

# Behavioral Finance ist ungenügend

Systemtheorie zeigt Beziehungen im Finanzmarkt – Kommunikation verbindet Investor, Unternehmen, Umfeld

Von André Wuerth und Sara Poget

Mit den massiven Kursverlusten der Aktienbörsen in den Jahren 2000 bis 2002 haben die Finanzindustrie und die nachgelagerte Akademie fiebrig nach alternativen Modellen für die Vermögensverwaltung (Asset Management) gesucht. Gefunden haben sie u. a. die Theorie der Behavioral Finance. Sie will die Lücke zwischen dem neoklassischen Modell des rationalen Investors und den Beobachtungen an den Märkten schliessen, ist aber nur eine Teiltheorie. Die weitere Suche ergibt, dass die Systemtheorie der Komplexität der Finanzmärkte besser gewachsen ist.

Nach der Baisse im Jahr 2000 begannen Finanzmarktökonominnen mit klassischer Ausbildung, Naturwissenschaftler und Privatbanker, sich in Psychologie zu üben. Zusätzlich motiviert wurden sie durch den Nobelpreis 2002 in Ökonomie, der einem Psychologen verliehen wurde, der das Gewinn-Verlust-Verhalten auf der Ebene des Individuums studiert und in der Tat nützliche Resultate geliefert hatte.

## Als Teiltheorie zu reduziert

Aus einer Mischung von Ohnmacht, Aktivismus, Profilierung und Verzweiflung hielten sich Vermögensverwalter, Banken und Teile der Akademie am berühmten Strohalm fest, und Behavioral Finance wurde zur vermeintlichen Medizin hochstilisiert. Seit 2003 erzielen nun die Finanzmärkte wieder Gewinne, und Asset-Manager, die mit Behavioral Finance zu arbeiten versuchen, geraten unter Druck.

Behavioral Finance ist eine Teiltheorie, denn sie beschränkt sich überwiegend auf das Individuum und ist somit sozialwissenschaftlich der Mikroebene zuzuordnen. Aspekte wie Angst, Gier, Erwartungen, Meinungen, Hoffnungen von Investoren, Analysten, Händlern und Konzernchefs kommen hier zum Tragen.

Analysiert werden das Gewinn-Verlust-Verhalten und andere Handlungsweisen wie Endowment-Effekt, Sunk-Cost-Effekt, Allais-Paradox, Anchoring, kurzsichtiges Verhalten und Home Bias (Übergewicht von Anlagen im Heimatland). Damit ist aber vom Verhalten der Finanzmärkte nur ein (geringer) Teil abgedeckt. Der Einbezug von mindestens zwei weiteren Strukturebenen ist unumgänglich, um Finanzmärkte in etwa zu fassen.

## Muster des Agenda Setting

Eine zweite Strukturebene, die je nach Definition von Behavioral Finance nicht abgedeckt wird, ist der Makrobereich. Dort geht es um regelmässig veröffentlichte Wirtschaftsdaten wie Bruttoinlandsprodukt (BIP), staatliches Budget, Detailhandelsumsatz, Industrieproduktion, Konsumentenvertrauen, Teuerung, Arbeitslosigkeit, Zinspolitik und Quartalsergebnisse von Unternehmen – neben politischen Einflussfaktoren, die in der Regel ebenfalls als massenmediale Inszenierung wahrgenommen werden.

In der Kommunikationswissenschaft gibt es für diese Art veröffentlichter Kommunikation einen Begriff, der die Medienwirkung vortrefflich – und empirisch solide erhärtet – auf den Punkt bringt: Agenda Setting. Nachrichtenagenturen wie Reuters und Bloomberg sowie nachgelagerte Publikationen sind stark im Setzen von Themen im veröffentlichten Raum. Was die Finanzmarktakteure aber aus diesen Informationen machen, entzieht sich den massenmedialen Kanälen.

Agenda Setting läuft nach kommunikationswissenschaftlich empirisch etablierten Nachrichtenwerten ab. Die Selektion richtet sich nach industriellen und wettbewerbsorientierten Kriterien in Bezug auf Ereignis-, Werbe- und Rezipientenmarkt.

Diese massenhafte Re-Konstruktion von Wirklichkeit läuft täglich und vielschichtig ab. So gelangen marktbelegende Informationen überwiegend in geplantem, systematischem Muster an die Finanzmärkte. Muster des Agenda Setting sind deshalb gerade im Bereich der Finanzmarkt-kommunikation ausgeprägt zu beobachten. Dies steht in deutlichem Unterschied zu anderen unberechenbaren Kommunikationssystemen.

