



JAMES MONTIER

Die **PSYCHOLOGIE**
der **BÖRSE**

Der Praxisleitfaden für Behavioral Finance



FinanzBuch Verlag

James Montier

Die Psychologie der Börse

JAMES MONTIER

DIE PSYCHOLOGIE
der
BÖRSE

Der Praxisleitfaden für Behavioral Finance

FinanzBuch Verlag

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://d-nb.de> abrufbar.

Für Fragen und Anregungen:

montier@finanzbuchverlag.de

1. Auflage 2010

© 2010 FinanzBuch Verlag
Nymphenburger Straße 86
D-80636 München
Tel.: 089 651285-0
Fax: 089 652096

Original edition Copyright © by John Wiley & Sons Ltd. All rights reserved.

Authorised translation from the English language edition published by John Wiley & Sons Limited. Responsibility for the accuracy of the translation rests solely with FinanzBuch Verlag GmbH and is not the responsibility of John Wiley & Sons Limited. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyright holder, John Wiley & Sons Limited.

Die amerikanische Originalausgabe erschien 2007 unter dem Titel Behavioural investing bei John Wiley & Sons, Ltd.

Alle Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (durch Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Verlages reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme gespeichert, verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Übersetzung: Wolfgang Wurbs und Horst Fugger
Lektorat: Magdalena Brons
Korrektur: Hagen Thorn und Matthias Michel
Satz: Jürgen Echter, Landsberg
Druck: CPI-Ebner & Spiegel, Ulm

ISBN 978-3-89879-480-0

Weitere Infos zum Thema

www.financebuchverlag.de

Gerne übersenden wir Ihnen unser aktuelles Verlagsprogramm

INHALT

Vorwort	15
Vorwort	21
Danksagung	25

TEIL I: HÄUFIGE FEHLER UND GRUNDLEGENDE VOREINGENOMMENHEITEN	29
---	----

1. Emotion, Neurowissenschaft und Investieren: Anleger als Dopamin-Süchtige	31
SPOCK ODER MCCOY?	33
DER VORRANG DER GEFÜHLE	35
SELBSTBEHERRSCHUNG IST WIE EIN MUSKEL	45
KONSTRUIERT FÜR DAS KURZFRISTDENKEN	48
ALS HERDENTIER KONSTRUIERT	50
PLASTIZITÄT ALS RETTUNG	51
2. Halb Mensch, halb Affe	53
DIE VOREINGENOMMENHEITEN, DENEN WIR AUSGESETZT SIND	56
VOREINGENOMMENHEIT NR. 1: ICH WEISS ES BESSER, WEIL ICH MEHR WEISS	56
VOREINGENOMMENHEIT NR. 2: GROSS ≠ WICHTIG	61
VOREINGENOMMENHEIT NR. 3: ZEIG MIR, WAS ICH SEHEN WILL	63
VOREINGENOMMENHEIT NR. 4: KOPF WAR KÖNNEN, ZAHL WAR PECH	64
VOREINGENOMMENHEIT NR. 5: DAS HABE ICH MIR GLEICH GEDACHT	65
VOREINGENOMMENHEIT NR. 6: DAS IRRELEVANTE HAT WERT ALS SIGNAL	66

VOREINGENOMMENHEIT NR. 7: ICH KANN MIR DANACH, WIE ETWAS AUSSIEHT, EIN URTEIL BILDEN	69
VOREINGENOMMENHEIT NR. 8: ICH HABE DAS ANDERS IN ERINNERUNG	71
VOREINGENOMMENHEIT NR. 9: WENN SIE SAGEN, DASS ES SO IST, DANN MUSS ES WOHL STIMMEN	73
VOREINGENOMMENHEIT NR. 10: EIN VERLUST IST ERST DANN EIN VERLUST, WENN ICH IHN MACHE	76
SCHLUSSFOLGERUNGEN	84
3. Tun Sie mal etwas Ungewöhnliches	87
IMPACT BIAS	90
EMPATHIELÜCKEN	92
DIE URTEILSFEHLER BEKÄMPFEN	98
4. Gehirnschaden, Drogensüchtige und Tauben	103
5. Was haben Sekretärinnen, Papierkörbe und der Da Vinci Code gemeinsam?	115
6. Die Grenzen des Lernens	125
DER FEHLER DER SELBSTZUSCHREIBUNG: KOPF IST KÖNNEN, ZAHL IST PECH	133
RÜCKSCHAUFEHLER: ICH HABE ES DIE GANZE ZEIT GEWUSST	137
DIE TAUBEN SKINNERS	139
DIE ILLUSION VON KONTROLLE	141
VERZERRUNG DES FEEDBACK	143
SCHLUSSFOLGERUNGEN	147
 TEIL II: DIE PROFIS UND DIE URTEILSFEHLER.....	 149
7. Sich schlecht benehmen	151
DER TEST	153
DIE ERGEBNISSE	155
ÜBERTRIEBENER OPTIMISMUS.....	156
DIE BESTÄTIGUNGSTENDENZ	157
REPRÄSENTATIVITÄT	158
DER KOGNITIVE REFLEXIONSTEST (KRT)	161
VERANKERUNG	165

