

KEN FISHER,  
Jennifer Chou, Lara Hoffmans

# DAS ZÄHLT AN DER BÖRSE

Investieren mit Wissen, das die anderen nicht haben

FinanzBuch Verlag

# 1.

## Was glauben Sie, das in Wirklichkeit falsch ist?

### **Wenn Sie wüssten, dass es falsch ist, würden Sie es nicht glauben**

Wenn Sie sicher wüssten, dass etwas falsch ist, würden Sie es mit Sicherheit nicht glauben! Leider hat in der Investmentbranche ein Großteil des angewandten Wissens die Form von altherwürdigen Mythen angenommen. Anders ausgedrückt: die meisten Vorstellungen, die Ihnen begegnen, sind falsch! Es ist noch gar nicht so lange her, dass die Menschheit die Welt für eine Scheibe hielt. Es ist also nichts Neues, dass wir Irrlehren glauben und auf falsche Rezepte hereinfallen. Das geht uns allen so. Wer das versteht und akzeptiert, hat den ersten Schritt getan, um besser zu werden und die anderen zu schlagen!

Könnte man mit einem einfachen Rezept Irrtümer von Fakten unterscheiden, gäbe es weniger trügerische Scheinwahrheiten. Trotzdem ist es nicht unmöglich. Die Schwierigkeit besteht nur darin, alle bisherigen Vorstellungen auf den Prüfstand zu stellen. Das fällt den meisten Menschen allerdings sehr schwer; sie hassen es, sich selbst auf diese Art zu befragen, und verbringen viel Zeit damit, sich und andere davon zu überzeugen, dass ihre Vorstellungen richtig sind. Aus diesem Grund sollten wir unseren eigenen Überzeugungen niemals trauen!

Um weit verbreiteten Irrtümern auf die Spur zu kommen, muss die erste Frage daher lauten: Warum glauben so viele Menschen Dinge, die schlichtweg falsch sind? Und warum pflanzen sich Irrtümer fort und werden von Generation zu Generation weitergegeben? Wir haben bereits gesehen, dass Menschen unbeirrt Falschheiten glauben, weil jeder einzelne nur selten seine Meinung hinterfragt, vor allem dann, wenn es intuitiv richtig erscheint und noch viel mehr, wenn die Leute in ihrer Umgebung derselben Meinung sind. In unserer Gesellschaft ist es üblich, die Ansichten anderer in Frage zu stellen: „Diese ver\_\_\_\_\_ Republikaner/-Demokraten (Unzutreffendes bitte streichen) versuchen einem jeden Schwindel zu verkaufen!“ Doch wir sind nicht daran gewöhnt, uns selbst zu überprüfen oder gar die Gesetze des Universums zu hinterfragen, wie Einstein, Edison oder Newton es taten. Wir neigen dazu, das Wissen früherer Generationen zu akzeptieren und auf die klugen Ratschläge anderer zu hören. Wir hinterfragen nur selten, was uns erzählt wird. Schließlich kann man auch nicht alles überprüfen – und was allgemein geglaubt wird, kann doch so falsch nicht sein!

Die Medizin ist ein gutes Beispiel. Es wurde uns beigebracht, zum Doktor zu gehen, ihm unsere Symptome zu beschreiben und die Diagnose zu akzeptieren.

Im Allgemeinen ist das auch richtig, da die Medizin auf wissenschaftlichen Grundlagen aufbaut und sich Wissenschaft und medizinische Praxis über lange Zeit gemeinsam weiterentwickelt haben und miteinander übereinstimmen: Zwar nicht immer – auch unter Ärzten ist so manches Märchen im Umlauf! –, aber doch meistens. Hier und in vielen anderen Fällen leistet uns das überlieferte Wissen gute Dienste. Das macht uns blind dafür, dass dies in manchen Bereichen nicht der Fall ist. Und dazu gehören leider auch die Kapitalmärkte!

Das meiste, woran Sie glauben, teilen Sie mit anderen Anlegern: diese überlieferten Weisheiten haben sich in zahllosen Büchern niedergeschlagen und werden allgemein akzeptiert. Wer zum ersten Mal investiert, begegnet ihnen bald; die großen Kapazitäten des Feldes glauben an sie. Wer würde diese altbewährten Konzepte über Bord werfen?

Sie selbst sollten es tun!

Nehmen wir die weit verbreitete Vorstellung, Märkte mit einem hohen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) seien riskanter als Märkte mit einem niedrigen KGV. (Für diejenigen, die Neulinge an den Finanzmärkten sind: das KGV, oder Kurs-Gewinn-Verhältnis, errechnet sich aus dem Preis pro Aktie, geteilt durch den Gewinn pro Aktie und ist vermutlich der grundlegendste und wichtigste Bewertungsmaßstab für Aktien. Auch für alle Aktien einer Branche oder eines ganzen Marktes kann ein gewichtetes KGV errechnet werden.)

