

Sind Finanzmärkte Effizient?	Die Effizienzmarkthypothese (EMH) spricht dafür, die Behavioral Finance (BF) spricht dagegen.
Arten von Effizienz	1. Allokationseffizienz Richtige Koordination von Kapitalbindung 2. Bewertungseffizienz (Markteffizienz) Richtige Preise, welche die Vorteilhaftigkeit von Investments widerspiegelt 3. Informationseffizienz (Markteffizienz) Unverzögliche Anpassung der Kurse an neue Informationen 4. Operative Effizienz Schnelles und kostengünstiges zusammenführen von Angebot und Nachfrage
Definition EMH	Individuum als Eigennutzenmaximierer (Homo Ökonomikus) <ul style="list-style-type: none"> • Risikoavers (Risikoscheu) • Unabhängiges, rationales Verhalten • Vollkommene Information • Portfolio Optik, Markowitz • Arbitrage funktioniert • Finanzmärkte sind effizient!
EMH BSP.	Aus Kursen der Vergangenheit können keine Rückschlüsse auf die Gegenwart genommen werden. Alle Marktrelevanten Daten sind im Preis enthalten, auch die Insider Infos.

Definition BF	Kooperation und Altruismus (Gefangenen Dilemma) BF is the study of the influence of psychology on the behavior of Financial practitioners and the subsequent effect on markets. Beschäftigt sich mit Psychologie der einzelnen Marktteilnehmer. Die BF steht im Widerspruch zur Annahme des homo Ökonomikus. <ul style="list-style-type: none"> • Verlustavers (Verlustscheu) • Abhängige irrationale Investoren, verzerrt (Anomalien) • Heterogene Investoren • Unvollkommen Informationen • Arbitrage eingeschränkt • Finanzmärkte sind nicht effizient!
SEU	Subjektive Expected Utility
Axiome	Spielregeln die der SEU unterliegen
BF Anomalien	1. Wahrnehmungs-Anomalien <ul style="list-style-type: none"> • Selektive Wahrnehmung: ich selektiere was ich wahrnehmen will • Homogenisierung: neue Infos übergewichten • Kontrollillusion: bei fallenden Kursen das Gefühl haben, das es wieder aufwärts geht. 2. Verhaltens-Anomalien <ul style="list-style-type: none"> • Überoptimismus: Herdentrieb bei Übereuphorie • Überreaktion: alle Verkaufen, Panik! • Konditionierung: historische Erfahrungsmuster (Chart Muster) • Harmoniebedürfnis: Mein Einstandskurs wird imaginär gesenkt. 3. Entscheidungs-Anomalien <ul style="list-style-type: none"> • Emotionale Bindung: MA-Aktien, Family UG • Kognitive Dissonanz • Selektivität & Kontrollillusion

The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, Burton Malkiel, 2003

Themenbereich	<p>Malikel sagt das Aktienmärkte effizient sind und nicht vorhersehbar! Er analysiert die Kritik an der EMH und versucht auch andere Theorien die auf der Ineffizienz beruhen zu entkräften. Um eine Überrendite zu erreichen muss man auch ein höheres Risiko eingehen (Effizienz). Bubbles sind zwar irrational und psychologisch begründet, jedoch eher die Ausnahme als die Regel. Aktives Management verliert gegen die Rendite des Marktes.</p>
Value stocks	<p>sind Aktien mit tiefem KGV, die langfristig höhere Renditen haben als Aktien mit hohem KGV bzw. Glamour Aktien</p>
Dogs oft he Dow (Dow Jones)	<p>Man kauft die 10 Dividenden-Renditen stärksten Titel und hofft so die beste Rendite zu erwirtschaften. Dies muss aber nicht heissen dass sie so die höchste Rendite erzielen werden, weil Gewinn auch in stock-dividenden ausgezahlt werden kann. Man hat z.B. solche funds gebildet, die aber zwischen 1995-1999 underperformed haben.</p>
Aktieneinbruch 1987	<p>Merton versucht den Crash anhand von einer rationalen Formel und Faktoren zu erklären. Staatsobli-Renditen stiegen kurzfristig an. Der Dollar wurde entwertet usw. Formel: Rendite = Erwartete Dividenden Rendite + Wachstumsrate</p>
Survivorship Bias	<p>Falls der Fond zu schlecht ist, macht man einen Merger mit anderen Fonds, oder man nimmt einen schlechten Benchmark, damit das Ergebnis verwässert bzw. bessergestellt wird, als es eigentlich ist. Generell outperfornt der Markt immer aktiv gemanagte Fonds, die sind einfach Kosten- und Kommission-mässig zu teuer.</p>
Head and shoulders	<p>Eine Investment Strategie bei der man im Chart eine horizontale zieht. Fällt der Chart unter die Linie bedeutet dies ein Verkaufs-Signal, steigt der Chart über die Linie bedeutet dies ein Kaufs-Signal.</p>

