

Editorial: Finanztheorie und Finanzpraxis – Ein Kurzüberblick

Im Folgenden wird ein kurzer Überblick gegeben über den Stand der Finanzmarktforschung in der Schweiz und über die Bedeutung und den Einfluss dieses Forschungszweiges auf die Schweizer Anlage- und Finanzpraxis der letzten zehn Jahre.

Die Symbiose von Finanztheorie und -praxis

Der praktischen Anwendbarkeit theoretischer Erkenntnisse kommt insbesondere in der Finanz- und Finanzierungstheorie eine erhebliche Bedeutung zu, da gerade in diesem Gebiet auch die beste Theorie nichts nützt, wenn sie keine praktischen Konsequenzen hat. Die Finanz- und Finanzierungstheorie ist ein Produkt der Sozialwissenschaften, und Grundlagenforschung in den Sozialwissenschaften ist zwar interessant, sollte aber nicht überbetont werden. Dies war eine der Maximen, die zur Zeit der Gründung der Schweizerischen Gesellschaft für Finanzmarktforschung (SGF) vor zehn Jahren für deren Gründungsväter von Bedeutung war.

In diesen zehn Jahren ist sehr viel geschehen. Und zwar sowohl im theoretischen Bereich als auch in der praktischen Anwendung finanztheoretischer Prinzipien. Mit der praktischen Anwendung sind

aber nicht nur die Finanzierungspraktiken oder die Prinzipien der finanziellen Führung unserer Unternehmen gemeint – in diesem Bereich ist es nämlich vielerorts noch nicht so weit her mit neueren Konzepten –, gemeint sind vielmehr (oder vielleicht insbesondere) die Angebote an Kapitalmarkt- und Finanzierungskursen oder gar entsprechenden Abschlüssen an unseren Hochschulen. Letztlich werden *diese* nämlich längerfristig den entscheidenden Einfluss auf die Art und Weise der Unternehmensfinanzierung und auf die Art und Weise des Anlagemanagements in der Schweiz haben. Und immerhin gehört das Anlagemanagement mit zu den Kernkompetenzen dieses Landes. Weil wir in den letzten 10 Jahren dem Zusammenbringen von Theorie und Praxis nicht zuletzt in der SGF-Zeitschrift „Finanzmarkt und Portfoliomanagement“ soviel Gewicht beigemessen haben, schmerzen Kommentare über den theoretischen Standard der Zeitschrift im Sinne von: „Dieses theoretische Zeug spielt ja eh keine Rolle!“ ein wenig. Insbesondere sind sie aber wohl angesichts der grossen Erfolge der Integration theoretischer Erkenntnisse in die Praxis auch nicht ganz gerechtfertigt.

Die Finanztheorie und die Finanzpraxis leben in der Schweiz in einer ausserordentlich fruchtbaren Symbiose zusammen. In zahlreichen Ländern Kontinentaleuropas wird die Schweiz diesbezüglich geradezu als Modellfall betrachtet. Dass die Schweiz zu einer solchen Qualifikation kommt, ist

* Der vorliegende Text ist die schriftliche Fassung eines Referates gehalten an der Jubiläumsveranstaltung der Schweizerischen Gesellschaft für Finanzmarktforschung.

nicht zuletzt auf die Arbeit der SGF zurückzuführen.

Der Stand vor zehn Jahren

Was war der Stand der Finanzmarktforschung in der Schweiz vor zehn Jahren?

An den meisten Universitäten beschränkte sich die Theory of Finance auf irgendeinen Kurs in Unternehmensfinanzierung, der einem das Unternehmensfinanzierungs-Handwerk im Rahmen der Betriebswirtschaftslehre beizubringen versuchte, und dessen grösste theoretische Verästelungen vielleicht in den Modigliani-Miller Theoremen gipfelten. Dieses Urteil mag vielleicht etwas pauschal erscheinen, gab es doch bereits einzelne Kurse in modernen theoretischen Ansätzen, doch die entsprechenden Studienrichtungen oder -abschlüsse fehlten in der Schweiz noch völlig. (Am Rande sei erwähnt, dass solche natürlich auch heute noch an einzelnen Universitäten fehlen, doch muss dieses Spezialgebiet wohl auch nicht an jeder Schweizer Ökonomiefakultät angeboten werden: auch hier würde sich vielleicht eine Konzentration einzelner Universitäten auf ihre Kernkompetenz aufdrängen !?).

