



JAMES MONTIER

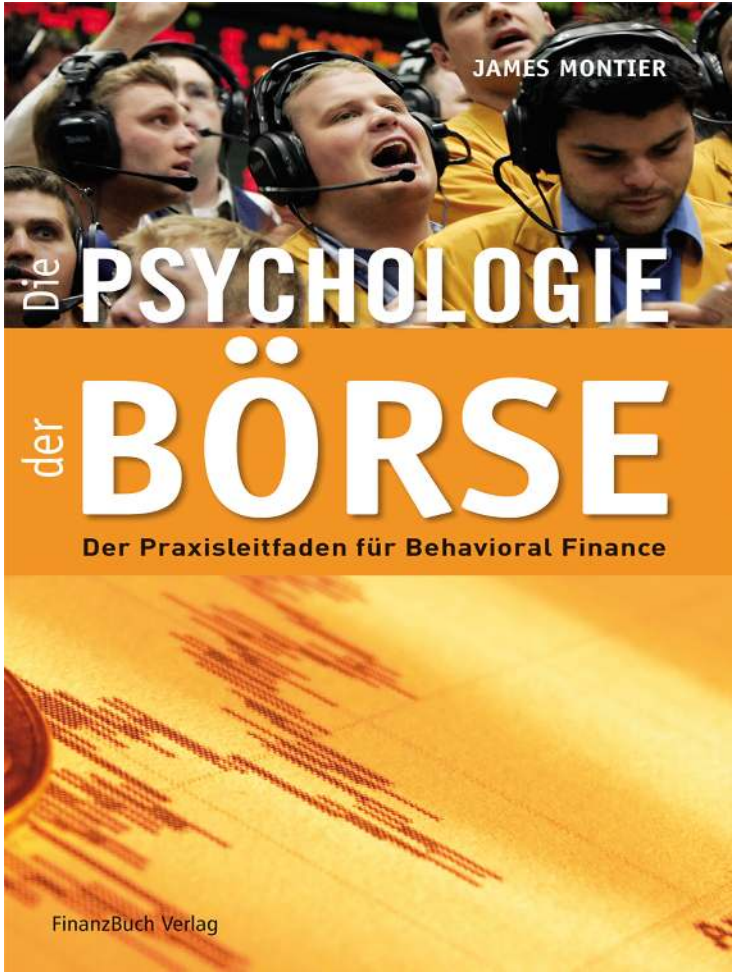
Die **PSYCHOLOGIE**

der **BÖRSE**

Der Praxisleitfaden für Behavioral Finance



FinanzBuch Verlag



JAMES MONTIER

Die **PSYCHOLOGIE**
der **BÖRSE**

Der Praxisleitfaden für Behavioral Finance

FinanzBuch Verlag

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.finanzbuchverlag.de

Gerne übersenden wir Ihnen unser aktuelles Verlagsprogramm

ebook by ePubMATIC.com

INHALT

Vorwort

Vorwort

Danksagung

TEIL I: HÄUFIGE FEHLER UND GRUNDLEGENDE VOREINGENOMMENHEITEN

1. Emotion, Neurowissenschaft und Investieren: Anleger als Dopamin-Süchtige

SPOCK ODER MCCOY?