Anleger glauben gerne, ein Markt mit einem hohen KGV sei riskanter und habe weniger ‚Luft nach oben‘ als ein Markt mit einem niedrigen KGV. Auf den ersten Blick macht das ja auch Sinn. Ein hohes KGV bedeutet, dass eine Aktie (oder ein ganzer Markt) im Vergleich zu den Einnahmen hoch bewertet ist. Wenn dieser Wert zu hoch ist, muss man davon ausgehen, dass eine Aktie oder ein Markt überbewertet ist und wahrscheinlich bald zu fallen beginnt. Diese Vorstellung ist allgemein verbreitet, erscheint logisch und ist schon seit Ewigkeiten ein wichtiger Investmentgrundsatz. Versuchen Sie einmal, Ihre Freunde vom Gegenteil zu überzeugen! Sie müssen mit heftigem Widerspruch, ja mit Gelächter und Naserümpfen rechnen. Es gilt geradezu als unmoralisch, so etwas vorzuschlagen!

Trotzdem habe ich schon vor zehn Jahren mit statistischen Methoden nachgewiesen, dass das KGV allein kein Maß für Risiko oder Gewinnchancen eines Marktes sein kann. Selbst wenn man die Statistik beiseitelässt, zeigt ein Blick in die Theorie der Kapitalmärkte, dass das KGV nichts über Risiko oder Gewinnchancen aussagen kann; wir werden dies später noch untersuchen. Doch die meisten Menschen – sogar die Mehrheit der Investmentprofis, die es wirklich besser wissen müssten – werden Sie für unzurechnungsfähig erklären, wenn Sie nur davon anfangen! Aber Sie können sich rächen: Wenn alle angesichts des hohen KGV zu schlottern beginnen, können Sie – ausgestattet mit dem Wissen, dass das KGV für sich allein nichts über die zukünftige Entwicklung eines Marktes aussagt – gegen ein Fallen des Marktes wetten! Das wird zwar nicht immer funktionieren, denn natürlich kann etwas anderes dazwischenkommen und den Markt ins Wanken bringen (dazu später mehr), aber häufig wird es klappen. Ebenso können wir, wenn die KGV niedrig und die Leute deshalb opti-

mistisch sind, gegen sie wetten. Entscheidend ist nur, Fakten an Stelle der Mythen zu setzen und wissenschaftlich vorzugehen.

Mythen wie derjenige über die Aussagefähigkeit des KGV sind selbst unter den besten Investment spezialisten weit verbreitet und werden der Öffentlichkeit in Büchern und Medien vorgebetet. Niemand erwartet, dass man sie hinterfragt! Nein, wir glauben einfach daran, so wie Katholiken an die Dreieinigkeit oder Umweltschützer an die globale Erwärmung glauben, auch sie brauchen keine weiteren Beweise. Heilige Dogmen! Wer sie hinterfragt oder abweichende Analysen anbietet, ist ein Ungläubiger! Da es keine alternativen Meinungen gibt, entsteht kein Bedürfnis, diese scheinbaren Wahrheiten des Investments mit statistisch gültigen Daten zu untermauern. Die Mythos pflanzt sich fort.

Wie ist es möglich, dass zwar mehr als die Hälfte der Amerikaner irgendeine Art von Anlagendepot hat<sup>1</sup>, aber kaum jemand nach schlüssigen Beweisen für die allgemein anerkannten Anlageweisheiten verlangt? Warum gelten für Investmententscheidungen nicht dieselben Kriterien objektiver Kontrolle wie, sagen wir mal, für Automechaniker? Wir sollten mit den Aussagen der Investmentindustrie über ihre Arbeit genauso kritisch umgehen wie mit denen einer Autowerkstatt, die unseren Wagen repariert hat! Wenn Sie besser investieren wollen, als es Ihnen bislang gelungen ist, seien Sie skeptisch. Seien Sie zynisch! Trauen Sie sich, als Einziger darauf hinzuweisen, dass der Kaiser keine Kleider trägt! Schauen Sie sich um und unterziehen Sie alles, was im Investmentbereich als Wahrheit anerkannt ist, einer strengen Prüfung. Und mit einer Person sollten Sie dabei ganz besonders kritisch umgehen: mit sich selbst!