Eine der wichtigsten theoretischen Erkenntnisse, die in den letzten zehn Jahren ihren Weg in die Praxis gefunden hat, ist die Theorie effizienter Märkte. Dies war ein Thema, das in der Praxis zunächst eher ins Gebiet der wissenschaftlichen Esoterik abgetan wurde. Vor zehn Jahren wurden bei den Banken im Bereich des Brokerage beispielsweise in grossem Stil Research-Abteilungen aufgebaut, die mehr zum Ziel hatten, Kommissionen zu generieren, als wirklich etwas für den Kunden zu tun. An einzelnen Orten waren natürlich aber schon damals die Kämpfe zwischen den Research-Abteilungen des Anlagegeschäftes, die eher in den Bereich des Quantitativen Research gingen, und dem Brokerage bzw. den Kapitalmarkt-Abteilungen, die vor allem an den Plazierungen von Kapitalmarkttransaktionen Interesse hatten, in vollem Gange.

Ansonsten waren aber die Überlegungen im Sinne der modernen Finanztheorie an einem kleinen Ort angesiedelt: Die Eigenkapitalkosten waren mit der Dividendenrendite zu messen, der beste Finanzchef war derjenige, der jährlich eine Kapitalerhöhung durchführte, weil das die Dynamik der Unternehmung bewies und die Banken plazierten Kapitalerhöhungen sowieso wie warme Semmeln. Optionen bzw. die entsprechenden Theorien waren eben erst dem Lehrbuch entstiegen, und Agency Theorien wurden eher in den Bereich der Geheimdienst-Literatur abgeschoben als in die Etage der Geschäftsleitung.

Die Pfeiler der Finanzökonomie

Mit dieser mehr zufälligen Auflistung wurde bereits eine Art Grobeinteilung in die Gebiete vorgenommen, die – auch entsprechend der frühen Arbeit von JENSEN und SMITH aus dem Jahre 1984 – die wesentlichen Pfeiler der Finanzökonomie darstellen.

Kurz zusammengefasst, sind dies:

- Die **Theorie des effizienten Marktes**, d.h. Theorien zur Analyse des Preisverhaltens in spekulativen Gleichgewichtsmärkten.
- Die **Portfolio-Theorie**, d.h. die zahlreichen Theorien zur Bildung von Portfoliostrukturen.
- Die **Asset Pricing Modelle**, d.h. die theoretischen Ansätze zur Bewertung risikobehafteter Aktiva (wozu natürlich auch ganze Unternehmungen gehören).
- Die **Optionspreis-Theorie** zur Bewertung von Eventualforderungen.
- Die **Agency-Theorien**, die Anreizstrukturen und Konfliktsituationen in vertraglichen Vereinbarungen analysieren.

Viele dieser Ansätze befanden sich vor 10 oder 15 Jahren in der Schweiz entweder noch in den Kinderschuhen oder waren überhaupt noch nicht richtig auf der Welt. Die Förderung dieser Ansätze war die Triebfeder zur Gründung der SGF.

Der heutige Stand

Wo stehen wir heute? Was das Studiengebiet Finanzmarkttheorie betrifft, so ist die Theory of Finance in irgendeiner Art und Weise heute in den Lehrplänen jeder Schweizer Universität integriert. Dies geschieht zwar nicht überall gleich systematisch und konsequent, doch wird heute jeder Absolvent eines volks- oder betriebswirtschaftlichen Studiums mit den Prinzipien der Finanzökonomie und den Prinzipien der finanziellen Führung konfrontiert. Mit der zunehmenden Durchdringung der Wirtschaft mit Leuten, die mit den theoretischen Finanzansätzen vertraut sind, werden diese dann mehr und mehr auch in der Praxis relevant. Wie steht es nun aber mit den oben definierten Stützpfeilern und ihrer Bedeutung in der heutigen Praxis?