KEYNES SCHÖNHEITSWETTBEWERB	169
DAS MONTY-HALL-PROBLEM	173
SCHLUSSFOLGERUNGEN	175
TEIL III: DIE SIEBEN SÜNDEN DES	
FONDSMANAGEMENTS	177
8. Eine behavioristische Kritik	179
STADT DER SÜNDEN	181
ALTERNATIVE ANSÄTZE UND KÜNFTIGE RICHTUNGEN ...	187
SÜNDE 1: PROGNOSEN (STOLZ).....	189
9. Der Prognose-Unsinn:	
Ignorieren Sie alle Ökonomen, Strategen und Analysten.....	191
ZU GROSSES SELBSTVERTRAUEN ALS URSACHE	
SCHLECHTER PROGNOSEN	198
ZU GROSSES VERTRAUEN IN DAS EIGENE URTEIL	
UND DIE EXPERTEN	200
WOZU PROGNOTIZIEREN, WENN ES	
ERWIESENERMASSEN NICHT MÖGLICH IST?	206
WOZU PROGNOSEN?	215
VERSCHLECHTERUNG	217
10. Was schätzen Analysten?.....	219
SÜNDE 2: DIE ILLUSION DES WISSENS (VÖLLEREI)....	231
11. Die Illusion des Wissens, oder sind mehr Informationen bessere	
Informationen?.....	233
SÜNDE 3: DAS GESPRÄCH MIT UNTERNEHMENS-	
VERTRETERN (WOLLUST)	247
12. Wozu Ihre Zeit damit verschwenden, der Unternehmensleitung	
zuzuhören?	249
MANAGER SIND GENAUSO VOREINGENOMMEN	
WIE ALLE ANDEREN	251
BESTÄTIGUNGSTENDENZ UND VOREINGENOMMENE	
ANPASSUNG	256
AUTORITÄTSHÖRIGKEIT	261

WAHRHEIT ODER LÜGE?	265
SCHLUSSFOLGERUNGEN	272
SÜNDE 4 : DER GLAUBE, ALLE ANDEREN	
AUSTRICKSEN ZU KÖNNEN (NEID)	273
13. Wer ist ein hübscher Junge? Oder: Schönheitswettbewerbe,	
Rationalität und größere Narren	275
HINTERGRUND	277
DAS SPIEL	278
DIE LÖSUNG	279
DIE ERGEBNISSE	281
EIN EINFACHES MODELL UNSERES WETTBEWERBS	287
VERGLEICH MIT ANDEREN EXPERIMENTEN	290
LERNEN	295
SCHLUSSFOLGERUNGEN	296
SÜNDE 5: KURZE ZEITHORIZONTE UND ZU	
HÄUFIGES TRADEN (HABSUCHT)	297
14. ADHS, Zeithorizonte und unterdurchschnittliche Entwicklung	299
SÜNDE 6: ALLES FÜR WAHR HALTEN, WAS MAN	
LIEST (TRÄGHEIT)	313
15. Nur die Geschichte zählt	
(oder: der Reiz des Wachstums)	315
16. Skepsis kommt selten vor (oder Descartes gegen Spinoza).....	
KARTESISCHE SYSTEME	333
SPINOZAISCHE SYSTEME	334
BIBLIOTHEKEN	335
EIN TESTVERFAHREN	336
DIE EMPIRISCHEN SYSTEME	337
STRATEGIEN GEGEN NAIVE ÜBERZEUGUNGEN	342
SÜNDE 7: GRUPPENENTSCHEIDUNGEN (ZORN)	
17. Sind zwei Köpfe besser als einer?	347
VOREINGENOMMENHEIT ÜBERWINDEN	358

TEIL IV: DER ANLAGEPROZESS ALS VERHALTENSBEZOGENE VERTEIDIGUNG	361
18. Das Tao des Anlegens	363
TEIL A: DER VERHALTENSORIENTIERTE ANLEGER	369
19. Kommt aus eurem Versteck (oder: zeigt mir das Alpha).....	371
DAS ALPHA	378
DIE ENTWICKLUNG DER INVESTMENTFONDSBRANCHE	379
MERKMALE DER FONDS	382
SCHLUSSFOLGERUNGEN	386
20. Merkwürdiges Gebräu.....	389
AUF LANGE SICHT	391
AUF KURZE SICHT	396
DIE BESCHRÄNKUNG DES NUR-KAUFENS	
DURCHBRECHEN	402
BANDBREITE HINZUFÜGEN	405
NICHT NUR EINE AUSREDE FÜR HEDGE-FONDS	406
ECHTE ALTERNATIV-INVESTMENTS	407
SCHLUSSFOLGERUNGEN	408
21. Kontrarier oder Konformist?	409
22. Malen nach Zahlen:	
eine Ode an die Quants	427
NEUROSE ODER PSYCHOSE?	431
FESTSTELLUNG VON GEHIRNSCHÄDEN.....	433
ZULASSUNGEN ZUR UNIVERSITÄT	434
RÜCKFÄLLIGKEIT KRIMINELLER	435
BORDEAUX-WEIN	436
EINKAUF-MANAGER	437
METAANALYSE	439
DIE GUTE NACHRICHT	441
WARUM ALSO KEINE QUANTITATIVEN MODELLE?	442
MERKMAL VI: BEREITS SEIN, FONDS ZU SCHLIESSEN.....	459
23. Der perfekte Wertanleger.....	447
MERKMAL I: HOHE KONZENTRATION DER PORTFOLIOS	450
MERKMAL II: SIE BRAUCHEN NICHT ALLES ZU WISSEN, UND LASSEN SIE SICH NICHT VON MARKTLÄRM BETÄUBEN ...	455
MERKMAL III: DIE BEREITSCHAFT, KASSE ZU HALTEN	455

