ironie dieser Aktienmarktineffizienz ist, dass die zunehmende Professionalisierung der Finanzbranche und die steigende Anzahl externer Berater die Saisonalität in den letzten fünfzehn Jahren noch verstärkt haben, weil alle den gleichen Anreiz haben, im Januar Risiken einzugehen, um den Referenzindex zu schlagen oder ihr Renditeziel zu erreichen, und sie später zu reduzieren. Deshalb haben die grossen Finanzkrisen jeweils Ende Sommer oder Anfang Herbst stattgefunden: der Crash von 1987, Russland und LTCM im Jahr 1998, die grosse Korrektur von 2002, die Subprime-Krise von 2007 usw.

## Unterbewertung ausnutzen

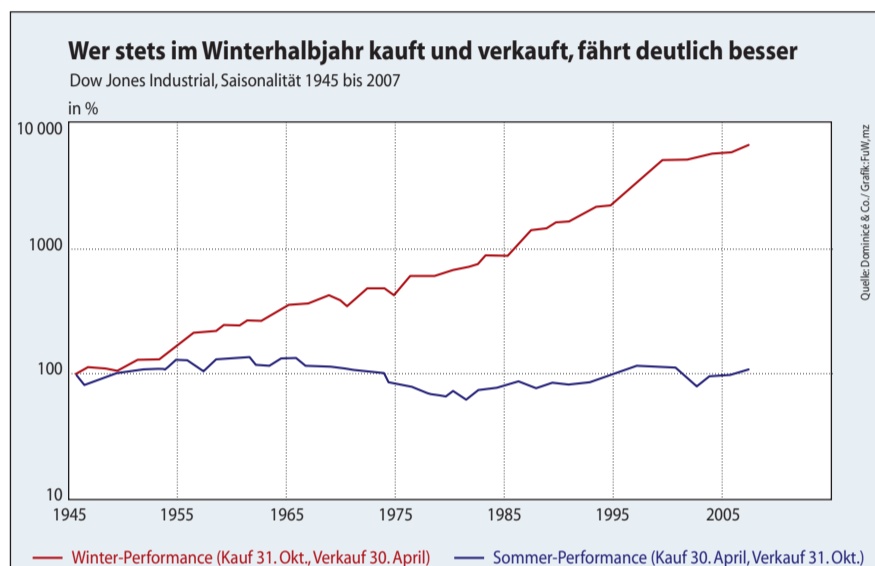
Anfang 2008 hat Dominicé einen Schweizer Aktienfonds lanciert, den Swiss Discovery Fund, der in ein konzentriertes Portfolio von Schweizer Unternehmen investiert, die vom Markt missverstanden, schlecht abgedeckt oder unterbewertet werden. Der unabhängige Berater des Fonds, Pierre Cloux, früher Aktienresearch Schweiz der Berenberg Bank, verbringt mehr Zeit mit Unternehmensbesuchen als im Büro. Das Benchmarking trägt dazu bei, dass sich Fondsmanager auf ein paar Titel konzentrieren, die grosses Gewicht in den Referenzindizes haben, und damit Opportunitäten in kleineren Gesellschaften

verpassen. Würde sich der Manager zu weit vom SMI oder vom SMIM entfernen, hiesse es bald, er habe seinen Tracking Error verschlechtert. Die Strukturen des Sell Side verstärken dieses Phänomen noch, weil sich die grossen Brokerhäuser tendenziell besonders um liquide und bekannte Papiere kümmern. Folglich decken Analysten Valoren ab, die schon Mainstream sind und bereits eine gute Performance aufgewiesen haben.

Die Aktien Swissquote sind ein gutes Beispiel dafür. Ein Fehlstart an der Börse an der Spitze der Internet-Bubble hatte dem Ruf der Onlinebank geschadet. Als Swissquote 2004 langsam schwarze Zahlen erreichte, betrug die Marktkapitalisierung nur noch 150 Mio. Fr., kein Analyst verfolgte mehr den Titel. Damals noch bei Berenberg, besuchte Cloux den Onlinebroker und sprach mit dem Management. Swissquote gewann laufend Marktanteile mit neuen Kunden und profitierte von der Rückkehr der Retailanleger an die Börse. Zudem wurde die Aktie mit einer Unterbewertung von 50% zur Konkurrenz gehandelt. Seitdem hat sich der Kurs mehr als versechsfacht, und Swissquote betreut knapp 6 Mrd. Fr. Bis März 2007 hatte nur Berenberg die Aktie verfolgt.

Die Organisation der Finanzindustrie, die Art und Weise der Performanceberechnung auf Jahresbasis sowie die Delegation an Drittpersonen sorgen für Aktienmarktineffizienzen. Der Trend zu immer grösseren Finanzkonzernen, zu mehr Kontrolle von Angestellten und zu einem immer kürzeren Anlagezeitraum wird dieses Umfeld nicht verändern. Im Gegenteil!

Lic. oec. HSG Jean-Evrard Dominicé, CFA, Mitinhaber von Dominicé & Co – Asset Management, Genf.



## Alpha bringt Zug ins Portfolio



### Folgen Sie dem Alphatier

Beschreiten Sie neue Pfade mit den Nordea 1-Fonds, den mehrfach ausgezeichneten Produkten des führenden nordischen Finanzhauses. Nordea bringt

mit Alpha-Strategien Zug in Ihr Portfolio; zum Beispiel mit dem Nordea 1 – European Alpha Fund. Mehr erfahren Sie an der Fonds '08 am Stand K15.

Making it possible

[www.nordea.ch](http://www.nordea.ch) – [funds@nordea.ch](mailto:funds@nordea.ch)

Investment Funds

Der genannte Teilfonds ist Teil von Nordea 1, SICAV, einem Anlagefonds luxemburgischen Rechts, welcher der EG-Richtlinie 85/611/EWG vom 20. Dezember 1985 entspricht. Die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) hat die Bewilligung für den gewerbsmässigen Vertrieb der Anteile des Fonds in und von der Schweiz erteilt. Der ausführliche und die vereinfachten Verkaufsprospekte, Satzung der Gesellschaft und die Jahres- und Halbjahresberichte können kostenlos bei der Schweizer Vertreterin und Zahlstelle, Nordea Bank S.A. Luxemburg, Zweigniederlassung Zürich, Mainstrasse 21-23, CH-8008 Zürich, Telefon 044 421 42 42, Telefax 044 421 42 82 angefordert werden. Fremdwährungsanlagen sind Wechselkursschwankungen unterworfen.

**Nordea**