Die dritte und letzte Strukturebene, die wie der Makrobereich kaum von Behavior-



Anleger verhalten sich nicht immer rational. Die Theorie der Behavioral Finance untersucht deshalb Herdenverhalten: Investoren entscheiden oft gleich und blicken alle in dieselbe Richtung, selbst wenn aus einer anderen Ecke Ungemach droht. BILD: KEYSTONE ONLINE

ral Finance berücksichtigt wird, ist die Mesoebene. Dort geht es um externe und interne Unternehmenskommunikation (Corporate Communication): Investor Relations, Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions; M&A), Börsengang (Initial Public Offering; IPO), Produktwettbewerb, Aufträge (auch entgangene), Marktanteil, Absatz, Vergleich in der Peer-Gruppe, Restrukturierung, Gewinnwarnung sowie Änderung des Ratings.

Einige Unternehmen pflegen dabei ihre emittierten Wertpapiere, andere vernachlässigen sie. Unternehmenskommunikation kann, Nachrichtenwerten folgend, Finanzmärkte kurzfristig bewegen, wobei Aspekte von Konservatismus zu beobachten sind, was sich in Unter- oder Überreaktion niederschlagen kann.

Aber auch interne Kommunikation ist von Relevanz, sie äussert sich z. B. in der Definition der Rolle von Analysten, in der Entlassung oder Einstellung des Konzernchefs oder des Verwaltungsrats sowie in Volumenvorgaben, Boni, Incentives, Karrieren und Mobbing. Die Binnenrationalität eines Unternehmens konditioniert sowohl interne als auch externe Kommunikation.

## Kommunikation verbindet

Das Ziel des Asset Management ist Rendite (Performance), und zwar nicht langfristig, sondern kurzfristig, in der Regel pro Quartal. Diese Kurzfristigkeit kommt dem Individuum in geradezu existenzieller Weise entgegen. Das zeigen Physiologie, Neuropsychologie und Prospect-Theorie im Rahmen von Forschungsergebnissen zu menschlichen Entscheidungsanomalien sowie vor allem die Lerntheorie empirisch reichlich und vielschichtig.

Untersuchungen aus diesen Forschungsgebieten mit ihrem jeweils spezifischen Ansatz führen zum Befund, dass der Mensch viel stärker abdiskontiert, als es nach öko-

nomischem Kalkül der Fall sein sollte, und dass er tendenziell kurzfristig einlösbare Belohnungen solchen für eigentlich rationales Verhalten in ferner Zukunft vorzieht. Entsprechend findet sich in der Praxis das (Zwangs-)Sparen in der zweiten und der dritten Säule oder im Spar-schwein, das für die Verwendung des Inhalts zerstört werden muss.

Um des Weiteren kongruent mit menschlichem Verhalten zu sein, sollte die Performance absolut, also immer positiv, sein und besser als der Referenzindex (Benchmark). Diese Zielvorgabe erzwingt einen Ansatz, der – soll er den Realitäten an den Finanzmärkten in etwa gerecht werden – die drei Strukturebenen Mikro (Individuum), Meso (Unternehmen) und Makro (Gesellschaft) durch ein elementar soziales Phänomen, nämlich Kommunikation, verbindet. Wird das Verhalten an Finanzmärkten hingegen auf die Mikroebene reduziert, können für das Asset Management keine nachhaltigen Schlüsse gezogen werden, denn zu viele Aspekte bleiben ausgeblendet.

## Interaktionen von Menschen

Voraussetzung für ein nützliches Asset Management ist die Einsicht in zwei Gegebenheiten: Erstens sind Finanzmärkte keine Besonderheit, deren mit komplexer Mathematik Herr zu werden ist. Zweitens sind Finanzmärkte Sozialsysteme wie Medien-, Politik- und Bildungssysteme sowie Unternehmen, Spitäler, Handelsabteilungen in Banken, Familien, Universitäten, Fakultäten und Parlamente.

Das Fazit lautet: Es geht um Interaktionen von Menschen – materiell wird nichts produziert. Das Medium der Interaktion sind Codes und damit Kommunikation. Nun braucht es dazu noch eine Theorie, denn nichts ist so praktisch wie eine gute Theorie, die einer solchen Komplexität

gewachsen ist. Sie heisst Systemtheorie (vgl. Textkasten).