MERKMAL IV: WEITE ZEITHORIZONTE.....	456
MERKMAL V: SCHLECHTE JAHRE HINNEHMEN	458
MERKMAL VI: BEREIT SEIN, FONDS ZU SCHLIESSEN.....	459
24. Die Wahrheiten von gestern stimmen auch heute noch	461
DIE UNBEACHTETEN WORTE VON KEYNES UND GRAHAM	466
25. Warum nicht Wert? Die Stolpersteine des verhaltensorientierten Anlegens	487
WISSEN \neq VERHALTEN	491
VERLUSTAVERSION	492
GRATIFIKATIONSAUFSCHUB UND PROGRAMMIERUNG FÜR KURZE FRISTEN	494
SOZIALER SCHMERZ UND DAS HERDENVERHALTEN	499
SCHWACHE GESCHICHTEN	500
ZU GROSSES VERTRAUEN IN DAS EIGENE URTEIL	501
SPASS	504
NEIN EHRlich, ICH WERDE BRAV SEIN	505
TEIL B: DIE EMPIRISCHEN BEWEISE: DER WERT IN ALL SEINEN ERSCHEINUNGSFORMEN	507
26. Schnäppchenjäger (oder: Es bietet mir Schutz).....	509
DIE VORGEHENSWEISE	511
FUNKTIONIERT DER WERTANSATZ?	513
DIE ANATOMIE DES WERTANSATZES	514
DER SIRENENGESANG DES WACHSTUMS	516
WACHSTUM BEDEUTET NICHT, DIE BEWERTUNG AUSSER ACHT ZU LASSEN	517
DIE ENTTÄUSCHENDE WIRKLICHKEIT DES WACHSTUMS ..	519
LIEGEN DIE ANALYSTEN RICHTIG?	521
WERT IM VERGLEICH ZU WACHSTUM	524
ZUSAMMENFASSUNG	525
27. Besserer Wert (oder: Der Dean hatte recht!)	539
28. Der kleine Beitrag, der die Märkte schlägt	553
DIE VORGEHENSWEISE UND DIE DATEN	558
DIE ERGEBNISSE	560
QUALITÄT SPIELT FÜR WERT EINE ROLLE	562
SCHUTZ DER KARRIERE ALS ANLAGESTRATEGIE	563

UND AUS DER SICHT DER LONG/SHORT-STRATEGIE?	564
DIE ZUKUNFT DES LITTLE BOOK	565
TABELLEN UND ABBILDUNGEN	568
29. Erträge durch die Verwendung vertraulicher Informationen verbessern	583
GEDULD IST EINE TUGEND	588
DIE VERWENDUNG VERTRAULICHER INFORMATIONEN ..	589
DIE PERSPEKTIVE DER ABSICHERUNG	591
RISIKO ODER FALSCHER PREIS?	592
BEWEISE FÜR VERHALTENSBEDINGTE FEHLER	593
BEWEISE GEGEN DEN RISIKOSTANDPUNKT	595
DIE BELEGE DER EUROPÄISCHEN MÄRKTE.....	598
SCHLUSSFOLGERUNGEN	599
30. Nur ein wenig Geduld: Teil 1	601
31. Nur ein wenig Geduld: Teil II.....	613
DIE WERTPERSPEKTIVE	617
WACHSTUMSPERSPEKTIVE	623
WACHSTUM UND MOMENTUM	624
WERT FÜR WACHSTUMSANLEGER	625
WERT UND MOMENTUM	626
DIE FOLGEN	627
32. Bereiche, Wert und Momentum	631
WERT	634
MOMENTUM	634
BEREICHE: WERT ODER WACHSTUM	635
AKTIEN ODER BEREICHE	636
33. Auf Bereiche bezogene Faktoren funktionieren am besten	641
VORGEHENSWEISE	647
DIE ERGEBNISSE	648
SCHLUSSFOLGERUNG	655
34. Überdurchschnittliche Entwicklung billiger Länder	657
ANGABE VON DATEN NACH STRATEGIE	664
TEIL C: RISIKO – ABER ANDERS,	
ALS WIR ES KENNEN	677
35. CAPM ist CRAP (oder: Der tote Papagei lebt!)	679
EIN BLICK ZURÜCK IN DIE ZEIT	683

