

JAMES MONTIER

MIT EINEM VORWORT VON PROF. DR. MAX OTTE

Der
Schlüssel
zu Ihrem
Anlage-Erfolg

**Bessere Entscheidungen mit
Behavioral Investing**

JAMES MONTIER

Der
Schlüssel
zu Ihrem
Anlage-Erfolg

Bessere Entscheidungen mit
Behavioral Investing

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
The Little Book of Behavioral Investing: How not to be your own worst enemy
ISBN 978-0-470-68602-7

© Copyright der Originalausgabe 2010:
Copyright © 2010 by John Wiley & Sons, Ltd. All rights reserved.
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 Börsenmedien AG 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.

© Copyright der deutschen Ausgabe 2011:
Börsenmedien AG, Kulmbach

Übersetzung: Egbert Neumüller
Gestaltung, Satz und Herstellung: Martina Köhler, Börsenbuchverlag
Lektorat: Claus Rosenkranz
Druck: CPI – Ebner & Spiegel, Ulm

ISBN 978-3-942888-47-9

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks,
der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken
oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

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

BÖRSEN  MEDIEN
AKTIENGESELLSCHAFT

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach
Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444
E-Mail: buecher@boersenmedien.de
www.boersenbuchverlag.de

Für Charlotte
Dein Lächeln erhellt meine Welt

INHALT

VORWORT VON PROF. DR. MAX OTTE

7

VORWORT VON JOHN MAULDIN

11

EINFÜHRUNG

15

KAPITEL 1

Im Eifer des Gefechts

27

KAPITEL 2

Wer hat Angst vorm bösen Markt?

33

KAPITEL 3

Always Look on the Bright Side of Life

41

KAPITEL 4

Warum hört überhaupt jemand auf diese Leute?

51

KAPITEL 5

Der Wahnwitz der Prognosen

65

KAPITEL 6

Informationsüberflutung

77

KAPITEL 7

Schalten Sie das Blasen-TV ab!

89

KAPITEL 8

Nichts Böses sehen, nichts Böses hören

95

KAPITEL 9

Im Land des Dauer-Bären und des Dauer-Bullen

105

KAPITEL 10

Der Sirenen gesang von Storys

117

KAPITEL 11

Diesmal ist es anders

127

KAPITEL 12

Aus den falschen Gründen richtig oder aus den richtigen Gründen falsch

141

KAPITEL 13

Die Gefahren des ADHS-Investings

149

KAPITEL 14

Der Geist des Lemmings

161

KAPITEL 15

Sie müssen wissen, wann Sie hinschmeißen müssen

173

KAPITEL 16

Der Prozess und nichts als der Prozess

189

FAZIT

201

VORWORT

von Prof. Dr. Max Otte

JETZT, WO ICH DIESE ZEILEN SCHREIBE, ist der DAX wieder am Boden: 5.000 Punkte. Da war er auch schon Anfang 1997. Zwischendurch hat der Leitindex zweimal die 8.000 und dreimal die 7.000 geschnitten. Euphorie, Panik, Depression – Technologieblase, Crash, Erholung und Optimismus, Finanzkrise, wieder Erholung, nun Eurokrise. Das Wechselbad der Gefühle und Indizes zermürbt. Wie schön war doch die Zeit zwischen 1982 und 2000, als die Börsen trotz einiger Crashes vor allem einen Weg kannten – den nach oben!

Deutsche Anleger haben die Nase voll. Seit der Technologieblase der 90er-Jahre, die 2000 ihren Höhepunkt erreichte, hat sich ein Drittel aller Privatanleger von Aktien verabschiedet. Heute redet kaum noch jemand über Aktien. Diejenigen, die auf Partys im Jahr 2000 mit ihren

Investments prahlten, sind sehr still geworden. Sie gehen lieber Golf spielen oder wandern.

Doch wissen Sie was? Die Anleger, die ausgestiegen sind, werden viel Geld verlieren! Denn es sind – wie fast alle Privatanleger *und* Profis – Herdentiere. Deutsche (österreichische, schweizerische) Aktien sind im Jahr 2011 überwiegend solide, ertragsstark und weitgehend unterbewertet! Wenn Sie jetzt dabeibleiben, werden Sie Geld verdienen. Viel Geld.

Warum das so ist, warum Anleger meistens das Falsche tun und wie Sie die wichtigsten Anlegerfallen umgehen, lernen Sie von James Montier. Denn an den Börsen regieren ganz andere Mechanismen als die nüchterne Kalkulation – Gier und Furcht, Fluchtinstinkte, Aggression. Was alte Börsianer schon immer wussten, hat die verhaltenswissenschaftliche Finanzforschung in den letzten gut 20 Jahren wissenschaftlich nachgewiesen.

James ist *der* Experte für angewandte verhaltenswissenschaftliche Finanzforschung in Europa. Nach Stationen bei Dresdner Kleinwort Benson und Société Générale ist er nun Stratege bei GMO, einer Investmentgesellschaft mit Hauptsitz in Boston, die ein Vermögen von über 100 Milliarden Dollar managt.