Die Theorie des effizienten Marktes

Die **Theorie des effizienten Marktes** hat sich in Theorie und Praxis ohne Zweifel als das herrschende Basismodell für das Preisverhalten auf Spekulationsmärkten durchgesetzt. Allerdings wird auch dieses Modell, wie viele Modelle, immer wieder überstrapaziert. Natürlich sind Überschussgewinne an den Finanzmärkten möglich, und natürlich gelingt es einzelnen Marktteilnehmern immer wieder, exzessive Erträge zu generieren. Aber grundsätzlich ist es wohl richtig, davon auszugehen, dass die Preise auf hochorganisierten Märkten in jedem Zeitpunkt jegliche relevante Information enthalten, und dass es keine risikolosen Spekulationsstrategien gibt. Die Tatsache, dass praktisch alle Mitglieder der Schweizerischen Gesellschaft für Finanzmarktforschung, die ihrerseits ja teilweise sogar als Protagonisten im Erforschen des Preisverhaltens auf den Finanzmärkten gelten, immer noch ihr Geld dadurch verdienen, dass sie einer geregelten Arbeit nachgehen (müssen), ist wohl zumindest auch ein Hinweis für die Richtigkeit der Effizienzthesen.

Die Portfolio-Theorie

Bei der **Portfolio-Theorie** ist es wohl nicht übertrieben, von einem veritablen Siegeszug in der Anlagepraxis zu sprechen. Bekanntlich haben ja in den letzten zwei Jahren auch die Schweizer Grossbanken gemerkt, dass im Private Banking und im Asset Management eine der wesentlichsten und wohl im Augenblick auch noch profitabelsten Kernkompetenzen des Finanz- und Bankenplatzes Schweiz liegt. Hier ist aber die Kenntnis und die Implementierung der Grundlagen der Modernen Portfoliotheorie von ausschlaggebender Bedeutung, um im globalen Wettbewerb um die weltweiten Anlagegelder einigermaßen mithalten zu können. Die Zeiten der „windfall profits“ wegen irgendwelchen regulatorischen oder fiskalischen Vorteilen des Finanzplatzes Schweiz gehen im Eilzugstempo ihrem Ende entgegen, und das Einzige, was dann zählt, ist Professionalität in der Anlageberatung und im Asset Management mit all seinen Verästelungen. Hier ist die Akzeptanz der obersten Führungsgremien der Schweizer Banken zur weiteren Implementierung moderner Anlagegrundsätze sehr weit fortgeschritten und auf gutem Weg; auch wenn man klar sehen muss, dass gerade im Gebiet des Asset Management die Konsequenzen des Durchsetzens moderner theoretischer Erkenntnisse vielleicht am radikalsten, gleichzeitig aber auch am komplexesten sind. Vielleicht ist es sogar richtig, Bruno MUELLER zu folgen, der in einem Artikel der Festtagsausgabe von „Finanzmarkt und Portfolio Management“ vermutet, dass auch die Theorie heute noch gar keine umfassende Lösung für die Probleme in der Anlageberatung liefert. Hier gibt es also noch einiges zu tun.

Die Asset Pricing Modelle

Auch die praktische Relevanz der verschiedenen **Asset Pricing Modelle** sollte nicht unterschätzt werden, auch wenn hier der Einfluss der Theorie auf die Praxis oft nur indirekt feststellbar ist.