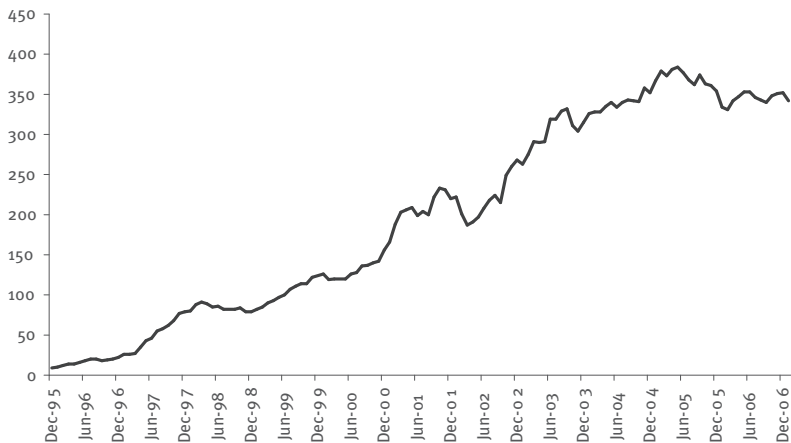
DAS CAPM IN DER PRAXIS	684
WARUM SCHEITERT DAS CAPM?	690
DAS CAPM HEUTE UND DIE SCHLUSSFOLGERUNGEN	692
36. Risikomanager oder Risikoverrückte?	699
37. Risiko: Das beliebteste unanständige Wort in der Welt der Finanzen.....	711
DIE PSYCHOLOGIE DES RISIKOS	715
DAS RISIKO BEI DER PERFORMANCEMESSUNG	717
DAS RISIKO AUS DER INVESTMENT-PERSPEKTIVE	718
 TEIL V: SPEKULATIONSBLASEN UND VERHALTEN	 725
38. Die Anatomie einer Spekulationsblase	727
VERLAGERUNG	729
KREDITSCHAFFUNG	730
EUPHORIE	732
KRITISCHE PHASE/FINANZIELLE NOT	733
ABSCHEU	738
39. Die Auflösung der Spekulationsblase: Wie Alpha entsteht	745
SPEKULATIONSBLASEN IM LABOR	747
SPEKULATIONSBLASEN AN DEN REALEN AKTIENMÄRKTEN	749
VERLAGERUNG: DIE GEBURT EINES BOOMS	751
KREDITSCHAFFUNG: DER BOOM WIRD GENÄHRT	752
EUPHORIE	755
DIE KRITISCHE PHASE/FINANZIELLE NOT	757
ABSCHEU	764
ANWENDUNGEN	769
DIE GENERIERUNG VON ALPHA	772
FONDS OHNE LEERVERKÄUFE	777
ZUSAMMENFASSUNG	777
40. Mit dem Teufel laufen: Eine zynische Spekulationsblase.....	779
DIE WICHTIGSTEN ARTEN VON SPEKULATIONSBLASEN	782
DIE PSYCHOLOGIE DER SPEKULATIONSBLASEN	790
KOMBINIERTER BLASEN UND DER AUFLÖSUNGSPROZESS VON BLASEN	790
EXPERIMENTELLE ERKENNTNISSE: BLASEN-ECHOS	794
MARKTDYNAMIK UND DIE INVESTMENT-GEFAHREN	

FAST RATIONALER BLASEN	795
41. Blasen-Echos: Die empirischen Belege	801
SCHLUSSFOLGERUNGEN	814
TEIL VI: DIE ZERSTÖRUNG VON INVESTMENT-	
MYTHEN	817
42. Das Vorurteil der Überzeugung und das Zen des Investierens ..	819
DAS ÜBERZEUGUNGSVORURTEIL UND DAS X-SYSTEM	824
ZUVERSICHT KANN GENAUIGKEIT NICHT ERSETZEN	828
DAS ÜBERZEUGUNGSVORURTEIL UND DAS ZEN DES INVESTIERENS	829
43. Dividenden sind tatsächlich wichtig	831
SCHLUSSFOLGERUNGEN	847
44. Dividenden, Aktienrückkäufe, Gewinne und der bevorstehende Niedergang	849
45. Die Rückkehr der Räuberbarone	859
46. Das Fegefeuer niedriger Renditen	877
47. Wie wichtig ist der Zyklus?	891
48. Haben wir wirklich so wenig gelernt?	905
49. Gedanken über alternative Assets	913
HEDGE-FONDS	915
ROHSTOFFE	916
WELCHER INDEX?	917
DIE ZUSAMMENSETZUNG DER RENDITEN VON ROHSTOFF-FUTURES	919
DIE ZEITEN ÄNDERN SICH	919
SCHLUSSFOLGERUNGEN	925
TEIL VII: UNTERNEHMENSFÜHRUNG UND ETHIK ..	
50. Abu Ghraib: Lektionen aus der Behavioural Finance und für die Unternehmensführung	929
DER FUNDAMENTALE ATTRIBUTIONSIRRTUM	931
ZIMBARDOS GEFÄNGNISEXPERIMENT	934
MILGRAM: DER MANN, DER DIE WELT SCHOCKIERTE.....	937
UMSTÄNDE, DIE GUTE MENSCHEN ZU SCHLECHTEN MENSCHEN MACHEN.....	944