DER VORRANG DER GEFÜHLE

SELBSTBEHERRSCHUNG IST WIE EIN MUSKEL

KONSTRUIERT FÜR DAS KURZFRISTDENKEN

ALS HERDENTIER KONSTRUIERT

PLASTIZITÄT ALS RETTUNG

2. Halb Mensch, halb Affe

DIE VOREINGENOMMENHEITEN, DENEN WIR AUSGESETZT SIND

VOREINGENOMMENHEIT NR. 1: ICH WEISS ES BESSER, WEIL ICH MEHR WEISS

VOREINGENOMMENHEIT NR. 2: GROSS WICHTIG

VOREINGENOMMENHEIT NR. 3: ZEIG MIR, WAS ICH SEHEN WILL

VOREINGENOMMENHEIT NR. 4: KOPF WAR KÖNNEN, ZAHL WAR PECH

VOREINGENOMMENHEIT NR. 5: DAS HABE ICH MIR
GLEICH GEDACHT

VOREINGENOMMENHEIT NR. 6: DAS IRRELEVANTE HAT
WERT ALS SIGNAL

VOREINGENOMMENHEIT NR. 7: ICH KANN MIR DANACH,
WIE ETWAS AUSSIEHT, EIN URTEIL BILDEN

VOREINGENOMMENHEIT NR. 8: ICH HABE DAS ANDERS IN
ERINNERUNG

VOREINGENOMMENHEIT NR. 9: WENN SIE SAGEN, DASS
ES SO IST, DANN MUSS ES WOHL STIMMEN

VOREINGENOMMENHEIT NR. 10: EIN VERLUST IST ERST
DANN EIN VERLUST, WENN ICH IHN MACHE
SCHLUSSFOLGERUNGEN

3. Tun Sie mal etwas Ungewöhnliches

IMPACT BIAS

EMPATHIELÜCKEN

DIE URTEILSFEHLER BEKÄMPFEN

4. Gehirnschaden, Drogensüchtige und Tauben

5. Was haben Sekretärinnen, Papierkörbe und der Da Vinci Code gemeinsam?

6. Die Grenzen des Lernens

DER FEHLER DER SELBSTZUSCHREIBUNG: KOPF IST
KÖNNEN, ZAHL IST PECH

RÜCKSCHAUFEHLER: ICH HABE ES DIE GANZE ZEIT
GEWUSST

DIE TAUBEN SKINNERS

DIE ILLUSION VON KONTROLLE

VERZERRUNG DES FEEDBACK

SCHLUSSFOLGERUNGEN

TEIL II: DIE PROFIS UND DIE URTEILSFEHLER

7. Sich schlecht benehmen

DER TEST
DIE ERGEBNISSE
ÜBERTRIEBENER OPTIMISMUS
DIE BESTÄTIGUNGSTENDENZ
REPRÄSENTATIVITÄT
DER KOGNITIVE REFLEXIONSTEST (KRT)
VERANKERUNG
KEYNES SCHÖNHEITSWETTBEWERB
DAS MONTY-HALL-PROBLEM
SCHLUSSFOLGERUNGEN

TEIL III: DIE SIEBEN SÜNDEN DES FONDSMANAGEMENTS

8. Eine behavioristische Kritik

STADT DER SÜNDEN
ALTERNATIVE ANSÄTZE UND KÜNFTIGE RICHTUNGEN

SÜNDE 1: PROGNOSEN (STOLZ)

9. Der Prognose-Unsinn: Ignorieren Sie alle Ökonomen, Strategen und Analysten

ZU GROSSES SELBSTVERTRAUEN ALS URSACHE
SCHLECHTER PROGNOSEN
ZU GROSSES VERTRAUEN IN DAS EIGENE URTEIL UND DIE
EXPERTEN
WOZU PROGNOSTIZIEREN, WENN ES
ERWIESENERMASSEN NICHT MÖGLICH IST?
WOZU PROGNOSEN?
VERSCHLECHTERUNG

10. Was schätzen Analysten?

SÜNDE 2: DIE ILLUSION DES WISSENS (VÖLLEREI)

11. Die Illusion des Wissens, oder sind mehr Informationen bessere Informationen?

SÜNDE 3: DAS GESPRÄCH MIT UNTERNEHMENSVERTRETERN (WOLLUST)

12. Wozu Ihre Zeit damit verschwenden, der Unternehmensleitung zuzuhören?

MANAGER SIND GENAUSO VOREINGENOMMEN WIE ALLE
ANDEREN
BESTÄTIGUNGSTENDENZ UND VOREINGENOMMENE
ANPASSUNG
AUTORITÄTSHÖRIGKEIT
WAHRHEIT ODER LÜGE?
SCHLUSSFOLGERUNGEN

