

Fuller & Thaler

## DIE NOBEL-BOUTIQUE

Dieses Jahr wurde der Chef einer Vermögensverwaltung mit dem sogenannten Wirtschafts-Nobelpreis ausgezeichnet. Er ist nicht der erste Preisträger seiner Investment-Boutique.

Der Fuller & Thaler Behavioral Small-Cap Equity Fund (FTHSX) hat in den vergangenen 5 Jahren mit einer Gesamttrendite pro Jahr von 16,93% den S&P 500 (14,63%), seine Benchmark Russell 2000 TR (14,35%) und seine Morningstar-Kategorie (13,31%) klar übertroffen. Er wird von Morningstar mit der Höchststernezahl bewertet. Die für die Verwaltung verantwortliche Fuller & Thaler Asset Management, Inc. verwaltetet unter anderem auch noch einen Pensionsfonds (Fuller & Thaler Small-Cap Core Equity Collective Trust) und fungiert als Sub Advisor des Undiscovered Managers Behavioral Value Fund (z.B. UBVAX). Über die letzten 5 und 10 Jahre schnitt dieses Vehikel gleichfalls deutlich besser ab als die genannten Referenzindizes.

Der Principal der Fuller & Thaler Asset Management heißt Richard Thaler. Director Emeritus der Vermögensverwaltung ist Daniel Kahneman. Beide arbeiten auch wissenschaftlich und interessieren sich für ähnliche Probleme. Eine Schnittmenge ihrer Forschungsgebiete heißt Behavioral Finance. Thaler wurde am 9.10. mit dem Preis der Schwedischen Reichsbank für Wirtschaftswissenschaften im Gedenken an Alfred Nobel ausgezeichnet. Sein Kollege Kahneman erhielt diesen Preis bereits 2002 zusammen mit Vernon L. Smith. Wer diesen noblen Preis erhalten hat, gehört zweifelsohne zur Nobilität des Faches. Aufgrund einer von der Stifterin beabsichtigten kognitiven und also weniger noblen Verzerrung – wenngleich Thaler dazu vielleicht Nudging sagen würde – wird die Auszeichnung meist als Wirtschaftsnobelpreis bezeichnet. Eine gewisse selbstreferentielle Ironie mag daher darin liegen, dass Thaler den Paranobelpreis für die Erforschung kognitiver Verzerrungen in der Wirtschaft und auf Finanzmärkten erhielt sowie für die Methode des Nudgings, die er zusammen mit Cass Sunstein als gewaltfreien Rohrstock der Volkserziehung zur Anwendungsreife entwickelt hat. Zur Anwendungsreife hat er auch einige finanzwissenschaftliche Befunde der an konkreten Ergebnissen inzwischen sehr reichen Behavioral-Finance-Forschung entwickelt. Davon künden auch die angesprochenen Fonds. Bevor aber auf deren Strategie etwas näher eingegangen wird, ist zunächst auf den Beitrag Thalers zur Finanzmarktforschung einzugehen.

### Begründung des Preiskomitees

Thaler hat den Preis der schwedischen Notenbank für seine

Daniel Kahnemann, Psychologe, gilt zusammen mit dem 1996 gestorbenen Amon Tversky als Begründer der modernen Verhaltensökonomik. 2001 erhielt er zusammen mit Vernon L. Smith den sogenannten Wirtschaftsnobelpreis.



Leistungen im Fachgebiet Verhaltensökonomik erhalten. Die Begründung des Stockholmer Preiskomitees enthält auch einen Abschnitt über sein wissenschaftliches Wirken in der Verhaltensökonomik der Finanzmärkte (Behavioral Finance), als deren Mitbegründer er gewürdigt wird.

Die Grundfrage, der Thaler im Finanzsegment nachgegangen sei, lautet nach dem Urteil des Komitees: Zeigt sich die in Laborexperimenten häufig nachgewiesene ökonomische „Irrationalität“ der Versuchsteilnehmer auch auf der Ebene konkurrenzbestimmter Märkte? Denn idealerweise sollte Wettbewerb dazu führen, dass sich letzten Endes rationales Verhalten durchsetzt, mithin auch ein Preis, der effizienten Märkten entspricht. Thaler habe nun, so das Preiskomitee, in dreifacher Weise entscheidend zur Beantwortung dieser Frage beigetragen.

Erstens habe er in empirischen Studien die Hypothese gestützt, dass Märkte nicht effizient seien: das betrifft die Erforschung der Voraussagbarkeit von Aktienpreisen, von Risikoprämien für Aktien und von inadäquaten Abbildungen der Fundamentaldaten in Marktpreisen.

Zweitens habe er diese empirischen Befunde zu Anomalien auf Finanzmärkten mit Modellen ökonomisch irrationalen Verhaltens erklärt, wenngleich es dazu auch jeweils Alternativerklärungen auf Basis des ökonomischen Rationalmodells gebe. Eine von Thaler und de Bondt näher untersuchte Verhaltens-Hypothese besagt, dass Marktteilnehmer häufig auf neue Informationen überreagieren. Empirisch spricht dafür, dass in

ihrer Studie Portfolios mit Verliereraktien (etwa aufgrund von starken Angstreaktionen) besser abschnitten als jene mit Gewinneraktien. Überreaktion und auch Unterreaktion, zu deren Erforschung bereits Kahneman und Tversky die Basis legten, bilden dann auch die beiden Hälften des Kerns der Strategie der Fuller&Thaler-Fonds. Eine weitere verhaltenspsychologische Erklärung lieferten Thaler und Benartzi für die historisch aus Sicht der Erwartungsnutzentheorie zu hohen Renditen von Aktien gegenüber Anleihen. Der Grund sei Verlustaversion, die sich bei einer zu kurzen Evaluationsperiode (etwa von einem 1 Jahr) bemerkbar mache und mit der auch erklärt werden könne, weshalb viele Haushalte nicht in Aktien investieren.