Genau hier setzt die praktische Vermögensverwaltung an. Im System Finanzmärkte bestehen zahlreiche Relationen: Angst, Gier, Erwartung, Meinung, Hoffnung, Corporate Communication, M&A, Gewinnwarnung, Teuerung, Arbeitslosigkeit und Zinspolitik. Diese Relationen sind zu reduzieren.

Das geschieht mit strategisch plaziertem Verzicht, mit Entlastung, Abstraktion und Spezifikation, im Rahmen der drei Strukturebenen Mikro (Investor, Akteur), Meso (Unternehmen, institutionelle Anleger) und Makro (Politik, Kultur, Zinsen, Energie, Macht). Für die Performance entscheidend ist die Berücksichtigung der Kommunikationsprozesse und der Aggregate daraus.

## Langfristig sind wir alle tot

Im Rahmen der Strukturierung von Finanzmärkten als Kommunikationssysteme ist noch eine abschliessende und gewichtige Dimension beizufügen, denn es tut gut, wenn man in Modellen und Theorien vor allem ihre Mängel kennt. Der Systemtheorie fehlt die Zeitdimension. Wird der Kommunikationsansatz nun also noch durch die Dimension Zeit vervollständigt, so kann der Vermögensverwalter an den Finanzmärkten performanceorientiert proaktiv agieren. Die dabei ablaufenden Kommunikationsprozesse sind bekannt und sind von der Wissenschaft in zahlreichen empirisch gut erarbeiteten Befunden erhärtet worden.

Das Konzept ist im Tagesverlauf (Intraday), von Tag zu Tag, über eine Woche, für mehrere Wochen und für Jahre nutzbar. Das Verhalten wird permanent auf den drei Strukturebenen beobachtet und systematisch in Performance umgemünzt.

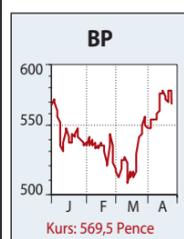
Dabei geht es um zwei Punkte: Erstens sind die markttreibenden Relationen zu erkennen (Selektion) und zu gewichten (Attribution). Zweitens muss man sich im Klaren darüber sein, dass die präzisesten Relationen im Intraday-Handel sowie von Tag zu Tag, die unspezifischsten dagegen in Jahresperspektiven liegen. Je länger der prospektive Zeitraum, desto trivialere sind die Relationsbewertungen.

Im Zeitraum Intraday und der unmittelbar bevorstehenden Wochen kann – unter Berücksichtigung der vergangenen Wochen – hingegen auf ausgeklügelte Relationen aller drei Strukturebenen abgestellt werden. Das ermöglicht es, die Benchmark kontinuierlich zu schlagen und eine absolute Performance zu erzielen.

André Wuerth und Sara Poget, AS Asset Services, Neuchâtel-Auvornier. Dr. André Wuerth ist mit einer Nationalfondsstudie promovierter Kommunikationswissenschaftler und Systemtheoretiker und lehrt «Finanzmärkte als Kommunikationssysteme» an den Universitäten Zürich und Genf.

# Tieferer Ölpreis belastet BP

Umsatz und Gewinn fallen



Dem britischen Ölmulti BP ist es im ersten Quartal nicht gelungen, den tieferen Ölpreis durch höhere Raffineriemargen auszugleichen. Per Ende März sank der für die Rentabilitätsbeurteilung ausschlaggebende Gewinn auf Basis der Wiederbeschaffungskosten im Vergleich zum Vorjahresquartal 17% auf 4,36 Mrd. \$. Der Umsatz fiel ebenfalls und zwar 3% auf 63 Mrd. \$. Das Ergebnis fiel damit leicht schwächer als die Prognosen aus.

BP hat je Fass 41.06 \$ verdient, was 7% unter dem Vorjahreswert liegt. In der amerikanischen Raffinerie Texas City, in der 2005 ein folgenschwerer Brand (15 Todesopfer) wütete, werden mittlerweile wieder 245 000 Fass Öl pro Tag gefördert. Bis Ende Jahr sollen es 400 000 sein. Probleme hat BP im US-Bundesstaat Indiana, wo ein Grossschaden im Stromnetz zur Halbierung der Produktion auf 200 000 Fass pro Tag geführt hat.

Nachdem die Aktien BP in den vergangenen fünf Wochen 13% zugelegt hatten, spricht das eher enttäuschende Quartalsergebnis auf kurze Sicht gegen weitere Avancen. Am Dienstag büsst die Titel rund 1% ein. Das Resultat von BP lässt für die Abschlüsse der Konkurrenz keine grossen Erwartungen aufkommen. Am Mittwoch präsentiert Conoco Phillips die Quartalszahlen. Exxon Mobil folgt am Donnerstag, Royal Dutch Shell am 3. und Total am 4. Mai.