SCHLUSSFOLGERUNGEN	946
51. Das Richtige tun oder die Psychologie der Ethik.....	947
DER ETHISCHE »BLINDE FLECK«	951
DIE URSPRÜNGE MORALISCHER URTEILE.....	953
BEISPIELE FÜR EINGESCHRÄNKTE ETHIK UND UNBEWUSSTE VORURTEILE	960
MECHANISMEN, DIE ETHISCH SCHLECHTES VERHALTEN ANTREIBEN	975
DIE BEKÄMPFUNG UNETHISCHEN VERHALTENS	978
52. Unbeabsichtigte Folgen und Nachgeben unter Druck: Die Psychologie der Anreize.....	981
BEWEISE AUS DEM LABOR	986
BEWEISE AUS DEM REALEN LEBEN	991
ZURÜCK INS LABOR	994
WER VERSAGT WAHRSCHEINLICH UNTER DRUCK?	997
SCHLUSSFOLGERUNGEN	999
 TEIL VIII: GLÜCK	 1001
53. Wenn es Sie glücklich macht	1003
TOP 10	1012
54. Materialismus und das Streben nach Glück	1015
DER EHRGEIZ-INDEX	1017
MATERIALISMUS UND GLÜCK: DIE BEWEISE	1019
PROBLEME DES MATERIALISMUS	1022
WAS TUN?	1023
WARUM SIND ERFAHRUNGEN WICHTIGER ALS BESITZ? ...	1027
SCHLUSSFOLGERUNGEN	1030
 Literaturverzeichnis	 1033
Register.....	1049

VORWORT

Dieses Buch ist das Ergebnis der ersten sechs Jahre eines laufenden Forschungsprojekts. Ziel dieses Projekts war es, die Psychologie des Finanzwesens und des Investierens wirklich zu verstehen und etwas über die Auswirkungen für die Anwender zu erfahren. Die Verhaltensökonomik bei professionellen Investoren war zweifelsohne nie populärer. Orientiere ich mich an meinem Tagebuch, dann wird deutlich, dass das Thema sicherlich immer noch sehr gefragt ist. Die folgende Abbildung zeigt, wie oft in einem Zeitraum von zwölf Monaten der Begriff »behavioural (oder behavioral) finance« (verhaltenorientierte Finanzwissenschaft) in der Presse erwähnt wurde.



Als ich mir diese Abbildung anschaute, kam ich zu dem Schluss, dass ich von Natur aus Pessimist sei, da mir als Erstes einfiel, dass es sich hier um eine Blase handelte. Ein Optimist wäre vermutlich zu dem

Schluss gelangt, dass es sich hier um eine Wachstumsbranche handelte! Daher hoffe ich, dass die letztere Interpretation zutrifft.

Mein erstes Buch zu dem Thema (*Behavioural Finance*, Wiley, 2002) war das Ergebnis einer Reihe von Vorlesungen, die ich vor Studenten gehalten hatte. Dieses Buch ist eine Zusammenstellung der Forschungsergebnisse, die für ein Fachpublikum geschrieben wurde, das nur sehr wenig Zeit für die Lektüre von Forschungsergebnissen zur Verfügung steht. Aus diesem Grund ist jedes Kapitel in sich abgeschlossen, damit der Leser schnell auf das Thema zugreifen kann, das ihn interessiert. Ziel jedes Kapitels ist auch, ein praktisches Thema zu behandeln, das für den professionellen Investor von Bedeutung ist. Doch obwohl jedes Kapitel in sich abgeschlossen ist, habe ich mich dazu entschlossen, sie thematisch zu gliedern und so die sieben wichtigsten Zielrichtungen meines laufenden Forschungsprojekts wiederzugeben.

I. Häufige Fehler und grundlegende Vorurteile

Die Überschrift sagt schon aus, worum es geht. Eine der überzeugendsten Erkenntnisse in der Literatur über die Meinungsbildung und Entscheidungsfindung ist in vielerlei Hinsicht, dass wir alle Gefahr laufen, in mögliche Fallen zu tappen, die von Psychologen jahrelang dokumentiert worden sind. Halte ich vor professionellen Investoren einen Vortrag, profitieren in der Tat diejenigen am meisten davon, die von sich sagen, dass sie sich falsch verhalten. In den Kapiteln dieses Teils des Buchs sollen auch einige der häufigsten Vorurteile untersucht und einige einfache Möglichkeiten angeboten werden, wie wir für diese Vorurteile weniger anfällig sein könnten.

II. Die Profis und ihre Vorurteile

Einige vertreten die Ansicht, dass der Privatanleger der Ursprung aller verhaltensbedingt falschen Preise ist. Ich vermute jedoch, dass es

sich in Wirklichkeit ganz anders verhält. Tatsächlich dokumentiert heute eine Reihe von wissenschaftlichen Arbeiten (zum Beispiel von Jackson, Gluschkow) auf überzeugende Weise, dass es durchaus die Profis sein können, die ihren Anlageentscheidungen nichtfundamentale Informationen zugrunde legen. Ziel dieses Teils des Buchs ist es darzulegen, dass die Wahrscheinlichkeit, dass professionelle Anleger verhaltensbedingten Vorurteilen unterliegen, genauso hoch ist wie bei allen anderen. Wie sehr sie auch Experten auf ihrem Gebiet sein mögen, so können sie noch übertriebener selbstbewusster und optimistischer als die Nichtexperten sein.

III. Die sieben Sünden des Fondsmanagements

Ziel dieses Teils des Buchs war es, eine typisch große institutionelle Fondsgesellschaft zu untersuchen, um die Schwachstellen zu ermitteln, die eine psychologische Kritik aufdeckt. Der erste Schritt ist, die Schwachstellen in der bestehenden Struktur zu erkennen. Themen wie zu großes Vertrauen in Prognosen, die Illusion des Handels, Verlust von Zeit durch Besprechungen mit Unternehmensvorständen und die Gefahren zu häufigen Handelns werden hier behandelt.