Individual Investors, Barber and Odean, 2000

Kernaussage:	<p>Das Anlageverhalten der Investoren steht nicht in Einklang mit der ökonomischen Entscheidungstheorie. Anhand der Prospect Theory wird ausgesagt dass die Investoren gut performende Anlagen zu früh verkaufen und umgekehrt. Weiter wird bewiesen, dass durch aktives Trading die Rendite geschmälert wird, wegen den Kommissionen.</p>
Prospect Theory	<p>1979. Menschen gewichten Verluste stärker als Gewinne.</p>
Disposition Effect	<p>1979. Verluste werden im Gegensatz zu Gewinnen zu lange gehalten. Durch Mental Accounting bilden die Menschen wie separate Konten für jede Aktie, anstatt das Gesamtportfolio zu betrachten. 1998. Analyse von 10'000 Haushalten. Durch zwei Ratios, Anteil realisierte Gewinne PGR und Anteil realisierte verluste (PLR) wurde herausgefunden, das die Wahrscheinlichkeit 65% höher ist, das man eine Aktie mit Kursgewinn verkauft als das man eine mit Verlust veräussert. Dies bestätigt den Dispositionseffekt.</p>

Overconfidence & Excessive Trading	Empirische Studien sagen, dass Menschen ihre eigenen Fähigkeiten im Vergleich zu anderen überschätzen (Better than average effect). Besonders Männer, welche Ihre Fähigkeiten überschätzen, bewirtschaften ihr Portfolio aktiver und schmälern so ihre Rendite (Kommissionen).
Do Investors trade Too much?	Studien (1999) haben belegt, dass Umschichtungen in neue Anlagen mindestens eine Mehrrendite von 6% erzielen müssten, damit sich der Wechsel in Anbetracht der Kommissionen lohnt. In den Messperioden 4 Monate, 0,5 Jahre und 2 Jahre konnte festgestellt werden dass die neu erworbenen Titel die Mehrrendite um die Kommissionen zu decken, nicht erwirtschaften konnte. Auch unter Ausschluss der Transaktionskosten (Kommissionen) underperformten die neu erworbenen Titel die verkauften Titel. Der Befund dass Investoren durch aktives Trading ihre erwartete Rendite schmälern, ist demnach konsistent zur Aussage, dass Investoren die sich und die Ihnen zur Verfügung stehenden Infos überschätzen, aktiver Handeln und eine Minderrendite erzielen.

Naive Diversification Strategies in defined Contribution Savings Plans, Benartzi And Thaler, 2001

Kernaussage:

Die meisten Personen legen in den USA ihr PK-Kapital nach der 1/N Heuristik an. Das heisst sie splitten ihr Vermögen gleichmässig auf die vorhandenen Investments auf. Das Fonds Spektrum beeinflusst die Allokation sehr.

1/N Heuristik

Mittels verbaler Befragungen wurde die 1/N Heuristik hinterfragt. Die Erkenntnis war das eine grosse Anzahl nach 1/N bzw. nach einer 50-50 Allokation investiert.

Des Weiteren haben die offerierten Fonds einen Einfluss auf die Allokation. In einer kategorischen Analyse wurde analysiert, dass bei einem höheren Angebot an Aktienfonds auch das Investment in Aktien steigt, somit besteht hier eine positive Korrelation. Also die Allokation ist abhängig vom Angebot.

In einer Zeitreihenanalyse wurde die Endogenität ausgeschlossen und die Erkenntnis war wiederum, das je grösser das Aktienangebot ist, desto grösser ist der Aktien Anteil (stock exposure).

Pros für 1/N:

Da in alle angebotenen Fonds gleich viel investiert wird, wird somit das Risiko auch auf mehrere Fonds Manager verteilt.

Veränderung der Asset-Klassen: Risikoaversion bei Small-cap Aktien, und Risikofreude bei internationalen Titeln in Hinblick auf eine optimiertes Risiko/Rendite Profil. Jedoch kann dieser Effekt anhand einer möglichen Korrelation verkleinert werden.

Cons für 1/N:

Durch die N/1 Heuristik wählt man möglicherweise mit seinem Port. einen falschen Punkt auf der Efficient Frontier. Dadurch können die Kosten im Zusammenhang mit den Wohlfartsverlusten (Ex ante welfare cost) sehr hoch ausfallen, vor allem für Menschen mit einer hohen Risikoaversion und Company stock bias.

