

Die Anleger stehen im Mittelpunkt

Der Zug in der Bankenszene bewegt sich in Richtung eines Nachfragemarktes, und das ist gut so, weil die Anbieter sich vermehrt über Kompetenz profilieren können. Die Zeiten gehen zu Ende, wo es genügte, der Kundschaft Angebote zu unterbreiten, die von einer 50

Jahre alten, nie revidierten Finanzmarkttheorie abgeleitet wurden. In Zukunft werden sich die Topanbieter mit der Entwicklung in der Wissenschaft auseinandersetzen haben, um immer auf dem neuesten Stand befindliche praktische Applikationen anzubieten.



Von Alfons Cortés
Advisor to the Board
LGT Capital Management AG
Vaduz und Pfäffikon / SZ

Die neueste Entwicklung in der Finanzwissenschaft ist *Behavioral Finance*. Obwohl sie in den USA vor rund einem Vierteljahrhundert als selbständige wissenschaftliche Forschungsrichtung entstand, findet sie in Europa erst seit Vergabe des Nobelpreises für Wirtschaftswissenschaften im Jahre 2002 an einen ihrer Begründer, Professor Daniel Kahneman, weitverbreitete Beachtung. Ein Team von Experten befasst sich in der LGT jedoch seit zehn Jahren mit der Thematik.

Oft ist zu hören, Behavioral Finance befasse sich mit der Seele der Anleger. In Wirklichkeit hat Behavioral Finance nichts mit der Seele zu tun, sondern mit Informationsbeschaffung und -verarbeitung, Erwartungsbildung und Ent-

scheidung in einem von Meldungen überfluteten und stetem Wandel unterworfenen, von Ungewissheit gekennzeichneten Umfeld. Börseninformationen werden grundsätzlich auf zwei Ebenen analysiert. Die eine befasst sich mit den zugrundeliegenden volks- und betriebswirtschaftlichen Daten, die andere mit deren vermuteten Wirkung auf die Handlungsweise der Marktteilnehmer. Letzteres ist die Domäne der Behavioral Finance. Um auf diesem Gebiet analysieren zu können, braucht es in erster Linie viele und über mehrere Zyklen reichende Preiszeitreihen und Ableitungen davon sowie die Kenntnis der einschlägigen Individual- und Sozialpsychologie zu ihrer Interpretation. In einem gewissen Sinne sind Preiszeitreihen mit Notentexten vergleichbar. Die Partitur der Appassionata beispielsweise tönt nicht. Wenn sich aber Alfred Brendel an den Flügel setzt und die Appassionata spielt, bringt er sie zum Klingen. Und wie! Tut Maurizio Pollini dasselbe, tönt sie auch wunderbar, aber anders. Die Zuhörerschaft versteht gleich, dass beide die Partitur der Appassionata interpretieren, gleichzeitig aber nimmt sie die Verschiedenheit wahr, mit der die beiden grossen Künstler den identischen Notentext verstehen.

Warum sollen Preiszeitreihen an der Börse eine Rolle spielen? Weil das Verhalten der Anlegerschaft stark von der Kurshistorie beeinflusst wird. Dies liegt daran, dass alle, die sich als Investoren oder Beobachter an der Börse beteiligen, in irgendeiner Weise von den Kursverläufen betroffen sind. Jene, die richtigliegen, neigen dazu, die Bedeutung ihres Wissens für ihren Erfolg zu überschätzen, und jene, die falschliegen, neigen mit der Zeit dazu, die Meinungen der Erfolgreichen ziemlich kritiklos zu übernehmen. Daraus entstehen sich selbst verstärkende Prozesse, die zu der bekannten

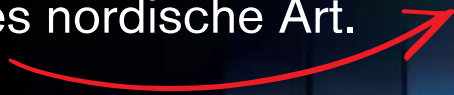
Erscheinung führen, dass die Kurse signifikant und für lange Perioden von den vernünftigerweise annehmbaren zugrundeliegenden Werten abweichen. Diese Problematik bewirkt, dass wesentliche Variablen bei der Formulierung der Anlageziele klammheimlich, d.h. ohne dass ein bewusst getroffener Entscheid zugrunde liegt, einem Wandel unterliegen. Beeinflusst durch die Hausse, antworteten beispielsweise die meisten Befragten Ende 1999 auf die Frage, ob sie sich als lang- oder kurzfristige Anleger verstehen, dass sie langfristig orientiert seien. Gefragt, was sie unter langfristig verstehen, nannten sie Zeitspannen von fünf bis zehn Jahren. Je länger die Baisse andauerte und je akzentuierter sie ausfiel, um so mehr verkürzte sich die Betrachtungsperiode «langfristiger» Investoren auf nur wenige Wochen. Dadurch verändert sich die Risikotoleranz dummerweise gerade invers zum Risikoprofil der Märkte und verschärft die selbstreferenziellen Prozesse.