Ich lernte James auf der Veranstaltung einer Bank 2008 in München kennen. Wir waren uns sofort sympathisch. James ist ein humorvoller und geselliger Mensch. Aber das sollte nicht über seine Qualifikationen hinwegtäuschen. Er ist ein wandelndes Lexikon in Sachen verhaltenswissenschaftlicher Finanzforschung. Wenn Sie die Chance haben, einen Vortrag von ihm zu hören, gehen Sie hin! Keiner, den ich kenne, hat ein derartig großes Wissen über Behavioral Finance. Und keiner vermag sein Wissen so unterhaltsam zu vermitteln wie er.

James Montier hat schon einige dicke Wälzer zum Thema veröffentlicht. Nun hat er sein Wissen in dem kleinen Buch „Der Schlüssel zu Ihrem Anlage-Erfolg“ kompakt und gut lesbar aufgeschrieben.

VORWORT VON PROF. DR. MAX OTTE

Dieses kleine Büchlein hat es in sich. Der Kaufpreis ist wahrscheinlich eines der besten Investments, das sie jemals für ein Börsenbuch getätigt haben. Lernen Sie, warum Sie selbst Ihr ärgster Feind sind, warum Anleger (fast) immer mit der Menge laufen, warum Profis nicht besser sind und was Sie dagegen tun können. Erfahren Sie, warum Sie nicht auf Börsenjournalisten und noch weniger auf Finanzanalysten hören sollten.

Mit diesem Buch können Sie die schlimmsten Investmentfallen umgehen. Es schlägt bezüglich Lesbarkeit und Nutzwert alles, was derzeit zum Thema auf dem deutschen Markt zu haben ist. Ein Muss für Privatanleger und Profis!

Köln, im Oktober 2011

Prof. Dr. Max Otte

VORWORT

Homo mistakus

EIGENTLICH BIN ICH EIN EXPERTE für schlechte Entscheidungen. Ich habe im Laufe der Jahre so viele schlechte Entscheidungen getroffen – mich schlecht ernährt, den Ausgleichssport aufgeschoben (die heutige schlechte Entscheidung) und, ja, auch schlechte Anlageentscheidungen getroffen (seufz).

Außerdem wurde ich Zeuge sehr vieler schlechter Entscheidungen meiner sieben Teenager. (Glücklicherweise ist es jetzt nur noch einer, aber heutzutage kann ich dabei zusehen, wie meine Enkelkinder lernen, sich in der Welt zurechtzufinden). Teenager besitzen die bemerkenswerte Fähigkeit, die harte, schwierige Entscheidung von heute auf morgen zu verschieben. Und manche von uns perfektionieren diese Fähigkeit, während sie aufwachsen, sodass sie als Erwachsene sogar noch mehr schlechte Entscheidungen treffen.

Ich habe im Laufe der Jahre Hunderte von Anlegern interviewt, vom kleinen Anfänger bis zum arrivierten Milliardär. Ich war dabei immer wieder verblüfft über die Fehler, die sie machen, und über die einfallreichen Entschuldigungen, die sie dafür anführen.

Unsere Nation und die Welt haben zahlreiche schlechte Entscheidungen getroffen, den leichten Weg gewählt – und sind in der schlimmsten Weltwirtschaftskrise seit 80 Jahren gelandet. Während wir uns wieder zu einer neuen Normalität vorarbeiten, stehen wir vor einer Reihe schwieriger Entscheidungen. In der Geschichte wimmelt es vor schlechten Entscheidungen von Einzelpersonen und Nationen.

In den letzten Jahrzehnten ist eine neue Wissenschaft aufgekommen, die sich mit der Tatsache beschäftigt, dass wir nicht nur manchmal irrational sind, sondern vorhersehbar irrational. Diese neue Verhaltenslehre untersucht, wie wir Entscheidungen angehen, und findet dabei viel Interessantes, manchmal auch Verstörendes über die Spezies Mensch heraus.

Es scheint, dass unsere Emotionen und ein großer Teil unseres Entscheidungsprozesses fest in unser Gehirn einprogrammiert sind und dass sie für das Überleben in der afrikanischen Savanne vor ein paar 100.000 Jahren entwickelt wurden. Wir passten uns an das Prinzip der Bewegung an und lernten, Entscheidungen schnell zu treffen, denn das bedeutete buchstäblich den Unterschied zwischen Leben und Tod, wenn wir gefährlichen Löwen entkamen oder leckere Antilopen jagten.

Grundsätzlich sind diese Überlebensinstinkte zwar nützlich, aber in unsere moderne Welt und insbesondere in unsere moderne Welt des Investments übertragen, machen sie uns für allerlei Fehler anfällig. Denken Sie beispielsweise daran, dass man nur allzu oft dem Momentum nachläuft, weil man hofft, dass es sich fortsetzt. Oder dass man gerade dann vor einem fallenden Markt davonläuft, wenn er zu wenden beginnt. Was für das Überleben in der afrikanischen Wildnis taugt, ist im Dschungel des weltweiten Finanzwesens weniger produktiv.

Zum Glück sind wir nicht nur der *Homo mistakus*. Wenn wir gelernt hätten, ausschließlich schlechte Entscheidungen zu treffen, wäre unsere Art schon längst auf dem Müllhaufen der Geschichte gelandet und hätte für Überlebende Platz gemacht, die weniger zu Fehlern neigen.

