

Timingfähigkeit der Marktteilnehmer

Bachelorarbeit

in

Corporate Finance

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei

PROF. DR. RUDOLF VOLKART

Verfasserin: LEONIE HOFFMANN

Abgabedatum: 15. August 2008

Executive Summary

Problemstellung

Die Bedeutung von Funds als Anlagemöglichkeit hat in den letzten 5 Jahren zugenommen. Dies ist unter anderem dadurch erkennbar, dass in dieser Zeit die Anzahl der in der Schweiz gehandelten Funds und deren Fundsvolumen stark zugenommen haben. Unter der Annahme, dass die an der Ökonomie teilnehmenden Individuen rational handeln, kann man deshalb davon ausgehen, dass die Individuen erwarten, durch Investitionen in Funds einen Vorteil gegenüber anderen Investitionen zu erreichen. Dieser Vorteil kann zum Beispiel die einfachere Diversifikation oder das Erreichen einer Überrendite im Vergleich zu anderen Anlagealternativen sein. Da auch Individuen, die aus Diversifikationsgründen in einen Fund investieren, eine möglichst gute Rendite erreichen wollen, kann gesagt werden, dass der durchschnittliche Fundinvestor eine Outperformance erzielen will. Um eine Überrendite im Vergleich zur Anlagealternative erreichen zu können, müssen Anlageentscheide zum richtigen Zeitpunkt erfolgen. Die Fähigkeit der Investoren, Anteile eines Funds zum richtigen Zeitpunkt zu kaufen oder zu verkaufen, so dass im Vergleich zu anderen Funds oder einer Benchmark eine überdurchschnittliche Performance resultiert, wird in dieser Arbeit als gute Timingfähigkeit der Funds-Investoren bezeichnet. Im Gegensatz dazu ist die Timingfähigkeit schlecht, wenn im Vergleich zur Benchmark eine unterdurchschnittliche Performance resultiert, während keine Timingfähigkeit nachgewiesen werden kann, wenn die Rendite ungefähr gleich gross ist wie diejenige der Benchmark. Die Timingfähigkeit der Funds-Investoren soll in dieser Arbeit analysiert werden.

Vorgehen

Zu Beginn werden bereits existierende Arbeiten zusammengefasst, die ähnliche Themen untersucht haben. So gibt es zum Beispiel einige Arbeiten und Modelle, welche die Timingfähigkeit der Fundsmanager analysieren. Die Performance der Anlage ist jedoch möglicherweise aufgrund der Einschränkungen durch das Fundreglement nur beschränkt von der Timingfähigkeit des Fundsmanagers abhängig, was dazu führt, dass auch Timingfähigkeit der Anleger einen grossen Teil zu ihrer Performance beiträgt. In diesem Zusammenhang wird eine Arbeit, welche die Timingfähigkeit von Investoren in den USA untersucht hat, beschrieben und deren Resultat erläutert. Bei dieser Analyse wird mit Net Cash Flows gerechnet, was zu einem Informationsverlust führt, da Inflows und Outflows nicht gesondert

betrachtet werden. In der vorliegenden Analyse werden daher Inflows und Outflows einzeln untersucht.

Es wird in dieser Arbeit angenommen, dass die Anleger im Rahmen ihres Wissens rational handelnde Individuen sind. Das heisst, dass sie sich, so weit sie dazu in der Lage sind, Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der Marktbewegungen bilden. Es wird dabei davon ausgegangen, dass die Anleger insofern rational handeln, dass sie ihren Erwartungen folgen, wenn sie besonderes Wissen über den Markt haben und daher der Meinung sind, dass ihre Vorhersagen besser sind als diejenigen des Marktes. Wenn die Investoren jedoch kein besonderes Wissen bezüglich Marktentwicklungen haben, dann werden sie keine eigenen Erwartungen entwickeln. In diesem Fall kann angenommen werden, dass die Individuen den Erwartungen des Marktes folgen.

Es ist weiter anzunehmen, dass diejenigen Anleger, die ihre Investitionen unter Zeitaspekten tätigen dies tun, um eine Outperformance zu erreichen und diejenigen, die ihre Investitionen nicht zeitlich abstimmen in einen passiven Fund investieren und damit etwa die Rendite des Index erreichen. Auch wenn nicht alle Marktteilnehmer glauben, eine Timingfähigkeit zu besitzen, so besteht doch für den durchschnittlichen Marktteilnehmer das Ziel, durch Timingfähigkeit eine Outperformance zu erreichen.

Die Hypothese, die es zu untersuchen gilt, lautet daher:

Die am Schweizer Fundmarkt teilnehmenden Investoren besitzen Timingfähigkeit und können somit eine Überrendite erzielen.

Die für die Überprüfung dieser These notwendigen Daten wurden freundlicherweise von der SWX zur Verfügung gestellt. Der Datenstamm umfasst die In- und Outflows, die Net Assets und den Change of Net Assets der Jahre 2003 bis 2007 sämtlicher in der Schweiz gehandelter Funds auf monatlicher Basis. Mit Hilfe der In- und Outflows sowie der Net Assets lässt sich die monatliche Rendite der Funds berechnen.