IV. Der Vorgang des Anlegens als Verteidigungsstrategie

Wenn bisher erwähnt wurde, was man nicht tun sollte, dann folgt nun der Versuch, eine Liste mit Dingen zu erstellen, die man tun sollte. Ich komme nun zur Philosophie bzw. dem Verfahren des Anlegens. Da wir über die Rendite einer Investition keine Kontrolle haben können (so sehr wir uns das auch wünschen), können wir bestenfalls eine sinnvolle Strategie schaffen. Hier untersuchen wir konträre Strategien und werthaltiges Investieren als Rahmen für die Abschwächung verhaltensbedingter Vorurteile. Da ich auch ein empirischer Skeptiker bin, enthält dieser Teil viele empirische Kapitel, die besprochene Grundsätze aufzeigen.

V. Blasen und Verhalten

Kein Bereich der Verhaltensökonomik fesselt die Fantasie des Anlegerpublikums so wie Börsenblasen. Dieser Teil untersucht ein Paradigma für die Analyse und Feststellung von Blasen und ihre Entwicklungen. Es ist ein gutes Beispiel dafür, dass sich das Verhalten der Menschen nicht ändert.

In der Vergangenheit nahm jede Blase einen etwas anderen Verlauf, doch die zugrunde liegenden Merkmale und Abläufe ähneln einander verblüffend.

VI. Zerstörung von Anlagemythen

In einer berühmten TV-Show zerstörten zwei »verrückte« Wissenschaftler am liebsten moderne Mythen. In diesem Teil des Buchs versuche ich, dies auf den Bereich der Finanzen zu übertragen. Wir haben die schlechte Angewohnheit, in der Finanzwissenschaft Theorien als Tatsachen zu akzeptieren und Aussagen anzunehmen, als wären sie wahr. In den Kapiteln dieses Teils werden einige der glaubhaften, doch nicht zutreffenden Überzeugungen aufgezeigt, die viele Anleger zu teilen scheinen.

VII. Unternehmensführung und Ethik

Oft interpretieren wir die Handlungen einer Person als Beweis dafür, wie ihr Charakter ist. Wenn sich Menschen jedoch in einer schwierigen Situation befinden, verstehen wir jedoch nicht, welche Wirkung das auf ihr Verhalten hat. Deshalb sind meist nicht nur einige schlechte Äpfel im Korb, sondern der ganze Korb ist voller verfaulten Äpfel. Die Kapitel dieses Teils des Buchs gehen der Frage nach, wie sozio-psychologische Erkenntnisse unser Verständnis von Unternehmensführung verbessern können. Wir untersuchen auch aus psychologischer Sicht einen der Glaubenssätze, von dem die Ökonomen am stärksten überzeugt sind, nämlich dass Anreize funktionieren. Die Er-

gebnisse sind verblüffend und lassen darauf schließen, dass optimale Anreize schwieriger zu schaffen sind, als viele Ökonomen uns glauben machen wollen.

VIII. Glück

Dieser Teil des Buchs enthält zwei der bekanntesten und auch umstrittensten Kommentare, die ich bisher aufgeschrieben habe. Sie greifen den Irrglauben an, dass Geld nicht mit Glück gleichzusetzen ist, was für viele, die im Bereich der Finanzen arbeiten, ein Tabuthema ist. Diese Kapitel gehen der Frage nach, was uns glücklich macht und was wir tun können, um unser Glücksgefühl zu verstärken. Für einen Forscher, der bei einer Investmentbank beschäftigt ist, mögen es ungewöhnliche Themen sein, doch sie entstanden aus der Überzeugung heraus, dass einige der Menschen auf dieser Welt, die sich am schlechtesten fühlen, anscheinend im Bereich Finanzen arbeiten.

Nur Sie, die Leser, können beurteilen, wie erfolgreich ich mein Ziel erreicht habe, die Verhaltensökonomik auf die Praxis anzuwenden. Ihre Kommentare und Reaktionen würde ich sehr begrüßen. Sie können mich über meine E-Mail-Adresse *James.Montier@Google-mail.com* erreichen.

VORWORT

von Prof. Dr. Max Otte

Sollten Sie jemals die Gelegenheit haben, einen Vortrag von James Montier zu hören, dann verpassen Sie diese auf keinen Fall. James sprüht vor britischem Humor, und seine Vorträge haben einen extrem hohen Unterhaltungswert. Aber lassen Sie sich durch den Humor nicht täuschen! James Montier ist der vielleicht beste Experte für verhaltenswissenschaftliche Finanzforschung (Behavioural Finance), den die Welt derzeit hat. Und *Die Psychologie der Börse* ist das beste Buch, das er derzeit zum verhaltenswissenschaftlichen Investmentansatz gibt.

In diesem Buch ist der aktuelle Stand der Forschung umfassend aufgearbeitet. Dementsprechend umfangreich ist es. Die Länge sollte Sie aber nicht abschrecken. Die *Psychologie der Börse* ist in viele kleine und leicht lesbare Unterkapitel zu einzelnen Themen aufgeteilt, so dass es sowohl als Nachschlagewerk dienen kann, als sich auch zur schrittweisen Lektüre eignet: Sie können sich immer dann eine weitere Anregung der verhaltenswissenschaftlichen Finanzforschung genehmigen, wenn Ihnen danach ist.