Wir haben definitiv gelernt, auch gute Entscheidungen zu treffen sowie aus unseren Fehlern und sogar aus dem Erfolg und der Klugheit anderer zu lernen. Wie bereits erwähnt, habe ich offizielle Interviews mit Hunderten von Millionären geführt. Mich faszinieren dabei mehr diejenigen ihrer Entscheidungen, die gut (und manchmal brilliant!) waren, und die Prozesse, die sie für diese Entscheidungen benutzt haben.

Es gibt so vieles, was man an der Spezies Mensch – dem *Homo sapiens* – bewundern kann. Wir sind zu großartiger Arbeit, erhebenden Gedanken und wunderbarem Mitgefühl fähig, die alle das Resultat guter Entscheidungen sind. Und die Verhaltenslehre hilft uns, zu verstehen, wie wir solche Entscheidungen treffen.

Gerade jetzt, wo das, was einst als Fundament des Finanzwesens betrachtet wurde (die Theorie der Markteffizienz, das CAPM und die moderne Portfoliotheorie), infrage gestellt und sogar für viele Probleme an den Märkten verantwortlich gemacht wird, suchen viele in der neuen Welt der Verhaltensökonomik nach Antworten auf unsere Investment-Rätsel. Wenn wir uns selbst verstehen und wenn wir verstehen, wie wir Entscheidungen treffen, können wir häufig einen eigenen systematischen Prozess entwickeln, mit dem wir richtige Entscheidungen treffen. Früher schienen wir auf einem Ozean potenzieller Entscheidungen zu treiben und häufig diktierten unsere Emotionen das Endergebnis. Mit den richtigen Werkzeugen können wir jedoch lernen, souverän Kurs auf den sicheren Zielhafen zu nehmen.

Das Problem dabei ist, dass die Verhaltensökonomik abschreckend erscheinen kann. Sie zeichnet sich durch viele Untersuchungen und Folgerungen aus, die nicht immer besonders eng miteinander verknüpft

sind – zumindest bis jetzt. Mein guter Freund James Montier, der buchstäblich *das* Buch über Verhaltensökonomik geschrieben hat – „Behavioral Finance: Insights into Irrational Minds and Markets“ –, verpackt jetzt sein beträchtliches Wissen in das vorliegende kleine Bändchen namens „Der Schlüssel zu Ihrem Anlage-Erfolg“.

Mir sind James' Werke nicht fremd. Er und ich haben zusammen an einem umfangreichen Kapitel über Verhaltensökonomik für mein Buch „Bull's Eye Investing“ gearbeitet. Ich dachte daher, mir wäre dieses Thema vertraut. Dass ich aber „Der Schlüssel zu Ihrem Anlage-Erfolg“ während eines Fluges zur Hand nahm, war eine der besten Investitionen von Lesezeit, die ich seit Jahren getätigt habe. Ich musste mir an sehr vielen Stellen leider eingestehen: „Das bin ja ich!“ Dann schwor ich mir seufzend, diesen Fehler nie mehr zu begehen. Aber wenigstens weiß ich jetzt, was ich vermeiden muss, und ich kann an der Verbesserung meiner Gewohnheiten arbeiten.

Dies ist ein Buch, das ich oft werde lesen müssen, mindestens einmal im Jahr. Zum Glück hat James dafür gesorgt, dass das Buch Spaß macht und dass das Thema interessant ist. Hier schlägt sein von Natur aus schräger Humor durch. Ob wir erfahren, warum wir anscheinend nicht dann verkaufen können, wann wir sollten, oder ob wir erfahren, warum wir bestimmte Kursziele aussuchen – in Form von 16 kurzen, kenntnisreichen Kapiteln schenkt uns James eine Blaupause, mit der wir zu besseren Anlegern werden können. Nie wieder *Homo mistakus!*

Ich rate Ihnen, dieses Buch ganz oben auf Ihren Lesestapel zu legen und es am Schreibtisch immer greifbar zu haben, damit Sie oft darin lesen können – das hilft Ihnen, in der Hitze der Entscheidungsfindung Ruhe zu bewahren. Lehnen Sie sich also zurück und lassen Sie sich von James helfen, den Spock in Ihnen zutage zu fördern!

John Mauldin

EINFÜHRUNG

In diesem Buch geht es um Sie:
Sie sind Ihr schlimmster Feind.

WIE KOMME ICH DAZU, EIN BUCH über Sie zu schreiben? Schließlich sind wir uns höchstwahrscheinlich noch nie begegnet. Erst recht kenne ich Sie nicht so gut, dass ich ein Buch über Sie schreiben könnte! Aber die Antwort ist naheliegend: Sie sind ein Mensch (außer wenn der Absatz dieses Buches interplanetarische Ausmaße angenommen hat – was vielleicht ein Symptom meines übergroßen Optimismus ist) und wir Menschen neigen dazu, über geistige Fallstricke zu stolpern. Das gilt bei Investments genauso wie in allen anderen Lebensbereichen. Ben Graham (der Vater des Value Investing) ging sogar so weit, zu behaupten: „Das *Haupt*-Problem des Anlegers – und sogar sein schlimmster *Feind* – ist wahrscheinlich er selbst.“