SÜNDE 4: DER GLAUBE, ALLE ANDEREN AUSTRICKSEN ZU KÖNNEN (NEID)

13. Wer ist ein hübscher Junge? Oder: Schönheitswettbewerbe, Rationalität und größere Narren

HINTERGRUND
DAS SPIEL
DIE LÖSUNG
DIE ERGEBNISSE
EIN EINFACHES MODELL UNSERES WETTBEWERBS
VERGLEICH MIT ANDEREN EXPERIMENTEN
LERNEN
SCHLUSSFOLGERUNGEN

SÜNDE 5: KURZE ZEITHORIZONTE UND ZU HÄUFIGES
TRADEN (HABSUCHT)

**14. ADHS, Zeithorizonte und unterdurchschnittliche
Entwicklung 299**

SÜNDE 6: ALLES FÜR WAHR HALTEN, WAS MAN LIEST
(TRÄGHEIT)

**15. Nur die Geschichte zählt (oder: der Reiz des
Wachstums)**

**16. Skepsis kommt selten vor (oder Descartes gegen
Spinoza)**

KARTESISCHE SYSTEME

SPINOZAISCHE SYSTEME

BIBLIOTHEKEN

EIN TESTVERFAHREN

DIE EMPIRISCHEN SYSTEME

STRATEGIEN GEGEN NAIVE ÜBERZEUGUNGEN

SÜNDE 7: GRUPPENENTSCHEIDUNGEN (ZORN)

17. Sind zwei Köpfe besser als einer?

VOREINGENOMMENHEIT ÜBERWINDEN

TEIL IV: DER ANLAGEPROZESS ALS
VERHALTENSBEZOGENE VERTEIDIGUNG

18. Das Tao des Anlegens

TEIL A: DER VERHALTENSORIENTIERTE ANLEGER 369

19. Kommt aus eurem Versteck (oder: zeigt mir das Alpha)

DAS ALPHA

DIE ENTWICKLUNG DER INVESTMENTFONDSBRANCHE

MERKMALE DER FONDS

SCHLUSSFOLGERUNGEN

20. Merkwürdiges Gebräu

AUF LANGE SICHT

AUF KURZE SICHT

DIE BESCHRÄNKUNG DES NUR-KAUFENS DURCHBRECHEN

BANDBREITE HINZUFÜGEN

NICHT NUR EINE AUSREDE FÜR HEDGE-FONDS

ECHTE ALTERNATIV-INVESTMENTS

SCHLUSSFOLGERUNGEN

21. Kontrarier oder Konformist?

22. Malen nach Zahlen: eine Ode an die Quants

NEUROSE ODER PSYCHOSE?

FESTSTELLUNG VON GEHIRNSCHÄDEN

ZULASSUNGEN ZUR UNIVERSITÄT

RÜCKFÄLLIGKEIT KRIMINELLER

BORDEAUX-WEIN

EINKAUFS-MANAGER

METAANALYSE

DIE GUTE NACHRICHT

WARUM ALSO KEINE QUANTITATIVEN MODELLE?

