

Arnold Kitzmann

Massenpsychologie und Börse

Arnold Kitzmann

Massenpsychologie und Börse

So bestimmen Erwartungen
und Gefühle Kursverläufe



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.

1. Auflage 2009

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden 2009

Lektorat: Guido Notthoff

Gabler ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

www.gabler.de



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: Nina Faber de.sign, Wiesbaden

Druck und buchbinderische Verarbeitung: Krips b.v., Meppel

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier.

Printed in the Netherlands

ISBN 978-3-8349-0297-9

Vorwort

Der Einfluss der Psychologie auf die Börse ist von eminenter Bedeutung. Insbesondere Auswirkungen der Massenpsychologie treten hier immer wieder auf. In erstaunlicher Regelmäßigkeit lassen sich Phänomene beobachten, die sich sehr gut psychologisch erklären lassen.

Gerade in den letzten Jahren hat es an den Börsen erhebliche Turbulenzen gegeben, die durch massenpsychologische Phänomene verstärkt wurden. Dieses Buch möchte das Wissen um diese Phänomene vermitteln. Es hilft somit entscheidend dabei, das Anlegerverhalten zu optimieren und typische Fehler zu vermeiden.

Für die Durchsicht des Manuskriptes danke ich meiner Frau Elisabeth sowie meinen Kindern Jana und Gunnar. Des Weiteren danke ich Herrn Dr. Scarabis, Herrn Dr. Weinert und Herrn Michallik für wichtige Anregung. Ebenso danke ich Herrn Notthoff vom Gabler Verlag.

Das Buch ist gedacht für Leser, die als Anleger oder Berater ihre Ergebnisse optimieren wollen und den psychologischen Einfluss besser verstehen wollen, der durch Massenphänomene hervorgerufen wird.

Münster, im September 2008

Dr. Arnold Kitzmann

Inhaltsverzeichnis

Vorwort.....	5
1. Psychologie und Börse	9
1.1 Spekulationen.....	10
1.2 Behavioral Finance.....	16
1.3 Die Masse und der Herdentrieb.....	20
1.3.1 Die wichtigsten Aussagen von Le Bon für Börsianer	20
1.3.2 Aus der Masse ausscheren.....	22
1.3.3 Massenpsychologie und Beeinflussbarkeit	25
1.4 Psychologische Börsenkompetenz	30
2. Psychoanalyse und Börse.....	35
2.1 Anlegerverhalten und unbewusste Reaktionen	40
2.1.1 Spielen und Gewinnen.....	44
2.1.2 Die Tragik des Gewinners	45
3. Achtung: Psychofallen!	47
3.1 Irrationale Börse und subjektive Faktoren.....	47
3.2 Börsenstimmung und Volatilität.....	48
3.3 Risikomanagement und Entscheidungsverhalten.....	51
3.4 Psychofallen auf dem Börsenparkett.....	52
3.4.1 Komplexität und Börse.....	60
3.4.2 Die Psyche und die Baisse.....	60
3.4.3 Irrationale Übertreibung.....	61
4. Aktien und Kurse	63
4.1 Aktien und Kurse unter der psychologischen Lupe	66
4.2 Der Index und die Trends.....	72
4.3 Psychologische Fallstricke	81
4.4 Typische Anlagefehler und ihre psychologische Begründung.....	83
5. Psychologie und Kursschwankungen	85
5.1 Die Jahre 2000 bis 2008.....	86
5.2 Tücken und Überraschungen.....	91
5.3 Psychologische Effekte bei Neuemissionen.....	92

5.4 Psychologische Faktoren nutzen	92
6. Kleine Typologie der Anleger	95
6.1 Wahrnehmung und Anlage	95
6.2 Anlegerverhalten	100
6.3 Typische Anlegerprofile	104
6.4 Wie sich Anleger informieren.....	110
7. Die Risikobereitschaft des Anlegers	115
7.1 Risiken und Chancen	115
7.2 Das Verlustrisiko minimieren	118
7.3 Rendite, Risiko und Liquidität	120
7.4 Empfehlungen richtig einschätzen	121
8. Geld und Glück	127
9. Börsenregeln	135
9.1 André Kostolany.....	135
9.2 Börsenweisheiten im Überblick	137
10. Gesellschaftliche Einflüsse und Veränderungen	139
Literaturverzeichnis	143
Der Autor	147
Stichwortverzeichnis.....	149

1. Psychologie und Börse

„Was ich anfasse, wird zu Gold“ – wer wünschte sich das nicht. Schon einmal gab es jemanden, dem dies gelang. Allerdings ist das sehr lange her, mehr als 2.000 Jahre. Der griechische König Midas erkannte, dass die Herstellungskosten des Geldes verschwindend gering ausfallen, verglichen mit dessen späterem Markt- oder Nennwert. Die Konsequenz: Er führte als erster das Münzgold ein und erwarb damit für sich die Lizenz zum „Gelddrucken“. Er produzierte, das erzählt die Legende, sozusagen laufend „Gold“.