Belege für dieses schädliche Anlegerverhalten findet man in den jährlichen Dalbar-Studien. Sie untersuchen die tatsächlich von den Investoren erzielten Renditen – im Gegensatz zu den Renditen passiver Indizes wie beispielsweise des S&P 500. Außerdem erfassen sie unter anderem das Ausmaß, in dem die Anleger versuchen, ihre Einstiege und Ausstiege zeitlich an das Marktgeschehen anzupassen. Die Ergebnisse sind nicht sehr ermutigend: In den letzten 20 Jahren hat der S&P 500 einen durchschnittlichen Jahresertrag von nur acht Prozent produziert. Aktive Manager haben weitere ein bis zwei Prozent gekostet, sodass man meinen könnte, Privatanleger, die in Aktienfonds investieren, hätten eine Rendite von sechs bis sieben Prozent im Jahr erzielt. Doch den Managern der Aktienfonds ist es gelungen, sie auf klägliche 1,9 Prozent im Jahr zu reduzieren. Der Grund ist, dass sie ziemlich genau zu den schlechtesten Zeitpunkten gekauft und verkauft haben. Es sieht so aus, als hätte Ben Graham recht gehabt: Wir sind wirklich selbst unsere schlimmsten Feinde.

Die gute Nachricht: Dem muss nicht so sein. Wir können lernen, bessere Entscheidungen zu treffen – es ist nicht leicht, aber möglich. „Der Schlüssel zu Ihrem Anlage-Erfolg“ nimmt Sie mit auf einen Rundgang durch die häufigsten Verhaltens-Herausforderungen und geistigen Fallstricke, die dem Anleger begegnen, und er liefert Strategien, mit denen man diese angeborenen Charakterzüge unterdrücken kann. Im Zuge dessen zeigt er, wie einige der besten Anleger der Welt diese verhaltensmäßigen Befangenheiten überwunden haben, welche die Investmenterträge herunterziehen. Vielleicht können Sie aus diesen Erfahrungen lernen, sodass Sie höhere Erträge erzielen und weniger Verluste erleiden.

Die allerwichtigste Lektion

Immer wenn ich Verhaltenspsychologie lehre, merke ich, dass die Hörer die geistigen Fehler wiedererkennen, von denen ich spreche.

EINFÜHRUNG

Allerdings erkennen sie die Fehler meistens bei anderen und nicht bei sich selbst. Immer veranschaulichen Bill der Trader oder Pete der Portfoliomanager die entsprechende Tendenz, nicht wir selbst. Wir alle scheinen bezüglich solcher Verzerrungen einen blinden Fleck zu haben, den sogenannten „Bias Blind Spot“.

Zum Beispiel wurde einmal eine Gruppe von Amerikanern gebeten, einzuschätzen, mit welcher Wahrscheinlichkeit der Durchschnittsamerikaner einen bestimmten geistigen Irrtum begeht und mit welcher Wahrscheinlichkeit sie selbst diesen Irrtum begehen.¹

Dabei machte sich der blinde Fleck bemerkbar. Die Teilnehmer der Befragung meinten immer, der Durchschnittsamerikaner würde einen geistigen Irrtum mit größerer Wahrscheinlichkeit begehen als sie selbst.

Aber die Belege, die in den letzten drei oder vier Jahrzehnten gesammelt wurden, zeigen, dass wir alle an einem gewissen Punkt wahrscheinlich auf geistige Stolpersteine stoßen. Die allerwichtigste Lektion, die ich hoffentlich jedem vermitteln kann, besagt also, dass die Verzerrungen und Fehler, von denen in diesem Buch die Rede ist, wahrscheinlich jeden einzelnen von uns betreffen.

Warum sind wir alle solchen Verhaltenstendenzen unterworfen? Die Antwort liegt in der Tatsache, dass unsere Gehirne genauso wie alle anderen Merkmale unseres Daseins sich im Laufe der Evolution entwickelt haben. Dabei ist allerdings zu bedenken, dass die Evolution in geologischem Tempo verläuft. Deshalb ist unser Gehirn zwar gut auf die Umwelt abgestimmt, mit der wir vor 150.000 Jahren konfrontiert waren (die afrikanische Savanne), aber möglicherweise nicht so gut auf das Industriezeitalter, das vor 300 Jahren begann. Und für das Informationszeitalter, in dem wir momentan leben, dürfte es noch schlechter geeignet sein.

Douglas Adams, Autor des genialen Zyklus „Per Anhalter durch die Galaxis“, schrieb darin: „Viele kamen allmählich zu der Überzeugung,

einen großen Fehler gemacht zu haben, als sie von den Bäumen heruntergekommen waren. Und einige sagten, schon die Bäume seien ein Holzweg gewesen, die Ozeane hätte man niemals verlassen dürfen.“ Dass wir die Bäume (oder vielleicht die Ozeane) verlassen haben, war vielleicht unser erster Fehler, aber gewiss nicht unser letzter.

Die Macht von „Raumschiff Enterprise“

Psychologen haben vorgeschlagen, wenn man über die Funktionsweise unseres Gehirns nachdenken möchte, solle man sich am besten vorstellen, unser Geist würde aus zwei verschiedenen Systemen bestehen. Für die Trekkies alter Schule unter Ihnen lassen sich diese beiden Systeme vielleicht als Dr. McCoy und Mr. Spock charakterisieren. McCoy war von Grund auf menschlich und ließ immer seine Emotionen die Oberhand gewinnen. Im Gegensatz dazu war Spock (halb Mensch, halb Vulkanier) entschlossen, seine Emotionen zu unterdrücken und sich in seinen Entscheidungen von der Logik leiten zu lassen. Nur für den Fall, dass Sie der einzige Mensch auf diesem Planeten sein sollten, dem „Star Trek – Raumschiff Enterprise“ noch nie begegnet ist: Die Vulkanier waren humanoide Wesen, die für ihr Bemühen bekannt waren, sich an Vernunft und Logik zu halten, ohne sich von Gefühlen beeinflussen zu lassen.