Der Mensch denkt – die Börse lenkt
Kurse sind das unbeabsichtigte Ergebnis der beabsichtigten Handlungen von Abertausenden von Menschen. Jeder handelt für sich, um selbstgesteckte Ziele aus einer situativen Logik heraus zu erreichen. Alle vollziehen ihre Handlungen bewusst und willentlich, niemand jedoch kann die tatsächlichen Markträumungspreise gezielt herbeiführen. Indem diese mit einem Zufälligeitscharakter versehenen Ergebnisse Betroffenheit auslösen, beeinflussen sie die Wahrnehmung aktueller Ereignisse und die daraus folgende Bildung von Erwartungen und Handlungen. Nachrichten würden anders interpretiert werden, wenn der Dax beispielsweise die rund 4100 Punkte Ende 2003 anders erreicht hätte als durch einen Absturz von 8136 auf 2188 und einer anschliessenden Erho-

Alfons Cortés in Zürich
20. Internationale Kapitalanleger-
Tagung, 25. – 26. Januar 2005
www.zfu.ch/pdf/kap.pdf

Früh erkennen, was sich glänzend entwickelt.

So ist es nordische Art.



Jetzt informieren!
www.nordea.ch
Oder fragen Sie Ihren
Anlageberater

Entwicklungschancen rechtzeitig wahrnehmen – durch den bewährten Nordea Value-Ansatz.

Wir folgen nicht den Börsentrends, sondern unserem eigenen Analyseprozess. Deshalb erkennen unsere Fondsmanager frühzeitig, welche Unternehmen wahre Werte darstellen.

Nordea 

Investment Funds

lung auf 4100. Wären solche Bewegungen nicht weltweit zu beobachten gewesen, würden wiederum andere Erwartungen aus der aktuellen Nachrichtenlage entwickelt werden, als dies der Fall ist. In diesem Sinne ist das Diktum «Der Mensch denkt – die Börse lenkt» zu verstehen.

Wer gewinnt?

In einem Nachfragemarkt profitieren jene, die den Qualitätswettbewerb für sich entscheiden können. Qualität besteht darin, dass man dank der Behavioral-Finance-Forschung Dinge weiss, die man noch vor wenigen Jahren nur vermuten konnte, wie z.B., dass es Diskrepanzen gibt zwischen der individuellen und der sozialen Rationalität. Heute ist es wissenschaftlich einwandfrei belegt, dass es keinen Sinn macht, Börsenkurse mit den Wirtschaftsdaten in Zusammenhang zu bringen und dann darüber zu richten, ob sie rational sind oder nicht. Dieser Zusammenhang sagt nichts darüber aus, ob es für die Indivi-

duen rational ist oder war, sich an selbstverstärkenden Prozessen à la hausse oder à la baisse zu beteiligen. Natürlich war es das, unabhängig davon, ob sich auf aggregierter Ebene ein ökonomisch rationales Ergebnis einstellt oder nicht. Daraus ergeben sich einschneidende Konsequenzen, von der Beratung bis zur Gestaltung von Produkten und zur Ausübung von mit Verwaltungsvollmachten ausgestatteten Mandaten, und sie sollten sich auch bei der Vertragsgestaltung und im Aufsichtsrecht bemerkbar machen.

«Qualität» im Banking wird immer das Ergebnis von Integrität und Kompetenz sein, und Kompetenz kann sich nicht auf den Lorbeeren ausruhen. Wie schon gesagt ist nur kompetent, wer die wissenschaftliche Entwicklung kennt und es versteht, sie in die Praxis umzusetzen.

Navigieren statt prognostizieren

Prognosen sind an der Börse grundsätzlich nicht möglich. Es ist nieman-

dem gegeben, im voraus die Handlungen von Millionen von Menschen zu kennen, die zu einem Ergebnis auf kollektiver Ebene führen. Möglich hingegen ist die Navigation. Instrumente zur Navigation sollen Parameter setzen, um systematisch und diszipliniert Präferenzen und ihre Veränderungen zu erkennen und um überprüfen zu können, ob bezogene Positionen verändert werden müssen, weil sie mit den Präferenzen der tonangebenden Gruppen in den Märkten und der zu erwartenden Entwicklung dieser Präferenzen nicht übereinstimmen. Die Verfahren, die bestimmend sind für die Festlegung von Entscheidungsparametern, müssen selbstverständlich permanent hinterfragt und verbessert werden. Diese Parameter sind nicht Selbstzweck, sondern haben immer die Zielvorgaben zu erfüllen, ob diese nun auf eine relative Performance oder auf eine nominelle (absolute) Performance lauten. Und das gilt selbstverständlich für jede Marktphase. ■