MERKMAL VI: BEREITS SEIN, FONDS ZU SCHLIESSEN

23. Der perfekte Wertanleger

MERKMAL I: HOHE KONZENTRATION DER PORTFOLIOS

MERKMAL II: SIE BRAUCHEN NICHT ALLES ZU WISSEN,
UND LASSEN SIE SICH NICHT VON MARKTLÄRM
BETÄUBEN

MERKMAL III: DIE BEREITSCHAFT, KASSE ZU HALTEN

MERKMAL IV: WEITE ZEITHORIZONTE

MERKMAL V: SCHLECHTE JAHRE HINNEHMEN

MERKMAL VI: BEREIT SEIN, FONDS ZU SCHLIESSEN

24. Die Wahrheiten von gestern stimmen auch heute noch

DIE UNBEACHTETEN WORTE VON KEYNES UND GRAHAM

25. Warum nicht Wert? Die Stolpersteine des verhaltens orientierten Anlegens

WISSEN \neq VERHALTEN

VERLUSTAVERSION

GRATIFIKATIONSAUFSCHUB UND PROGRAMMIERUNG FÜR KURZE FRISTEN

SOZIALER SCHMERZ UND DAS HERDENVERHALTEN

SCHWACHE GESCHICHTEN

ZU GROSSES VERTRAUEN IN DAS EIGENE URTEIL

SPASS

NEIN EHRlich, ICH WERDE BRAV SEIN

TEIL B: DIE EMPIRISCHEN BEWEISE: DER WERT IN ALL SEINEN ERSCHEINUNGSFORMEN

26. Schnäppchenjäger (oder: Es bietet mir Schutz)

DIE VORGEHENSWEISE

FUNKTIONIERT DER WERTANSATZ?

DIE ANATOMIE DES WERTANSATZES

DER SIRENENGEANG DES WACHSTUMS

WACHSTUM BEDEUTET NICHT, DIE BEWERTUNG AUSSER ACHT ZU LASSEN

DIE ENTTÄUSCHENDE WIRKLICHKEIT DES WACHSTUMS

LIEGEN DIE ANALYSTEN RICHTIG?

WERT IM VERGLEICH ZU WACHSTUM

ZUSAMMENFASSUNG

27. Besserer Wert (oder: Der Dean hatte recht!)

28. Der kleine Beitrag, der die Märkte schlägt

DIE VORGEHENSWEISE UND DIE DATEN
DIE ERGEBNISSE
QUALITÄT SPIELT FÜR WERT EINE ROLLE
SCHUTZ DER KARRIERE ALS ANLAGESTRATEGIE
UND AUS DER SICHT DER LONG/SHORT-STRATEGIE?
DIE ZUKUNFT DES LITTLE BOOK
TABELLEN UND ABBILDUNGEN

29. Erträge durch die Verwendung vertraulicher Informationen verbessern

GEDULD IST EINE TUGEND
DIE VERWENDUNG VERTRAULICHER INFORMATIONEN
DIE PERSPEKTIVE DER ABSICHERUNG
RISIKO ODER FALSCHER PREIS?
BEWEISE FÜR VERHALTENSBEDINGTE FEHLER
BEWEISE GEGEN DEN RISIKOSTANDPUNKT
DIE BELEGE DER EUROPÄISCHEN MÄRKTE
SCHLUSSFOLGERUNGEN

30. Nur ein wenig Geduld: Teil 1

31. Nur ein wenig Geduld: Teil II

DIE WERTPERSPEKTIVE
WACHSTUMSPERSPEKTIVE
WACHSTUM UND MOMENTUM
WERT FÜR WACHSTUMSANLEGER
WERT UND MOMENTUM
DIE FOLGEN

32. Bereiche, Wert und Momentum

WERT
MOMENTUM
BEREICHE: WERT ODER WACHSTUM
AKTIEN ODER BEREICHE

33. Auf Bereiche bezogene Faktoren funktionieren am besten

VORGEHENSWEISE

DIE ERGEBNISSE
SCHLUSSFOLGERUNG

34. Überdurchschnittliche Entwicklung billiger Länder
ANGABE VON DATEN NACH STRATEGIE