Der McCoy-Teil Ihres Gehirns, den wir als X-System bezeichnen wollen, ist im Wesentlichen die emotionale Herangehensweise an Entscheidungen. Tatsächlich ist das X-System die Standardeinstellung. Alle Informationen laufen zuerst durch das X-System und werden dort verarbeitet. Es läuft automatisch und mühelos. Die Urteile, die vom X-System gefällt werden, beruhen normalerweise auf Aspekten wie Ähnlichkeit, Bekanntheit und (zeitlicher) Nähe. Dank dieser geistigen Verknüpfungen kann das X-System große Informationsmengen gleichzeitig verarbeiten. Im Endeffekt versucht das X-System, nach dem Prinzip

EINFÜHRUNG

„auf die Schnelle“ zufriedenstellende Lösungen zu geben, die ungefähr (und nicht absolut) korrekt sind. Damit das X-System etwas für gültig hält, kann es schon ausreichen, dass es sich wünscht, es wäre so.

Der Spock-Teil unseres Gehirns, den wir als C-System bezeichnen wollen, verarbeitet Informationen eher auf logische Weise. Um dieses System zu aktivieren, ist eine bewusste Anstrengung nötig. Es versucht, Probleme deduktiv und logisch zu lösen. Es kann allerdings (wie bei allen logischen Prozessen) immer nur einen Schritt nach dem anderen bearbeiten und verarbeitet die Informationen somit langsam und seriell. Damit das C-System etwas für wahr hält, sind Belege und Logik nötig.

Wir alle lesen das und meinen selbstverständlich, wir wären Spock. In Wirklichkeit ist es jedoch so, dass das X-System weitaus mehr von unseren Handlungen bestimmt, als wir zugeben möchten. Tatsächlich vertrauen wir am Ende doch noch auf unsere erste emotionale Reaktion und beauftragen nur selten unser C-System mit einer Prüfung der Entscheidung. Wenn wir uns beispielsweise den Zeh an einem Stein oder den Kopf an einem Balken stoßen (was in meinem Haus leicht passieren kann), beschimpfen wir den leblosen Gegenstand, obwohl dieser nichts hätte tun können, um unseren Fehler zu vermeiden!

Neurobiologen haben herausgefunden, dass die Teile des Gehirns, die mit dem X-System in Zusammenhang stehen, entwicklungsgeschichtlich viel älter sind als die Teile des Gehirns, die mit dem C-System in Zusammenhang stehen. Das heißt, dass wir das Emotionsbedürfnis vor dem Logikbedürfnis entwickelt haben. Das mag vielleicht merkwürdig klingen, aber ein Beispiel dürfte diesen Punkt verdeutlichen. Nehmen wir an, ich stelle einen Glaskasten mit einer großen Schlange vor Ihnen auf den Tisch. Dann bitte ich Sie, sich vorzubeugen und sich auf die Schlange zu konzentrieren. Wenn Sie in die Höhe schnellts, zucken Sie zurück (selbst wenn Sie keine Angst vor Schlangen haben).

Der Grund dafür ist, dass das X-System reagiert hat, um Ihre Sicherheit zu gewährleisten. Tatsächlich wurde das Signal in der Sekunde erzeugt, in der Ihr Gehirn die Bewegung der Schlange wahrgenommen hat. Das Signal wurde auf zwei verschiedene Wege geschickt – eine untere und eine obere Straße, wenn Sie so wollen. Die untere Straße gehört zum X-System und sie hat die Information direkt in die Amygdala (das Zentrum des Gehirns für Angst und Gefahr, auf Deutsch auch „Mandelkern“ genannt) geleitet. Die Amygdala reagiert schnell und zwingt den Körper, zurückzuzucken.

Der zweite Teil des Signals (der die obere Straße genommen hat) schickt die Information über eine lange Schleife in einen Teil des C-Systems, wo sie eher bewusst verarbeitet und wo die mögliche Bedrohung beurteilt wird. Dieses System weist darauf hin, dass sich zwischen Ihnen und der Schlange eine Glasscheibe befindet. Aber bis dahin haben Sie schon reagiert. Vom Standpunkt des Überlebens her gesehen ist ein falsch positives Ergebnis besser als ein falsch negatives. Die Emotion ist so gestaltet, dass sie die Logik aussticht.

Sind Sie nun Spock oder McCoy?

Selbstverständlich benutzen wir alle zu verschiedenen Zeitpunkten beide Systeme. Tatsächlich lassen die Indizien vermuten, dass Menschen mit schwer geschädigtem X-System überhaupt keine Entscheidungen treffen können. Sie verbringen den ganzen Tag im Bett und wägen die Möglichkeiten ab, ohne dass sie sich tatsächlich zum Handeln aufraffen.