In einem Abschnitt des Buches befasst sich Montier mit den Leistungen von Finanzanalysen. Endlich fand ich hier meinen wissenschaftlichen Beleg für das, was ich schon lange vermutet habe: in Summe leisten Finanzanalysten und Wirtschaftsforschungsinstitute nichts. Die Prognosen laufen meist mit dem Zyklus und sind wertlos. James: *»Finanzanalysten und Prognostiker laufen mit ihren Gewinnschätzungen und Prognosen meist der Wirklichkeit hinterher. Sie ändern ihre Meinung*

nur, wenn es unabwendbare Beweise gibt, dass Sie falsch waren, und sie ändern ihre Meinung nur sehr langsam.»

Das war auch während der Rezession der Jahre 2008 – 2009 zu beobachten: noch im Frühjahr 2008 wollte kaum ein Institut es wahrhaben, dass eine Rezession kommen könnte. Dabei war sie schon in vollem Gange. Im Herbst 2008 – als die Rezession schon sehr spürbar war – konzidierten die Institute, dass es wohl eine Rezession gebe. Und im Winter sprach man dann von einem dramatischen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität, wieder lange, nachdem der Einbruch wirklich erfolgt war. Superinvestor Warren Buffett hat für dieses Verhalten eine plausible Erklärung bereit: *»Als Spezies haben Lemminge einen schlechten Ruf, aber kein einzelnen Lemming ist jemals individuell für sein Verhalten zur Rechenschaft gezogen worden.«*

In einem anderen Abschnitt des Buchs befasst sich Montier mit den Fallen, die uns das Gehirn stellt, zum Beispiel der so genannten Verankerungsheuristik (*»Anchoring«*). Warum zum Beispiel schätzen wir eine Größe unterschiedlich ein, je nachdem, welche Zahlen man uns vorher gezeigt hat? Warum orientieren wir uns bei unseren Aktieninvestments an Kursdaten der Vergangenheit, obwohl diese für die Zukunft meist wenig Aussagekraft haben? James: *»Um bessere Investitionsentscheidungen zu treffen, müssen wir mehr über das Denken nachdenken.«* Wir haben kein Defizit an Informationen, sondern ein Defizit an kritischen Gedanken.

Zusammen mit seinem Kollegen Albert Edwards kritisierte James Montier nach Eintritt der Finanzkrise die Risikomodelle der Banken im Interview mit der Schweizer Wirtschaftszeitung *»Finanz und Wirtschaft«* als *»Pseudowissenschaft«*. Es sei *»absurd«*, dass man Risiken wirklich quantifizieren könne. *»Es wurden völlig abgehobene Modelle kreiert, und weil kaum jemand sie versteht, stellt sie auch niemand mehr in Frage. Wir wurden von der dunklen Seite der Mathematik verführt. Die Finanzmarkttheorie basiert auf der Standardabweichung, aber haben Sie schon einmal jemanden getroffen, der sich in einer Hausse um die Standardabweichung kümmert?«*

Ich lernte James auf der Value Intelligence Conference der Bayern LB im Jahr 2007 kennen. Wir saßen nebeneinander im Bus zum Dinner und Abendprogramm in einem Bergrestaurant am Tegernsee brachte und kamen bald angeregt ins Gespräch. Es ist nicht verwunderlich, dass wir auch bei den letzten waren, die nach München zurückfahren. James ist ein Mensch, der die Sachen auf den Punkt bringt, nicht um den heißen Brei herumredet, dabei ein extrem profundes Wissen hat und auch noch ein sehr angenehmer Gesprächspartner ist.

Nachdem er einen Bachelor-Abschluss in Volkswirtschaft von der University of Portsmouth hatte, schloss er sein Graduiertenstudium, auch in VWL, mit einem Master's der University of Warwick ab. Danach zog es ihn in die Praxis – er heuerte 1992 bei Dresdner Kleinwort in London an. Nach fünf Jahren zog es ihn kurz nach NatWest Markets und Old Mutual, bevor er im Jahr 2000 als Global Equity Strategist zur Dresdner Bank zurückkehrte. 2007 ging er in derselben Funktion zur Société Générale in 2007. Im Juni 2009 schloss er sich der Fondsgesellschaft GMO in Boston an, die insgesamt 89 Milliarden Dollar verwaltet. Schon bei der Dresdner Bank hatte er einen Hedgefonds erfolgreich verwaltet.

James ist durchaus ein Value-Investor, aber er schaut sich auch Marktgrößen wie Sentiment, Kreditzyklen oder andere Makroindikatoren und Screens an, um zu seinen Investmententscheidungen zu gelangen. Um 2007 herum wurde er zum Bären. Sein Kommentar: »Niemand mag einen Bären. Als Karriereschritt, ist bearishness keine gute Idee. In einem Bullenmarkt wird Dir keiner zuhören und in einem Bärenmarkt hat keiner Geld, um Deinen Rat zu bezahlen.« Und im Sommer 2009 wurde James bullish: »Aus meiner Sicht ist es sehr einfach – Sie kaufen, wenn der Markt billig ist und die englischen und europäischen Märkte fallen derzeit in diese Kategorie.«

Die Psychologie der Börse ist das ultimative Standardwerk zum verhaltenswissenschaftlichen Investmentansatz. Ich bin davon überzeugt, dass Sie dieses Buch zu einem wesentlich besseren Investor machen

wird. Lesen Sie dieses Buch also mit Gewinn. Und – davon bin ich auch überzeugt – lesen Sie es mit großem Genuss!