Ich habe früher oft die Erfahrung gemacht, dass mir etwas, das ich in den Medien hörte oder las, nicht einleuchtete. Dann sprang ich auf und recherchierte, um nachzuprüfen, ob ich mit meinen Zweifeln richtig gelegen hatte. (Die Leute lieben es, Recht zu haben!) Ich sammelte Daten und unterzog sie einer statistischen Analyse, um zu beweisen, dass ich auf der richtigen Fährte gewesen war; und tatsächlich konnte ich häufig zu meiner Zufriedenheit nachweisen, dass ich Recht hatte. (Es ist erstaunlich, wie oft Menschen zu ihrer eigenen Zufriedenheit nachweisen können, dass sie im Recht sind – sie sind dabei Kläger, Richter, Jury und Henker in einem!) Später merkte ich, dass ich den falschen Ansatz gewählt hatte. Es wäre schlauer gewesen, in den Medien nach Aussagen zu suchen, die mir richtig vorkamen, und deren Wahrheitsgehalt zu überprüfen.

Warum? – Nun, eine Behauptung, die mir richtig vorkommt, leuchtet sicher auch vielen anderen ein, vielleicht sogar der Mehrheit der Anleger. Falls wir uns alle irren, steckt eine erhebliche Kraft hinter dieser Entdeckung. Wenn ich nachweisen kann, dass ich und die meisten anderen sich täuschen, dann habe ich in der Tat eine nützliche Information in der Hand! Ich kann bewusst gegen die Mehrheit wetten, denn ich weiß etwas, was sie nicht wissen.

Nehmen wir an, ich glaube, der Faktor X bewirke das Ergebnis Y. Vermutlich bin ich nicht der Einzige; viele andere glauben dasselbe. Sollte ich mich täuschen, täuschen die anderen sich ebenfalls. Wenn nun X eintritt, werden viele Leute darauf wetten, dass auch Y eintritt. Gibt es aber gar keine Kausalrelation zwischen X und Y, muss es einen anderen Faktor geben, der Y bewirkt, der jedoch vermutlich nicht

mit X korreliert: Das Eintreten von Y nach dem Eintreten von X ist dann rein zufällig! Die meisten Menschen werden dennoch auf Y wetten, und ich kann gegen diesen Trend wetten und werde dabei häufig Recht behalten. (Wenn ich auch noch herausfinden kann, was tatsächlich Y verursacht, habe ich den nächsten wichtigen Schritt getan. Diesem Schritt wenden wir uns in Kapitel zwei zu.)

Nehmen wir den oben erläuterten Irrglauben über das KGV, der ein hervorragendes Beispiel abgibt. Nehmen wir an, das KGV eines Marktes steigt stark an. Der durchschnittliche Anleger glaubt nun, das Risiko habe sich erhöht und der zukünftige Gewinn sei niedriger; er setzt darauf, dass der Markt fällt. Manchmal wird er Recht behalten; häufiger wird nichts dergleichen geschehen, weil das KGV eben nichts über Risiko und zukünftige Entwicklung eines Marktes aussagt. Ein hohes KGV und die daraus resultierende Furcht verschafft mir die Chance, gegen das Fallen des Marktes zu wetten. Manchmal – z.B. im Jahr 2000 – wird es nicht funktionieren. In den meisten Fällen, wie in den Jahren 1996–1999 oder im Jahr 2003, werde ich Recht behalten.

Übrigens müssen Sie mir zum jetzigen Zeitpunkt die Sache mit dem KGV noch gar nicht abnehmen! Vorläufig gehe ich davon aus, dass Sie die traditionellen Mythen über das KGV akzeptieren und noch nicht einmal besonders scharf darauf sind, sie in Frage zu stellen (wir kommen später dazu). Bis jetzt ist mir wichtig, dass Ihnen das Folgende einleuchtet: Wenn man einen weit verbreiteten Mythos als falsch erkennt, kann man dagegen wetten und dabei öfter gewinnen als verlieren.

### Frage eins anwenden

Gutes Investieren kann man sich mit einer Faustregel verdeutlichen: Es besteht darin, zu zwei Dritteln keine Fehler zu machen und zu einem Drittel es richtig zu machen. Hippokrates wird die Aussage zugeschrieben: „Das Wichtigste ist, dass du keinen Schaden verursachst!“ Dieser Wahlspruch taugt auch für Anleger!

Um keinen Schaden zu verursachen, sollte man darüber nachdenken, was man glaubt, und sich fragen, ob dies richtig und angemessen ist. Spielen Sie dabei ruhig mal verrückt! Stellen Sie alles in Frage, was Sie zu wissen glauben. Die meisten Leute tun dies äußerst ungern; wenn Sie es tun, haben Sie sich bereits einen Vorteil geschaffen. Wie die Kapitelüberschrift ankündigt, ist dies unsere Frage eins: „Was glauben Sie, das in Wirklichkeit falsch ist?“

Sich Frage eins zu stellen, hilft allerdings nur, wenn Sie ehrlich zu sich sind. Gerade im Investmentbereich gibt es viele Menschen, die schlichtweg nicht in der Lage sind, die Möglichkeit eines eigenen Irrtums einzusehen. Diese Leute werden Ihnen immer erzählen, dass es gut für sie läuft; sie lügen sich in die eigene Tasche, weil sie sich selbst niemals einer verlässlichen und objektiven Analyse unterziehen. Der erste Schritt ist daher, zu verstehen, dass wir alle uns irren – auch die Experten und Profis, von denen wir unsere Informationen erhalten. Mir geht es nicht anders!