Allerdings könnte uns vom Investment-Standpunkt her am besten gedient sein, wenn wir unser C-System benutzen würden. Glücklicherweise können wir ausprobieren, wie leicht es ist, das X-System zu überstimmen. Shane Frederick von der Yale University (früher am MIT) hat einen einfachen, aus drei Fragen bestehenden Test entwickelt, der

EINFÜHRUNG

besser als jeder IQ-Test oder SAT-Score die Fähigkeit des C-Systems misst, den Output unseres X-Systems zu prüfen.² Man bezeichnet die Kombination dieser drei Fragen als Cognitive Reflection Task (CRT).

Sehen Sie sich die folgenden drei Fragen an:

1. Ein Schläger und ein Ball kosten zusammen 1,10 Dollar. Der Schläger kostet einen Dollar mehr als der Ball. Wie viel kostet der Ball?
2. Fünf Maschinen brauchen für die Herstellung von fünf Teilen fünf Minuten. Wie lange würden 100 Maschinen brauchen, um 100 Teile herzustellen?
3. Auf einem See wachsen Seerosen. Die Fläche, die sie bedecken, verdoppelt sich jeden Tag. Wenn es 48 Tage dauert, bis der gesamte See bedeckt ist, wie lange dauert es dann, bis die Hälfte des Sees bedeckt ist?

Nun gibt es auf jede dieser Fragen eine naheliegende, aber leider unrichtige Antwort, und eine weniger naheliegende, aber richtige Antwort. Auf Frage 1 antwortet das Auf die Schnelle-System mit 0,10 Dollar. Doch ein bisschen logisches Denken zeigt, dass die richtige Antwort 0,05 Dollar lautet:

$$1 \text{ Schläger} + 1 \text{ Ball} = 1,10 \text{ Dollar}$$

$$1 \text{ Schläger} - 1 \text{ Ball} = 1 \text{ Dollar}$$

$$2 \text{ Schläger} = 2,10 \text{ Dollar}$$

$$1 \text{ Schläger} = 1,05 \text{ Dollar}$$

$$1 \text{ Ball} = 0,05 \text{ Dollar}$$

Auf Frage 2 reagiert man aus dem Bauch heraus häufig mit „100 Minuten“. Aber wenn man ein bisschen nachdenkt, sieht man, dass,

wenn fünf Maschinen fünf Minuten brauchen, um fünf Teile herzustellen, der Ausstoß ein Teil pro Maschine pro fünf Minuten beträgt. Deshalb würden 100 Maschinen für die Herstellung von 100 Teilen fünf Minuten brauchen.

Und bei der abschließenden Frage 3 besteht die häufigste unrichtige Lösung darin, die 48 Tage zu halbieren und „24 Tage“ zu sagen. Aber wenn sich die bedeckte Fläche täglich verdoppelt, muss sie am Tag vor der vollständigen Bedeckung den See zur Hälfte bedeckt haben, und deshalb lautet die korrekte Antwort „47 Tage“.

Machen Sie sich nichts daraus, wenn Sie eine oder alle drei Fragen falsch beantwortet haben – damit sind Sie nicht allein. Tatsächlich stellte Frederick, nachdem er den Test fast 3.500 Menschen vorgelegt hatte, fest, dass es nur 17 Prozent schafften, sie alle drei richtig zu beantworten. 33 Prozent beantworteten keine davon richtig! Die beste Leistung erzielte eine Gruppe von MIT-Studenten. Von ihnen schafften es 48 Prozent, alle drei Fragen korrekt zu beantworten – aber trotzdem ist das von einigen der besten Studenten der Welt nicht einmal die Hälfte. Ich habe diese Fragen von 600 professionellen Investoren bearbeiten lassen (Fondsmanager, Trader und Analysten), und nur 40 Prozent schafften es, alle drei Fragen korrekt zu beantworten, während zehn Prozent keine einzige richtig hatten.

Was sagt uns das? Es sagt uns, dass alle Menschen dazu neigen, Entscheidungen mithilfe des X-Systems zu treffen, die dann häufig nicht von dem logischer operierenden C-System geprüft werden. Ich habe festgestellt, dass die Zahl der korrekten Antworten auf Fredericks Fragen mit der grundsätzlichen Anfälligkeit für eine Fülle anderer Verhaltenstendenzen korreliert, zum Beispiel Verlustangst, Konservatismus und Ungeduld. Diejenigen, die keine richtigen Antworten finden, scheinen ausgeprägter unter diesen Neigungen zu leiden als diejenigen, die drei Fragen richtig beantworteten.

EINFÜHRUNG

Für den Fall, dass Sie alle drei Fragen richtig beantwortet haben und jetzt im Begriff stehen, dieses Buch wegzulegen, möchte ich Sie davor warnen, dass zwei sehr wichtige Verzerrungstendenzen anscheinend gegen die Macht des CRT gefeit sind. Unabhängig davon, wie gut Sie beim CRT abgeschnitten haben, treffen Sie wahrscheinlich trotzdem auf ein paar spezifische geistige Fallstricke – nämlich übertriebenen Optimismus, übertriebenes Selbstvertrauen und die Bestätigungstendenz. Diese werden wir in den nachfolgenden Kapiteln erkunden.