Der dritte Strang der Arbeiten Thalers im Behavioral-Finance-Bereich befasst sich mit dem Problem der Arbitrage. Denn ökonomische „Irrationalität“ einiger oder sogar vieler Investoren sei noch keine hinreichende Bedingung dafür, dass Vermögenspreise „Anomalien“ aufweisen. Vielmehr muss als weitere Bedingung eine Beschränkung der Arbitragemöglichkeit hinzukommen, die verhindert, dass rationale Akteure den Markt in Richtung des effizienten Preises treiben. Eine solche Grenze hat Thaler zusammen mit Shleifer am Beispiel geschlossener Fonds bzw. Closed End Funds (CEF) nachgewiesen, die in den USA am Aktienmarkt gehandelt werden. Das Problem: Anteile von CEF werden typischerweise anders bewertet als die Assets, in die sie investieren. Das weist auf Grenzen der Arbitrage hin. Die Erklärung der beiden Wissenschaftler: Sentimentgetriebene „Noise Trader“ überschätzen bisweilen die erwarteten Renditen (relativ zu rationalen Erwartungen), zeitweise unterschätzen sie sie. Das generiere zusätzliche



Richard H. Thaler, Wirtschaftswissenschaftler mit Spezialgebiet Verhaltensökonomik, ist diesjähriger Träger des Preises der Schwedischen Reichsbank für Wirtschaftswissenschaften im Gedenken an Alfred Nobel.

Volatilität bei CEF. Rationale Investoren wollten nun für dieses zusätzliche Risiko kompensiert werden, daher würden CEF mit Abschlägen gehandelt, was empirisch auch nachgewiesen wurde. Gemeinsam mit Lamont untersuchte Thaler auch Carve-Outs mit anschließenden Spin-Offs: Ein Teil der Aktien eines Tochterunternehmens wird verkauft, die Erträge gehen an das Mutterunternehmen; dieses gibt dann bekannt, bald den Rest dieser Aktien in die Hände der eigenen Anteilseigner zu geben. Das „Gesetz des einen Preises“ fordert, dass der Marktwert des Mutterunternehmens nicht unter dem Wert der Aktien des Tochterunternehmens liegt, die es besitzt. Die beiden Wissenschaftler konnten auch hier empirisch eine Beschränkung der Arbitrage nachweisen, die sie auf Schwierigkeiten zurückführen, mit überbepreisten Carve-Out-Aktien short zu gehen.

## Fonds-Strategie

Kommen wir nun zurück zur Anwendung der verhaltenspsychologischen Hypothesen zur Preisbildung auf Finanzmärkten. Den Fonds von Fuller & Thaler liegt eine Strategie zugrunde, die auf der Überreaktion der Marktteilnehmer in der Vergangenheit auf negativ bewertete Informationen und auf der Unterreaktion auf neue, positiv bewertete Informationen beruht. Mit den Fonds sollen diese „Anomalien“ des Marktes in Zusatzrenditen umgemünzt werden. Die Umsetzung der Strategie erfolgt durch Beschränkung auf das Small-Cap-Segment der USA. Hier sind viermal mehr Aktien anzutreffen als im Large-Cap-Segment. Da die kleineren Gesellschaften zudem weniger Aufmerksamkeit auf sich ziehen, sind in diesem Segment Ineffizienzen der Märkte wahrscheinlicher. Aktien, die in Frage kommen, sind Fuller & Thaler zufolge zum einen solche, deren Preise in der Vergangenheit etwa aufgrund

von Ansätzen zur Panik zu stark zurückgegangen sind. Als Indikatoren hierfür dienen aktuelle Insiderkäufe oder Aktienrückkäufe. Zum anderen kommen Unternehmen mit aktuell positiven Gewinnüberraschungen in die engere Wahl, weil hier der Markt häufig zu schwach reagiert, die Preisanpassung also verzögert erfolgt. Wenn dann noch die Fundamentaldaten stimmen, wird gekauft.

Glaubt man nun der Selbstdarstellung der Fuller & Thaler Asset Management, dann sind die Überrenditen der Fonds relativ zur Benchmark im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass der 72jährige Thaler – wie auch der 11 Jahre ältere Kahneman – die wissenschaftlich fundierten Ideen zur Strategie lieferten. Die Neugier ist dann schnell geweckt, ob etwa der diesjährige Laureat des Wirtschaftspreises der Sveriges Riksbank darüber hinaus auch taktisch aktiv ist und einzelne Aktien treffsicher selber auswählt? Hier obsiegt jedoch reflektierte Bescheidenheit. Denn Thaler sagte vor einem Jahr in einem CNBC-Interview, dass er auch privat über keine Aktien disponiere, sondern in diesen Dingen einem guten Portfoliomanager vertraue. Der Grund: er stelle den von ihm gründlich untersuchten overconfidence bias, also Selbstüberschätzung, in Rechnung. Die Kommission in Stockholm prämierte Thaler auch für seine empirische Erforschung der Hybris, so dass die Bescheidenheit in den 9 Mio. Schwedischen Kronen, die er erhält, schon eingepreist ist. Für Anleger dürfte aber nicht Stockholm das Kriterium sein, sondern eine ordentliche Finanzperformance der Ideen der beiden vielgerühmten Professoren. Dieses Kriterium scheint die oben genannte Investment-Boutique aus dem kalifornischen San Mateo mit einem „Nobelpreis“-Träger im Namen und zwei in der Belegschaft jedenfalls bisher zu erfüllen.