Letztlich ist aber beispielsweise das Verständnis für den Unterschied zwischen systematischem und unsystematischem Risiko dafür verantwortlich, dass in den letzten fünf bis acht Jahren das Anlagefondsgeschäft in der Schweiz einen solch fulminanten Aufschwung erlebt hat. Viele kleinere Anleger haben in den letzten Jahren gemerkt, dass man mit dem Kauf einzelner Aktien Risiken eingeht, für die man nicht belohnt wird. Sie haben gelernt – nota bene viele von ihnen etwas spät –, dass ein diversifiziertes Portfolio im Normalfall von grösserem Nutzen ist als die Selektion einzelner Papiere aufgrund irgendwelcher „heisser“ Tips. In der Tat ist es heute ja so, dass sogar in den Inseraten für die Anlagefonds – also im Retail-Bereich – auf die methodischen Ansätze der Portfoliotheorie und des Capital Asset Pricing Modells zurückgegriffen wird. Allerdings sind solche Entwicklungen auch ein wenig zu relativieren, denn man muss sehen, dass mit den modernen Grundlagen der Theory of Finance gerade bei den Anlagehäusern schnell und gerne Marketing und Werbung betrieben wird. Wenn man nachher aber effektiv in die tägliche Arbeit des Portfoliomanagers hineinschaut oder die entsprechenden Portefeuilles analysiert, stellt man fest, dass von den modernen Ansätzen nicht mehr viel übrigbleibt. Nicht nur im Asset Management spielen aber die Asset Pricing Ansätze eine Rolle. Sie haben in den letzten Jahren das Verständnis für die Preisbildung bei riskanten Assets generell beeinflusst. Kaum jemand mehr spricht heute noch von *nicht* risiko-adjustierten Returns, und auch im Rahmen von Unternehmensbewertungen, d.h. im strategischen Management oder dem Merger & Acquisition Business, haben sich moderne Asset Pricing Ansätze nicht nur durchgesetzt, sondern sie haben das entsprechende Business geradezu geprägt.

Die Optionspreis-Theorie

Der nächste Stützpfiler ist die **Optionspreis-Theorie**. Auch hier ist es wohl nicht übertrieben, von einem veritablen Siegeszug innerhalb der An-

lage- und Finanzierungspraxis zu sprechen. Letztlich bildete die Optionspreis-Theorie ja die notwendige Bedingung für den Boom an Finanzinnovationen, den wir am Finanzplatz Schweiz in den letzten fünf Jahren gesehen haben. Die gegenseitige Befruchtung von Theorie und Praxis ist wohl in diesem Zweig der Finanzanalyse am augenfälligsten. Auch im Derivatebereich war der Boom der letzten Jahre nur möglich, weil die analytischen Grundlagen hinsichtlich Bewertung und Risikomanagement praktisch parallel mit den entsprechenden Produkten und Strategien entwickelt wurden. Weil aber in diesem Bereich Theorie und Praxis so nahe beieinander liegen und sich gegenseitig jeden Tag von Neuem befruchten, ist ein minimales Verständnis der finanzmarkttheoretischen Zusammenhänge sowie der modernen Technologie des Finanzmanagements eine notwendige Bedingung dafür, die entsprechenden Produkte und Strategien anwenden zu können. Und es ist leider eine Tatsache, dass uns die zahlreichen Unfälle, die wir auf diesem Gebiet in den letzten Jahren auch in der Schweiz erleben mussten, gelehrt haben, dass in vielen Fällen das Problem weniger bei den verwendeten Produkten oder Strategien lag, als vielmehr beim Know-How, der fehlenden Technologieausstattung und/oder der Fahrlässigkeit der zuständigen Verantwortungsträger.

Die Agency-Theorien

Schliesslich bilden die Grundlagen der sogenannten **Agency-Theorien** einen wichtigen weiteren Stützpfiler der modernen Theory of Finance. Bei diesen Ansätzen, denen ebenfalls bis vor kurzem – zumindest in Kontinentaleuropa – nur beschränkt Praxisrelevanz zugesprochen wurde, geht es darum, dass aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle von Unternehmensressourcen für die Unternehmung selbst bzw. für die Aktionäre reale Kosten entstehen können.