Status Quo Bias

Einmal abgeschlossene Vorsorgepläne, werden nicht mehr verändert.

Bsp für Mental
Accounting

„Company stock Bias“: Bei einem Angebot von Firmeneigenen Aktien, werden diese Aktien separiert von den übrigen Aktien angesehen. Es resultiert schlussendlich eine Übergewichtung in Aktien und darunter leidet die Diversifikation. Man müsste die Firmeneigenen Aktien und übrigen Aktien gleich behandeln um richtig diversifizieren zu können.

The Limits of Arbitrage, Shleifer & Vishny, 1997

Kernaussage:

Da die Allokation der Investoren auf der historischen Rendite der Arbitrageure basiert (PBA) und nicht auf der erwarteten Rendite, können Marktineffizienzen entstehen. Wenn bei Preisschocks die Noise Trader den Titel weiter vom fundamental Wert abbringen, wird es schwierig für die Arbitrageure zu profitieren, weil dann (bei Preisschock 2) die Investoren das Vertrauen in die Arbitrageure verlieren und ihr Kapital abziehen. Zusammenfassend ist zu sagen, dass das Modell von Shleifer und Vishny Marktsituationen besser erklärt, als einfache Arbitrage-Modelle.

Arbitrage:

Wird definiert als gleichzeitiges Kaufen und Verkaufen des gleichen Finanztitels in 2 unterschiedlichen Märkten zu einem vorteilhaften Preis. Diese Theorie ist in Modellen wie das CAPM oder APT enthalten. Um in der Praxis Arbitragen tätigen zu können muss immer Eigenkapital oder Fremdkapital eingesetzt werden.

1. Investor gibt Arbitrageur Geld
2. Arbitrageur gibt Investor Rendite

Agency Model

Spezialisierte Arbitrageure handeln mit dem Geld von Investoren. Diese Beziehung wird „**delegated portfolio management**“ genannt. Hierbei kann es aber auch zu Vertrauensproblemen bzw. „agency problems“ oder Vertretungsproblemen kommen. Wenn der Arbitrageur im Zeitpunkt t_1 oder t_2 keinen Gewinn präsentiert könnten demnach die Investoren ihr Kapital abziehen, weil die Investoren auf Performance Based Arbitrage (PBA) ausgerichtet sind.

Noise Trader

Weisen ein irrationales Verhalten auf und entscheiden nur aufgrund Gerüchten und reagieren extrem auf neue Nachrichten. Sie bestimmen so zu sagen durch ihr Handeln den Preis der Anlage in Preisschocks, bringen so den Titel von seinem fundamentalen Wert ab und diese Momente nutzen dann die Arbitrageure aus. Das Hauptziel der Arbitrageure ist es falsch bewertete Titel zu identifizieren und von dieser Unterbewertung (Falschannahme der Noise Trader) zu profitieren.

Geeignete Märkte
für Arbitrage

Sind die Obligationen Märkte, weil die zukünftigen CF berechenbar sind. Der volatile Aktienmarkt ist eher unattraktiv, hohe Volatilität behindert eine schnelle Anpassung an den fundamentalen Wert und birgt somit ein hohes fundamentales Risiko, deshalb meidet ein Arbitrageur volatile Märkte. Je länger es dauert bis ein Titel sich dem fundamentalen Wert nähert desto unattraktiver für den Arbitrageur, da oft anhand seiner Jahresperformance gemessen wird.

Myopic loss aversion and the equity premium puzzle, Benartzi & Thaler, 2004

Kernaussage:

Institutionelle Anleger sind anhand des agency problems gezwungen weniger in Aktien zu investieren, obwohl die Rendite langfristig besser wäre. Die individuellen Investoren, die sich mit Aktien-Investments

zurückhalten, haben eine hohe Sensitivität gegenüber Verlusten, bzw. haben eine hohe Verlustaversion und investieren deshalb auch in risikoarme Anlagen wie Oblis, obwohl die Rendite langfristig von Aktien ca. 6% höher liegt.

Equity Premium Puzzle Die Mehrrendite von durchschnittlich 7% die bei Aktien im Vergleich zu Oblis erreicht wird, kann durch 2 Konzepte erklärt werden: „Myopic loss aversion“ & „mental accounting“.

Myopic Loss aversion = Zusammensetzung dieser zwei Faktoren:

- „Loss Aversion“ = Verlustaversion = Verluste werden hoch gewichtet
- „Evaluation Period“

Evaluation Period In welchem Zeitraum überprüfe ich mein Portfolio ein Mal? Je öfter ein Investor sein Portfolio evaluiert, desto unattraktiver werden riskante Anlagen wie Aktien. Eine seltenere Evaluation des Ports hat gemäss Benartzi & Thaler gemäss der Ableitung der Prospect Theory einen grösseren Nutzen.