Seit damals werden nicht nur Güter, sondern auch Dienst- und Arbeitsleistungen gegen Geld abgerechnet. Außerdem dient Geld dem Einzelnen dazu, sein Leben nach eigenen Vorstellungen und Wünschen zu gestalten. Geld verbindet Gegenwart und Zukunft miteinander, sagte der renommierte britische Volkswirtschaftler John Maynard Keynes (1883 bis 1946).

Auch die Börse spielt in diesem Zusammenhang eine bedeutende Rolle. Ein Faktor wird dabei immer wichtiger: der Einfluss der Psychologie auf das Börsengeschehen. Die Börsenkurse werden nicht nur von Fakten, sondern auch von der Meinung Hunderttausender von Anlegern bestimmt. Nach André Kostolany, dem Börsen-Altmeister, beträgt der Einfluss der Psychologie auf die Aktienkurse 90 Prozent. Die Anleger haben fast nie vollständige Informationen und müssen aus diesem Grund Entscheidungen treffen, die unsicher sind. Momentane Stimmungseinflüsse wirken auf die Börse ein. Gerade den Aktienhandel bestimmen emotionale Faktoren. Die Informationsflut und der damit zusammenhängende Stress beeinflussen Börsianer außergewöhnlich stark. Deswegen untersucht man heute das Börsengeschehen auch nach psychologischen Gesichtspunkten und spricht dabei von „Behavioral Finance“. Diese „verhaltensorientierte Finanzwissenschaft“ hat die Stärken und Schwächen von Börsianern im Blick.

Der Behavioral-Finance-Experte Professor Daniel Kahneman von der Princeton-Universität in den USA ist der Auffassung, das Börsengeschehen folge je zur Hälfte ökonomischen und psychologischen Gesetzmäßigkeiten. Typisch für Anleger sei, dass sie ihre eigenen Fähigkeiten überschätzten und Verlustpositionen zu lange aufrechterhielten. Dabei verlassen sie sich laut Kahneman zum einen darauf, dass Kurse schon wieder steigen, zum anderen gestehen sie sich negative Ergebnisse auf keinen Fall ein.

Was spielt sich in unserem Gehirn ab, wenn wir Entscheidungen über Geld treffen? Hier können neue Erkenntnisse der Neuroökonomie wichtige Anregungen vermitteln. Erst, wenn wir Psychologie, Ökonomie und Neurologie im Zusammenhang sehen, können wir das Anlegerverhalten besser verstehen. Die Erwartungen von positiven oder negativen Ereignissen können intensivere Reaktionen hervorrufen als die Ereignisse selbst. Wir müssen Gefühle wie Hoffnung, Gier, Angst, Panik und Freude besser verstehen, um Anlegerentscheidungen nachvollziehen zu können.

Bei drohenden finanziellen Verlusten lassen sich Veränderungen in der gleichen Hirnregion feststellen, in der wir auch auf allgemeine Gefahren reagieren. Unser Gehirn sucht ständig nach Mustern und Regelmäßigkeiten, es übersieht dabei aber sehr schnell, dass wir es gelegentlich mit überkomplexen oder zufälligen Situationen zu tun haben. Wir müssen ständig Vorhersagen über Unvorhersehbares treffen. Eine Erfolgsserie kann auch sehr schnell dazu führen, dass wir fälschlicherweise glauben, wir hätten Macht über einen zufälligen Vorgang.

Wir bevorzugen Vertrautes, obwohl das Unbekannte mehr Chancen bieten könnte. Wir glauben Kontrolle über die Zukunft zu haben, obwohl wir nur einen Teil überschauen. Stark beeinflusst werden wir dabei auch durch Gruppen und die öffentliche Meinung. Doch nicht nur die von Gruppen vermittelte scheinbare Sicherheit ist häufig trügerisch, sondern auch die eigene Vorstellungskraft kann uns in die falsche Richtung lenken. Wenn wir uns ein Ereignis leicht vorstellen können, halten wir es für wahrscheinlicher, auch wenn ein anderes Ereignis viel realistischer ist.