Köln, im Oktober 2009

Prof. Dr. Max Otte
www.privatinvestor.de

DANKSAGUNG

Ich bin mir nie sicher, ob jemand die Danksagung liest. Nichtsdestotrotz gibt es mehrere Menschen, denen ich Dank schulde. Zuerst meinem Freund und Kollegen Albert Edwards. Albert hatte vorausgesehen, dass die Verhaltensökonomik auch für professionelle Anleger von Interesse sein werde, und war bereit, mich dabei zu unterstützen, die Grenzen dessen zu verschieben, was als annehmbare Forschung betrachtet werden könnte. Er las auch die meisten der in diesem Buch enthaltenen wissenschaftlichen Arbeiten und machte viele nützliche Vorschläge, wie ich sie verbessern könnte. Er stellte mich vor Herausforderungen.

Als nächstes muss ich Rui Antunes und Sebastian Lancetti vom Dresdner Kleinwort Quant-Team, den Mitautoren vieler der empirischen Kapitel im Teil IV, danken. Beide haben größeres Geschick bei der Verarbeitung von Daten und der Erstellung quantitativer Modelle im kleinen Finger als ich im ganzen Körper. Beide halfen dabei, meine Ideen in aussagekräftige Zahlen umzusetzen, um so auch den anspruchsvollsten empirischen Skeptiker zufriedenzustellen.

Der Leiter des Quant-Teams, Andrew Laphorne, gestattete mir nicht nur dankenswerterweise, eine seiner wissenschaftlichen Arbeiten zu veröffentlichen (in Form von Kapitel 33), sondern las auch jede Arbeit der Zusammenstellung durch und kommentierte alle. Andy war im Lauf der Jahre immer ein guter Resonanzboden für meine Ideen, und dafür danke ich ihm sehr.

Kathy Alexandrou muss ganz besonders erwähnt werden. Ihre Aufgabe ist es, aus meiner Arbeit die Kommentare zu machen, die die

Kunden von Dresdner Kleinwort lesen. Wenn es darum geht, aus Diagrammen Kunstwerke zu machen und dafür zu sorgen, dass beim Verfassen meiner Kommentare die Ziele meinerseits nicht aus den Augen verloren werden, ist sie eine wahre Zauberin.

Ich danke auch der Leitung des Analyseteams von Dresdner Kleinwort, die mir erlaubte, Forschungsergebnisse zu veröffentlichen, die zu publizieren mir wohl keine andere Bank gestattet hätte. Sie gestattete mir auch, die Kommentare wiederzugeben, die Sie in diesem Buch lesen werden.

Amanda Keogan, Jane Atterbury und Cally Smith möchte ich dafür danken, dass sie es geschafft haben, mich überall rechtzeitig hin- und wieder zurückzubringen. Bisweilen waren diese Damen auch dafür verantwortlich, sich um meine Reisen und mein Tagebuch zu kümmern. Sie haben ihre Arbeit mehr als zufriedenstellend erledigt, und ich danke ihnen allen.

Den vielen Akademikern, die die wissenschaftlichen Arbeiten (aus dem Bereich Finanzen sowie der Psychologie) zur Verfügung stellten, die auf diesen Seiten zitiert werden, gebührt auch ein großes Dankeschön. Ohne ihre Arbeit wäre dieses Buch nicht möglich gewesen. Wie Newton sagte: »Wenn ich weiter blicken konnte, dann nur, weil ich auf den Schultern von Riesen stand.«

Jenny Ward vom Dresdner Kleinwort EMIS Team hat es geschafft, eine große Menge sonderbarer und wundervoller Arbeiten auszugraben, um die ich sie im Laufe der Jahre gebeten hatte. Ich danke ihr für ihre Hilfe.

Ein weiteres großes Dankeschön geht an all die Kunden, die in den vergangenen sechs Jahren Interesse an meiner Arbeit gezeigt haben. Zweifelsohne hätte ich ohne ihre Unterstützung schon vor Jahren nicht weitermachen können.

Ihr Interesse an der Verhaltensökonomik hat dafür gesorgt, dass ich weiterbeschäftigt blieb. Möge das noch lange so bleiben!

Ich möchte mich auch bei meinen Freunden und meiner Familie bedanken. Sie mussten ertragen, dass ich einfach verschwand, um zu den unmöglichsten Zeiten Notizen und Ideen niederzuschreiben. Ein besonderer Dank geht an meine Eltern und meine Großmutter für ihre uneingeschränkte Hingabe und an Wendy, die mich ermunterte, dieses Buch zu schreiben und mich selbst auszuhalten, während ich dies tat. Sie las auch viele Kapitel, verbesserte mein Englisch und stellte mir eingehende Fragen zu dem in diesem Buch Niedergeschriebenen. Danke ihr Lieben, ohne euch hätte ich es nicht geschafft.

An alle, die ich vergessen haben sollte, gehen meine Entschuldigung und mein Dank. Alle Fehler und Auslassungen sind einzig dem Autor zuzuschreiben.

TEIL I

**HÄUFIGE FEHLER UND
GRUNDLEGENDE VOREINGE-
NOMMENHEITEN**