TEIL C: RISIKO – ABER ANDERS, ALS WIR ES KENNEN

35. CAPM ist CRAP (oder: Der tote Papagei lebt!)

EIN BLICK ZURÜCK IN DIE ZEIT
DAS CAPM IN DER PRAXIS
WARUM SCHEITERT DAS CAPM?
DAS CAPM HEUTE UND DIE SCHLUSSFOLGERUNGEN

36. Risikomanager oder Risikoverrückte?

37. Risiko: Das beliebteste unanständige Wort in der Welt der Finanzen

DIE PSYCHOLOGIE DES RISIKOS
DAS RISIKO BEI DER PERFORMANCEMESSUNG
DAS RISIKO AUS DER INVESTMENT-PERSPEKTIVE

TEIL V: SPEKULATIONSBLASEN UND VERHALTEN

38. Die Anatomie einer Spekulationsblase

VERLAGERUNG
KREDITSCHAFFUNG
EUPHORIE
KRITISCHE PHASE/FINANZIELLE NOT
ABSCHEU

39. Die Auflösung der Spekulationsblase: Wie Alpha entsteht

SPEKULATIONSBLASEN IM LABOR
SPEKULATIONSBLASEN AN DEN REALEN AKTIENMÄRKTEN
VERLAGERUNG: DIE GEBURT EINES BOOMS

KREDITSCHAFFUNG: DER BOOM WIRD GENÄHRT
EUPHORIE
DIE KRITISCHE PHASE/FINANZIELLE NOT
ABSCHAU
ANWENDUNGEN
DIE GENERIERUNG VON ALPHA
FONDS OHNE LEERVERKÄUFE
ZUSAMMENFASSUNG

40. Mit dem Teufel laufen: Eine zynische Spekulationsblase

DIE WICHTIGSTEN ARTEN VON SPEKULATIONSBLASEN
DIE PSYCHOLOGIE DER SPEKULATIONSBLASEN
KOMBINIERTER BLASEN UND DER AUFLÖSUNGSPROZESS
VON BLASEN
EXPERIMENTELLE ERKENNTNISSE: BLASEN-ECHOS
MARKTDYNAMIK UND DIE INVESTMENT-GEFAHREN FAST
RATIONALER BLASEN

41. Blasen-Echos: Die empirischen Belege
SCHLUSSFOLGERUNGEN

TEIL VI: DIE ZERSTÖRUNG VON INVESTMENT-MYTHEN

42. Das Vorurteil der Überzeugung und das Zen des Investierens

DAS ÜBERZEUGUNGSVORURTEIL UND DAS X-SYSTEM
ZUVERSICHT KANN GENAUIGKEIT NICHT ERSETZEN
DAS ÜBERZEUGUNGSVORURTEIL UND DAS ZEN DES
INVESTIERENS

43. Dividenden sind tatsächlich wichtig
SCHLUSSFOLGERUNGEN

44. Dividenden, Aktienrückkäufe, Gewinne und der bevorstehende Niedergang

45. Die Rückkehr der Räuberbarone

46. Das Fegefeuer niedriger Renditen

47. Wie wichtig ist der Zyklus?

48. Haben wir wirklich so wenig gelernt?

49. Gedanken über alternative Assets

HEDGE-FONDS

ROHSTOFFE

WELCHER INDEX?