Haben Sie sich je selbst diese Frage in Bezug auf die Kapitalmärkte gestellt? Sich zu überlegen, ob man nicht an etwas Falsches glaubt, verlangt die Fähigkeit

zur kritischen Selbstbefragung. Doch wir Menschen sind auf übertriebenes Selbstvertrauen programmiert; dafür ist vermutlich die Evolution verantwortlich. Verhaltensforscher weisen darauf hin, dass unsere Vorfahren in der Steinzeit dieses übertriebene Selbstvertrauen benötigten, um sich täglich, nur mit Stöcken und Steinen bewaffnet, auf die Jagd nach gefährlichen Tieren zu machen. Wenn sie kritisch mit sich selbst zu Rate gegangen wären, hätten sie vermutlich erkannt, dass es verrückt ist, nur mit einem Stock mit Feuersteinspitze bewaffnet auf einen Büffel loszugehen! Leider wären sie und ihre Familien dann verhungert. Tatsächlich war übertriebenes Selbstvertrauen – der Glaube, man könne etwas erfolgreich tun, ohne dass sich dies rational begründen ließe – entscheidend für den Erfolg des Menschen in vielen Bereichen des Lebens und die Voraussetzung für die erfolgreiche Evolution unserer Art. An der Börse ist sie dagegen Gift, wie wir in Kapitel drei sehen werden.

Dennoch hassen die meisten Anleger es, allgemein anerkanntes Wissen in Frage zu stellen. Es gibt eine schlichte Wahrheit, die wir meistens nicht einsehen wollen: Der Markt demütigt jeden – so viel und so lange wie möglich! Ich habe mich irgendwann entschieden, den Markt bei seinem wahren Namen zu nennen: „Der Große Demütiger“ (abgekürzt als der GD). Mein Ziel ist es, mit dem GD zu tun zu haben, ohne allzu oft gedemütigt zu werden. Und der GD verhält sich beim Demütigen absolut fair. Es ist ihm egal, ob Sie reich oder arm, schwarz oder weiß, dünn oder dick, männlich oder weiblich, verkrüppelt oder Olympiasieger sind. Er will alle demütigen, mich und Sie eingeschlossen! Ehrlich gesagt glaube ich, dass er mich noch etwas lieber demütigen möchte als Sie. Sie zu demütigen, ist schön und gut, aber bei mir macht das noch viel mehr Spaß! All die *Forbes* und *Bloomberg Money*-Leser, die mich auslachen, und meine Kunden, die mir 30 Milliarden Dollar anvertraut haben und richtig sauer werden. Stellen Sie sich vor, wie gerne der GD Warren Buffett demütigen würde! Je wichtiger und größer im Geschäft Sie sind, desto lieber würde der GD Sie am Boden sehen! Aber tatsächlich will der GD jeden demütigen und erwischt früher oder später auch so ziemlich jeden – der kriegt wirklich den Hals nicht voll!

Wie können Sie selbst dem GD am meisten dabei helfen, Sie zu demütigen? Ganz einfach: Indem Sie möglichst viele Wetten aufgrund von Informationen abschließen, über die auch alle anderen verfügen. Und wie können Sie dem GD den Spaß gründlich verderben? Indem Sie nur auf Informationen setzen, über die die meisten Leute nicht verfügen.

Trainieren Sie, die Frage eins so anzuwenden, wie ich es hätte tun sollen: Schauen Sie die Medien nach Aussagen durch, an die Sie glauben. Machen Sie sich eine Liste davon. Es kann dabei um einzelne Aktien gehen, um ganze Märkte, um Währungen oder um irgendetwas anderes. Versuchen Sie, eine Aktie – ob Sie sie nun besitzen oder nicht – im Hinblick darauf anzuschauen, was Sie zu ihrem Kauf oder ihrem Verkauf bewegen könnte. Welche Informationen könnten Sie bei der Entscheidung beeinflussen? Machen Sie sich eine Liste von allen Annahmen, die Sie dabei beeinflussen.

Notieren Sie es sich, wenn Sie eine Entscheidung treffen würden, die sich nicht durch Daten oder Informationen rechtfertigen lässt. In diesem Fall liegt Ihrer