Aufgrund der grossen Datenmenge konnten nicht alle In- und Outflows untersucht werden. Um sinnvolle Resultate zu erhalten, lag der Fokus auf erhöhten Mittelflüssen, d.h. alle Flows, die grösser als 75% der Flows des jeweiligen Funds sind, wurden näher betrachtet. Das ist sinnvoll, weil man erwarten kann, dass ein Fund z.B. dann extrem hohe Inflows hat, wenn

viele Marktteilnehmer der Meinung sind, dass die Performance des Funds in den darauf folgenden Monaten im Vergleich zur Benchmark (in dieser Arbeit Libor) ansteigen wird.

Um die Timingfähigkeit beurteilen zu können, wird deshalb die Out- oder Underperformance des jeweiligen Funds im Vergleich zu Libor vor dem Zeitpunkt des erhöhten Inflows der Out- oder Underperformance nach dem erhöhten Inflow gegenübergestellt und aus den daraus resultierenden Datenpunkten ein Streuungsdiagramm erstellt. Ausserdem werden durch eine Regression die kumulierten Performances nach erhöhten Cash Flows in Abhängigkeit der kumulierten Performances vor erhöhten Cash Flows dargestellt. So soll überprüft werden, ob sich die Performance nach den Cash Flows im Vergleich zur Performance vor den Cash Flows wesentlich verändert. Im Falle der Inflows wäre z.B. die Frage: Steigt die Performance nach Inflow im Vergleich zur Performance vor Inflow an? Wenn dies bei einem Grossteil der Funds der Fall ist, so kann damit Timingfähigkeit nachgewiesen werden.

Die Analyse der Timingfähigkeit beruht daher auf folgenden zwei Fragen, die durch die Analyse beantwortet werden sollen:

Steigt die Fund Performance im Vergleich zur Anlagealternative nach grossen Fund Inflows?

Sinkt die Fund Performance im Vergleich zur Anlagealternative nach grossen Fund Outflows?

Da unsicher ist, über welchen Zeitraum die Timingfähigkeit anwendenden Investoren ihre Gelder anlegen, wird die Analyse mit einem Zeithorizont von drei, sechs und neun Monaten durchgeführt.

Resultate

Timingfähigkeit bei den Inflows zu besitzen bedeutet, dass die Performance nach Inflow besser ist als die Performance vor Inflow. Bei den Outflows ist es umgekehrt: wenn die Performance nach Outflow geringer ist als die Performance vor Outflow, spricht dies für gute Timingfähigkeit. Die Performance vor In- bzw. Outflow wurde also der Performance nach In- bzw. Outflow gegenübergestellt. Mit diesen Daten wurden dann Streuungsdiagramme angefertigt und Regressionen berechnet.

Das Streuungsdiagramm der Inflows über drei Monate sieht demjenigen der Outflows sehr ähnlich, wobei beide Grafiken zeigen, dass über drei Monate keine Timingfähigkeit vorhanden ist. Die Performance ist vor und nach Anlageentscheiden im Wesentlichen

unverändert. In den Streuungsdiagrammen über sechs Monate sieht man eine leichte Tendenz zu einer schlechten Timingfähigkeit bei den Inflows. Das heisst, dass die Performance nach Investition in einen Fund tendenziell sinkt. Die Grafik der Outflows hat sich kaum verändert, was bedeutet, dass bei den Outflows auch bei einem Zeithorizont von sechs Monaten keine Timingfähigkeit nachgewiesen werden kann. Keine Timingfähigkeit nachzuweisen bedeutet, dass man weder gute noch schlechte Timingfähigkeit finden kann. Die Streuungsdiagramme über neun Monate zeigen diese Resultate noch deutlicher. Während die Timingfähigkeit bei den Inflows eindeutig schlecht ist und die Performance der Titel nach Investition abnimmt, ist die Timingfähigkeit bei den Outflows weiterhin kaum vorhanden. Es scheint, als würden die Mittel von Funds abgezogen, ohne auf den Zeitpunkt zu achten, also als wäre Timing bei Outflows irrelevant.

Die immer schlechter werdende Timingfähigkeit bei den Inflows lässt sich dadurch erklären, dass die Marktteilnehmer offenbar primär darauf achten, welche Performance ein Fund in der Vergangenheit erzielt hat. Wenn die Performance des Funds in der Vergangenheit gut war, dann wurde vergleichsweise viel in den Fund investiert. Das heisst, die Individuen leiten ihre Zukunftserwartungen bezüglich der Entwicklung der Funds aus der vergangenen Performance ab. Unter der Annahme eines Random Walk der Renditen ist es jedoch wahrscheinlich, dass auf eine längerfristig gute Performance eines Funds irgendwann eine schlechtere folgen wird. Dies scheint auch in Wirklichkeit so zu sein, was zu der oben beschriebenen mangelnden Timingfähigkeit der Inflows führt.