DIE ZUSAMMENSETZUNG DER RENDITEN VON

ROHSTOFF-FUTURES

DIE ZEITEN ÄNDERN SICH

SCHLUSSFOLGERUNGEN

TEIL VII: UNTERNEHMENSFÜHRUNG UND ETHIK

50. Abu Ghraib: Lektionen aus der Behavioural Finance und für die Unternehmensführung

DER FUNDAMENTALE ATTRIBUTIONSIRRTUM

ZIMBARDOS GEFÄNGNISEXPERIMENT

MILGRAM: DER MANN, DER DIE WELT SCHOCKIERTE

UMSTÄNDE, DIE GUTE MENSCHEN ZU SCHLECHTEN

MENSCHEN MACHEN

SCHLUSSFOLGERUNGEN

51. Das Richtige tun oder die Psychologie der Ethik

DER ETHISCHE »BLINDE FLECK«

DIE URSPRÜNGE MORALISCHER URTEILE

BEISPIELE FÜR EINGESCHRÄNKTE ETHIK UND

UNBEWUSSTE VORURTEILE

MECHANISMEN, DIE ETHISCH SCHLECHTES VERHALTEN

ANTREIBEN

DIE BEKÄMPFUNG UNETHISCHEN VERHALTENS

52. Unbeabsichtigte Folgen und Nachgeben unter Druck: Die Psychologie der Anreize

BEWEISE AUS DEM LABOR

BEWEISE AUS DEM REALEN LEBEN
ZURÜCK INS LABOR
WER VERSAGT WAHRSCHEINLICH UNTER DRUCK?
SCHLUSSFOLGERUNGEN

TEIL VIII: GLÜCK

53. Wenn es Sie glücklich macht

TOP 10

54. Materialismus und das Streben nach Glück

DER EHRGEIZ-INDEX

MATERIALISMUS UND GLÜCK: DIE BEWEISE

PROBLEME DES MATERIALISMUS

WAS TUN?

WARUM SIND ERFAHRUNGEN WICHTIGER ALS BESITZ?

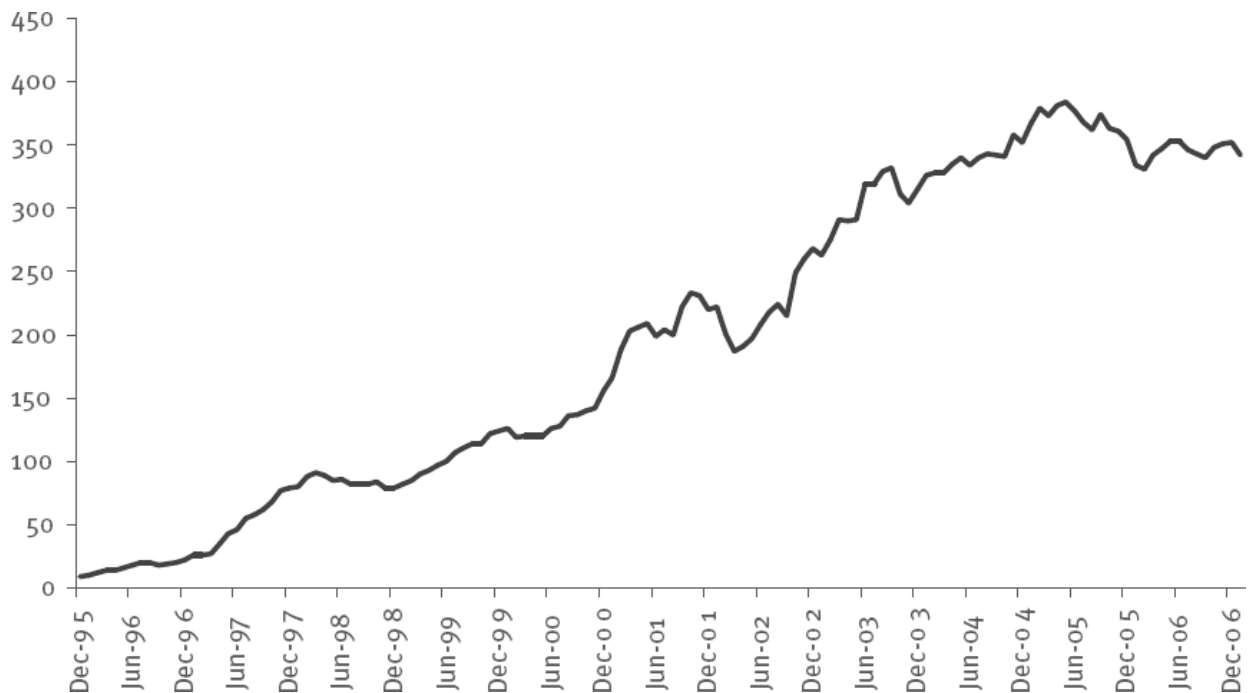
SCHLUSSFOLGERUNGEN

Literaturverzeichnis

Register

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« (verhaltensorientierte 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 Ergebnisse 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@Gmail.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 – konzedierten 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 Lemmings 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 Investmententscheidungen 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.