JS, London

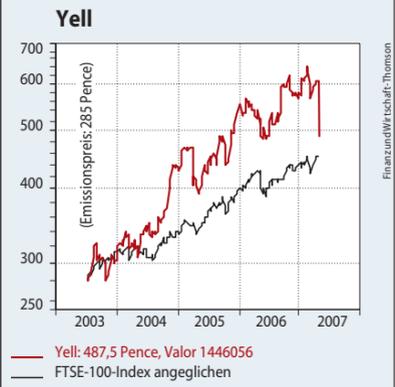
# Yell leidet im US-Markt

Zu viele Adressverzeichnisse

Die Aktien des führenden britischen und spanischen Adressverzeichnisanbieters Yell erlitten am Dienstag den grössten Tagesverlust in ihrer knapp vierjährigen Börsengeschichte. Durch den Kurssturz um über 20% lösten sich fast 1 Mrd. £ (2,4 Mrd. Fr.) der Kapitalisierung von jetzt noch 3,8 Mrd. £ in Luft auf. Auslöser war die Meldung der Gesellschaft, in den USA habe sich der Wettbewerb verschärft. Yell, die bisher grosse Hoffnungen auf den amerikanischen Markt setzte, rechnet dort für das laufende Geschäftsjahr (per Ende März 2008) nur noch mit einer Umsatzsteigerung von 3% aus eigener Kraft.

Das US-Geschäft steuert ungefähr die Hälfte zu den Konzerneinnahmen bei und ist damit noch wichtiger als die Aktivitäten in Grossbritannien und in Spanien, wo Yell 2006 für 3,07 Mrd. € die ehemalige Telefónica-Tochter TPI übernahm. Yell hat sich in den vergangenen Jahren durch Akquisitionen in den USA sukzessive verstärkt und dominiert inzwischen über 60% des von telecomabhängigen Anbietern abgedeckten Adressverzeichnisgeschäfts. In jüngerer Zeit haben aber auch die grossen Telefonkonzerne wie AT&T das Geschäft mit den Gelben Seiten neu entdeckt, sodass es in diesem Markt zunehmend eng wird. Wann die von Yell erwartete Marktberreinigung einsetzt, ist unklar. Anleger warten angesichts dieser Unsicherheit besser ab, zumal auch Suchmaschinen – allen voran Google – in das früher sehr lukrative Adressverzeichnisgeschäft drängen. DF

Das Konzept ist im Tagesverlauf (Intraday), von Tag zu Tag, über eine Woche, für mehrere Wochen und für Jahre nutzbar. Das Verhalten wird permanent auf den drei Strukturebenen beobachtet und systematisch in Performance umgemünzt.



## Beziehungen statt Vorgaben

Systemtheorie ermöglicht dem Vermögensverwalter, sich von irreführendem Reiz-Reaktions-Verhalten (Stimulus-Response) zu lösen, also sein Framing, d. h. seine Stereotypisierung abzubauen. Teiltheorien, und hierzu sind auch die klassischen Finanzmarkttheorien wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM) und die Effizienzmarkthypothese (EMH) zu zählen, gehen von gegebenen Strukturen aus, darunter werden Funktionen gesetzt. Das bedeutet, dass die vier strukturellen Grundprobleme jedes Sozialsystems (Umweltanpassung, Zielverwirklichung, Integration sowie Strukturhaltung) und damit auch der Finanzmärkte im Voraus festgelegt sind. Es stellt sich die Frage: Welche Leistungen sind funk-

tional, damit diese vier Grundprobleme des Systems gelöst werden können, und welche Leistungen sind dysfunktional, d. h., das System bricht zusammen?

Exakt von diesem Stimulus-Response-Denken verabschiedet sich die wohl modernste und auch bahnbrechendste sozialwissenschaftliche Theorie, die Systemtheorie. Sie löst sich von Strukturen (vorgegeben) und Prozessen (Reaktionen darauf) und unterstreicht Relationen, also Beziehungen. Die Umwelt wird von einem vorgegebenen zu einem grundlegenden Faktor für das System. Sie entwickelt eine über die Zeit variable Eigenkomplexität, die die systemerhaltenden Reaktionen ermöglicht, um in der wechselhaften Umwelt zu existieren. AW/SP