Die ganze Angelegenheit wird noch weiter kompliziert durch die unterschiedlichen Kapitalge-

bergruppen mit den unterschiedlichsten Interessenslagen und durch die Existenz mannigfacher sonstiger Anspruchsgruppen (Stakeholder) mit den unterschiedlichsten Kontrakten.

Welche Bedeutung diese Ansätze heute für die finanzielle Führung einer Unternehmung haben, zeigen die nicht mehr enden wollenden Diskussionen zum Problemkreis Shareholder vs. Stakeholder, oder wie es ordinär-journalistisch oft geschlagzeilt wird: Steigerung des Unternehmenswertes vs. Arbeitsplatzsicherheit. Als interessierter Beobachter und Betroffener muss man sagen, dass bei diesem Zweig der Theory of Finance im Augenblick der Nexus von der Theorie zur Praxis vielleicht noch am wenigsten offensichtlich ist. Tatsächlich bewegen sich die entsprechenden Diskussionen heute auf einem recht abstrakten Niveau, das gelegentlich geradezu philosophische Züge annimmt und offensichtlich in der breiten Diskussion grösstenteils völlig missverstanden wird. So ist es bezeichnend, dass die Grossdiskussion, die in den letzten Wochen beispielsweise in der Neuen Zürcher Zeitung über das Thema Shareholder Value geführt wird, mehrheitlich von Wirtschafts- und/oder Ethik-Professoren beherrscht wird, denen dann – gerade von gewerkschaftlicher oder sonstiger linker Seite – in guter alter sozialistisch/klassenkämpferischer Rhetorik entweder nachgeplappert oder aus grundsätzlichen Überlegungen widersprochen wird.

Hier gibt es also noch einiges zu tun, um die theoretischen Ansätze in die Praxis der finanziellen Führung unserer Unternehmungen überzuführen und dafür auch ein breites Verständnis zu finden. Aber vielleicht wird es auch hier – ähnlich wie früher teilweise im Optionenbereich – der Theorie gar nicht gelingen, das vollständige methodische Rüstzeug zu erarbeiten, bevor die Märkte, d.h. die globale Konkurrenz um den Faktor Kapital, die Unternehmungsleitungen in moderne Prinzipien der finanziellen Führung hineingezwungen haben. Und zwar unabhängig von den philosophischen Diskussionen, die die Theoretiker dannzumal wohl immer noch führen werden.

Wie geht es weiter?

Es ist zunächst einmal wichtig zu erkennen, dass die Einflüsse, die die Finanzökonomie in den letzten Jahren auf die Anlage- und Finanzierungspraxis in der Schweiz gehabt haben, nicht einfach Modeerscheinungen sind, die so schnell verschwinden, wie sie gekommen sind. Handelt es sich bei den oben kurz gestreiften Veränderungen doch nicht zuletzt um Entwicklungen, die auch durch die Deregulierungen und die Globalisierung der weltweiten Faktor- und Produktemärkte beeinflusst sind. Auch diese werden wir nicht rückgängig machen können, auch wenn wir oft das Gefühl haben, die schöne alte Zeit, sei halt doch etwas besser gewesen. Oder um Robert JEKER zu folgen: wir müssen die Vollkaskotalität der Hochkonjunktur über Bord werfen, denn ein Weiterleben in der Vergangenheit gibt es nicht. Das heisst, dass wir versuchen müssen, die neuen Zeichen der Zeit zu verstehen, weiterzugeben und zu implementieren.

Rückblick heisst Rückschritt, denn nur wenn wir – genauso wie unsere globale Konkurrenz – mit modernen Ansätzen nach vorne schauen, wird es uns gelingen, einen vernünftigen Teil des Kuchens im globalen Wettbewerb zu erhalten. Es besteht kein Zweifel, dass die Schweizerische Gesellschaft für Finanzmarktforschung auch in den nächsten 10 Jahren das ihrige zum Erreichen dieser Ziele beitragen wird.