Das ungeprüfte X

Wann verlassen wir uns am meisten darauf, dass uns das X-System aus der Patsche hilft? Psychologen³ haben sich mit dieser Frage beschäftigt und folgende Umstände vorgelegt, unter denen die Wahrscheinlichkeit steigt, dass man mit dem X-System denkt:

- Wenn das Problem schlecht strukturiert und komplex ist.
- Wenn die Informationen unvollständig, mehrdeutig und unterschiedlicher Natur sind.
- Wenn die Ziele unklar definiert sind, sich verschieben oder miteinander konkurrieren.
- Wenn der Stress hoch ist, denn dann bestehen entweder zeitliche Beschränkungen oder es steht viel auf dem Spiel.
- Wenn Entscheidungen auf Interaktionen mit anderen beruhen.

Ich weiß nicht, wie es bei Ihnen ist, aber so ziemlich alle Entscheidungen von gewisser Tragweite, die ich je treffen musste, fielen in eine oder mehrere der genannten Kategorien. Und sicherlich sind viele Entscheidungen, die wir angesichts einer Investitionsmöglichkeit fällen, davon geprägt.

Einer der großartigsten Anleger der Welt, nämlich Warren Buffett, hat einmal gesagt, als Anleger müsse man lernen, sein X-System zu kontrollieren: „Ab einem IQ von 100 korreliert die Intelligenz nicht mit dem Anlageerfolg. Wenn man eine normale Intelligenz besitzt, braucht man vor allem das richtige Temperament, um die Antriebe zu kontrollieren, die andere Menschen bei der Geldanlage in Schwierigkeiten bringen.“

Doch bevor wir daraus schließen, dass wir alle unsere Verhaltensfehler behoben hätten, sollten wir uns der Tatsache bewusst sein, dass Selbstbeherrschung (die Fähigkeit, unsere Triebe zu überwinden) wie ein Muskel ist – nachdem man sie eingesetzt hat, braucht sie Zeit, um sich zu regenerieren. Um sich diesen Punkt klarzumachen, denken Sie einmal über folgendes Experiment nach:⁴

Man sagt Ihnen, Sie sollen vor der Übung drei Stunden lang nichts essen (und sie ist so terminiert, dass Sie dafür das Mittagessen ausfallen lassen müssen). Sobald Sie im Labor ankommen, werden Sie in eine von drei Gruppen gesteckt.

Die erste Gruppe wird in einen Raum gebracht, in dem der Duft frisch gebackener Schokoladenkekse in der Luft liegt. In dem Raum gibt es zwei Schalen, eine mit frisch gebackenen Schokoladenkeksen und eine mit Radieschen. Der Gruppe wird gesagt, dass sie so viele Radieschen essen darf, wie sie will, aber keine Schokoladenkekse. Die zweite Gruppe hat mehr Glück. Auch bei ihr gibt es zwei Schalen mit dem gleichen Inhalt wie bei der ersten Gruppe, aber ihr wird gesagt, dass sie die Kekse essen darf. Die dritte Gruppe wird in einen leeren Raum gebracht.

Nach zehn Minuten werden alle drei Gruppen gerufen und in einen anderen Raum gebracht, wo sie einen Test machen sollen. Dabei geht es um einen dieser schwierigen Tests, bei denen man eine Form zeichnen soll, aber ohne eine Linie zu überschreiten, die man davor gezeichnet hat, und ohne den Stift abzusetzen.

EINFÜHRUNG

Was meinen Sie, wie die Mitglieder der einzelnen Gruppen bei dem Test abgeschnitten haben? Diejenigen, die gezwungen gewesen waren, der Versuchung frisch gebackener Schokoladenkekse zu widerstehen und sich mit Radieschen zufrieden zu geben, gaben nach weniger als der halben Zeit auf, die die beiden anderen Gruppen durchhielten. Außerdem hatten sie nur halb so viele Aufgaben zu lösen versucht! Ihre Willenskraft hatte sich einfach dadurch vermindert, dass sie der Versuchung durch die Kekse widerstehen mussten.

Diese Ergebnisse lassen vermuten, dass es tückisch wäre, sich allein auf seine Willenskraft zu verlassen. Wenn wir dem Schokoladenkekse widerstehen, der uns anlacht, kann uns das zu einer schlechten Anlageentscheidung verleiten. Willenskraft allein reicht als Bollwerk gegen Verhaltenstendenzen wahrscheinlich nicht aus.

Wie Warren Buffett einmal gesagt hat: „Investieren ist einfach, aber nicht leicht.“ Soll heißen, dass es einfach sein dürfte, zu verstehen, wie effektive Geldanlage funktioniert: Man kauft Anlagen unter ihrem inneren Wert und verkauft sie später, wenn sie zu oder über ihrem fairen Wert gehandelt werden. Aber die Palette unserer Verhaltenstendenzen hindert uns daran, das zu tun, von dem wir wissen, dass wir es eigentlich tun sollten. Seth Klarman bemerkt dazu:

„Wenn also alle Bürger des Landes zu Wertpapieranalysten würden, ‚Intelligent investieren‘ von Benjamin Graham auswendig lernen und regelmäßig die alljährliche Hauptversammlung von Warren Buffett besuchen würden, dann würden sich die meisten Leute trotzdem unwiderstehlich zu angesagten Börsengängen, Momentum-Strategien und Investment-Moden hingezogen fühlen. Die Menschen fänden es dann immer noch verlockend, Day-Trading zu betreiben und technische Analysen von Aktiencharts vorzunehmen. Ein Land mit lauter Wertpapieranalysten würde

trotzdem noch überreagieren. Kurz gesagt würden selbst die bestausgebildeten Investoren die gleichen Fehler machen, die Investoren schon immer machen, und zwar aus dem gleichen unveränderlichen Grund – sie können einfach nicht anders.“

Die Alternative ist, bessere Verhaltensweisen fest in seine Anlagemethode einzubinden. In den nun folgenden Kapiteln werde ich ein paar der zerstörerischsten Verhaltenstendenzen und gängigen Denkfehler vorführen, die ich bei professionellen Anlegern gesehen habe. Ich werde Ihnen beibringen, wie man diese geistigen Fallstricke erkennt und gleichzeitig die Psychologie erforscht, die unterschwellig hinter dem betreffenden Fehler steht. Und dann zeige ich Ihnen, was Sie tun können, um zu versuchen, Ihr Portfolio vor den nachteiligen Auswirkungen zu bewahren, die solche Fehler auf die Rendite haben. Und dabei werden wir sehen, wie sich einige der besten Anleger der Welt bemüht haben, Investmentprozesse zu entwickeln, die ihre Verhaltensfehler auf ein Minimum reduzieren.

Blättern Sie also um, dann beginnen wir unsere Reise in Ihren Geist. Erster Halt: Emotionen und die Hitze des Gefechts!

Anmerkungen

1. Pronin, E., D.Y. Lin und L. Ross: „The Bias Blind Spot: Perceptions of Bias in Self versus Others“, in: *Personal and Social Psychology Bulletin* 28, 2002, S. 369-381.
2. Frederick, S.: „Cognitive Reflection and Decision Making“, in: *Journal on Economic Perspectives* 19, 2005, S. 24-42.
3. Siehe Klein, Gary: *Sources of Power: How People Make Decisions*, Cambridge, MA, MIT Press 1999.
4. Muraven, M.R. und R.F. Baumeister: „Self-Regulation and Depletion of Limited Resources: Does Self-Control Resemble a Muscle?“, in: *Psychological Bulletin* 126, 2000, S. 247-259.

1 KAPITEL

IM EIFER DES GEFECHTS

Vorbereitung, Planung und Festlegung auf eine Strategie

EMOTIONALE ZEITREISEN SIND NICHT GERADE eine Stärke unserer Spezies. Wenn wir , ohne Druck ausgesetzt zu sein, gefragt werden, wie wir uns in Zukunft verhalten werden, stellt sich heraus, dass wir uns sehr schlecht vorstellen können, wie wir im Eifer des Gefechts handeln würden. Man bezeichnet diese Unfähigkeit, unser eigenes künftiges Verhalten unter emotionaler Belastung vorherzusagen, als „Empathie-Lücke“.

Wir alle erleben Empathie-Lücken. Beispielsweise kann man sich nach dem Verzehr einer üppigen Mahlzeit nicht vorstellen, je wieder

hungrig zu sein. Auch sollte man nie im Supermarkt einkaufen, wenn man hungrig ist, denn dann kauft man zu viel.

Und jetzt stellen wir uns vor, Sie hätten sich irgendwo im Wald verirrt. Während Sie Ihren Rucksack durchwühlen, merken Sie, dass Sie vergessen haben, Essen und Wasser mitzunehmen. Schrecklich! Was würden Sie mehr bedauern: Dass Sie kein Essen oder dass Sie kein Wasser mitgenommen haben?

Psychologen¹ haben genau diese Frage zwei Gruppen von Menschen gestellt und ihnen als Gegenleistung fürs Mitmachen eine Flasche Wasser angeboten. Die eine Gruppe wurde kurz vor dem Training in einem Fitnessstudio gefragt. Die andere Gruppe wurde direkt nach dem Training gefragt. Wenn die Menschen gute emotionale Zeitreisende wären, hätte sich der Zeitpunkt überhaupt nicht auf die Antworten auswirken dürfen. Aber das ist nicht das Muster, das die Forscher entdeckten. Von den Menschen, die vor dem Training befragt wurden, meinten 61 Prozent, sie würden es mehr bedauern, dass sie kein Wasser mitgenommen haben. Aber nach dem Training sagten 92 Prozent, sie würden es mehr bedauern, dass sie kein Wasser mitgenommen haben!

Mein absolutes Lieblingsbeispiel für eine Empathie-Lücke stammt aus einem Experiment meines Freundes Dan Ariely und seinem Koautor George Loewenstein.² Sie baten 35 Männer (dass es Männer sein mussten, wird gleich nur allzu klar werden), sich auf einem in Frischhaltefolie eingepackten Laptop Bilder mit sexuellen Reizen anzuschauen. Um zart besaiteten Lesern das Erröten zu ersparen, lasse ich die vollständige Liste weg und sage nur, dass dazu auch Handlungen wie Schlagen und Fesseln gehörten.

Die Teilnehmer wurden im sogenannten kalten Zustand (vor einem Mitarbeiter des Experiments in einer klassenzimmerähnlichen Umgebung) gebeten, zu beurteilen, wie sehr sie die einzelnen Handlungen