Prospect Theory Definiert den Nutzen von Gewinnen und Verlusten. Kahneman & Tversky schätzen den Koeffizienten der Verlust Aversion auf 2,25. Also ein Verlust wird 2,25-mal so stark gewichtet wie ein Gewinn (eher tiefe Risiko- bzw. Verlustaversion). Je höher der Koeffizient, je höher die Verlustaversion.

Agency Problem Entscheidungsverhalten eines PK-Managers. Da er Leistungen aufgrund der Jahres Performance erbringen muss, ist er gezwungen weniger in Aktien zu investieren, da diese nur langfristig also über 5 Jahre besser rentieren als andere Anlagen wie z.B. Oblis.

Endowment-Fonds Fonds die mehrheitlich von Stiftungen und Unis geführt werden. Auch hier gibt es neben dem Agency Problem auch Investitionsvorschriften.

Contrarian Investment, extrapolation and risk, Lakonishok, Shleifer, Vishny, 1994

Kernaussage die Autoren kamen zum Ergebnis, dass in einem Zeitraum von 1968-1990 in 17 von 22 Zeitperioden bzw. in 5 Jahres Abschnitten die Value Aktien um 8-11 % p.a. besser performten als Glamour Aktien. Auch in 3 von 4 Rezessionen zwischen 1968 und 1989 performten die Value Aktien mindestens gleich gut oder besser als die Glamour Aktien. Die systematische Überrendite der Value Aktien ist in der Präferenz der Glamour-Aktie zu finden = BF = z.B. Extrapolation von Glamour Aktien = naive Investition. Jedoch investieren institutionelle Anleger auch in Glamour Aktien aufgrund des Agency Problems.

Value Titel **Unterbewertet, Vergangenheitswachstum tief, P/E (KGV) tief.**
Glamour Titel **Überbewertet, Vergangenheitswachstum hoch, P/E (KGV) hoch.**

Extrapolation **Man bezieht historische Daten auf die Zukunft (Naiver Investor).**

Price Momentum **Nach 12-18 Monaten beginnen die Losers die Winners zu outperformen**

Contrarian Investment Üblicherweise investiert der irrationale Anleger in Glamour Titel, weil dieser in der Vergangenheit gut performed hat, dies führt zu einer starken Nachfrage und entsprechenden Übergewichtung des Titels. Im Gegensatz dazu besagt die Contrarian Strategie, dass man in unterbewertete, unpopuläre Titel (Value Titel) investiert.

A unified theory of underreaction, momentum trading and overreaction in asset markets, Hong & Stein 1999

Kernaussage

- Small stocks bzw. small caps mit einer geringen Analystenabdeckung weisen die höchste Profitabilität aus = **verifiziert**
 - Öffentliche News wie Quartalszahlen weisen eine andere Überreaktion auf als private News = **noch nicht verifiziert**
 - Es besteht eine Beziehung zwischen dem Anlagehorizont der Momentum Trader und der Autokorrelation der Renditen = **noch nicht verifiziert**
1. Bei neuer, guter News wird der Preis durch die Newswatcher linear angepasst, sie kaufen (Unterreaktion)
 2. Die Momentum Trader steigen nach dem Preisanstieg auch ein und somit gibt es eine Überreaktion
 3. Der Preis steigt dadurch über den Fundamentalwert, wird sich jedoch langfristig nach einer kleinen Senkung bei einem fairen langzeitwert einpendeln.

Newswatcher

- Machen Preisprognosen basierend auf Neuigkeiten
- Investitionshorizont ist unbeschränkt
- Berücksichtigt vergangene und aktuelle Preise nicht
- Führt zu Unterreaktion der Preise

Momentum Trader

- Analysiert vergangene Preise (Extrapolation – naiv)
- Investitionshorizont ist auf 12-18 Monaten beschränkt
- Können keine Neuigkeiten verarbeiten
- Führt zu Überreaktion der Preise

Contrarians

(Querdenkerisch, nonkonform). Dadurch dass es durch Momentum Trader zu einer Überreaktion der Preise kommt, nützen dies die Contrarian-Strategien-Trader aus und setzen gegen dieses Momentum.

Smart Money Trader

Die grösste Eigenschaft dieser Trader ist das sie die Eigenschaften der **Momentum Trader (chart-technisch)** und **Newswatcher (Informations-bezogen)** kombinieren. Die Smart Money Trader werden in 2 Gruppen eingeteilt und zwar in unbegrenzte und begrenzte Risikotoleranz.