Massenphänomene spielen an der Börse ebenfalls eine erstaunlich große Rolle. Viele Anleger orientieren sich an anderen Investoren, andere verhalten sich wiederum bewusst entgegengesetzt zur Mehrheit. Das spektakulärste Beispiel in letzter Zeit zeigte sich bei dem amerikanischen Hedge Fonds Credit Opportunities im Jahre 2007. John Paulson vom New Yorker Geldverwalter Paulson & Co erzielte einen Gewinn von 12 Milliarden Dollar. Er machte genau das Gegenteil von dem, wozu sich die meisten anderen Banken und Fonds während der amerikanischen Immobilienkrise verleiten ließen. Er ging „short“ und profitierte vom Kursrutsch. Er zählt damit zu den „Contrarians“. Diese entziehen sich dem Herdentrieb und bezweifeln die Weisheit der Masse.

Folgen die Kurse einem Zufallsprozess oder lassen sich Gesetzmäßigkeiten erkennen? Der Mathematiker Benoit Mandelbrot vergleicht Investoren mit Seefahrern, die ihre Boote nur für Schönwetterperioden gebaut haben. Risiken werden schnell unterschätzt, scheinbare Börsenregeln überschätzt. Imitation ist eine der wichtigsten Fähigkeiten der Menschen. Der Herdentrieb kann auch wellenförmig verlaufen. Punkte höchster Instabilität führen zu einer maximalen Crash-Wahrscheinlichkeit. Positive Entwicklungen schaukeln sich schnell hoch und führen zu Übertreibungen. Warum steigen Anleger immer wieder zu Höchstkursen ein und verlassen das Marktgeschehen am Tiefpunkt? Ein Blick in die menschliche Psyche gibt hier Aufschluss.

1.1 Spekulationen

In den Zwanzigerjahren gab es einen extremen Anstieg der Kurse von Radioaktiven. In kurzer Zeit verloren sie dann 90 Prozent ihres Wertes. Ähnlich ging es später mit manchen Internetaktien. Jede größere Entwicklung in den USA wurde bisher durch eine Spekulationsblase finanziert, meint Roger McNamee von der Risikokapitalfirma Integral Capital Partners. Er geht davon aus, dass Spekulationsblasen sehr wohl ihre Bedeutung haben. Sie finanzieren

nämlich viele neue Unternehmen. Während einer Spekulationsblase besteht die Illusion, dass die Wertpapiere endlos weiter steigen. Einiges von dem Geld gelangt in die Hände tatsächlicher Pioniere, die es dann auch produktiv nutzen. Zwar lösen sich die Papiergewinne der Börsianer auch wieder sehr schnell auf, die entstandenen Internet-Router oder Eisenbahnlinien bleiben aber bestehen. Die erste große Marktblase entstand in Holland zwischen 1633 und 1637. Es handelte sich um die berühmte Tulpenspekulation, bei der Tulpenzwiebeln einen extremen Wert entwickelten. Die Tulpenzwiebeln wurden immer teurer und der Preis wurde durch Spekulationen nach oben getrieben. Ganz plötzlich kam dann das böse Erwachen, und der Wert der Tulpenzwiebeln ging stark nach unten. Ähnlich war es bei den Eisenbahnaktien, die am Ende schließlich um 85 Prozent fielen.

Im Rahmen des Internetbooms stellten sich immer wieder folgende Fragen: Welchen Einfluss haben fundamentale Daten und welchen Einfluss haben erwartete Gewinne? In welchem Maße beeinflussen die Finanzmärkte die Grundlagen beziehungsweise die fundamentalen Daten? Sind die fundamentalen Daten nicht in einem viel stärkeren Maße abhängig vom Verhalten an den Finanzmärkten? Wenn die Finanzmärkte davon überzeugt sind, dass es einem Unternehmen gut geht, verbessern sich auch seine Grundlagen. Diese Auffassung von George Soros steht im starken Gegensatz zu vielen anderen Meinungen. Soros geht davon aus, dass nicht allein die fundamentalen Daten die Börse beeinflussen, sondern die Finanzmärkte selbst erheblichen Einfluss auf die Börsenkurse und die fundamentalen Daten haben. Im Zusammenhang von Grundlagen und Bewertungen geht Soros von Reflexivität aus. Beide Seiten beeinflussen einander. Nach Soros führt die Effizienztheorie des Marktes völlig in die Irre. Er geht davon aus, dass Finanzmärkte von Natur aus unvorhersehbar sind. Nach seiner Meinung ist es besser, die Ungewissheit anzuerkennen, die dem Verhalten der Finanzmärkte zugrunde liegt. Finanzmärkte sind nach Soros potenziell immer instabil. Jede wissenschaftliche Vorhersage bezieht diese Irrationalität nicht mit ein. An den Finanzmärkten agieren Menschen mit ihrer Gier und Angst, ihrem Hang zur Nachahmung und ihrer Unerfahrenheit sowie manchmal begrenzten geistigen Kapazität.

Spekulationsblasen haben viel mit Massenpsychologie zu tun. Sie wiederholen sich in der Geschichte immer wieder. Doch bevor wir uns einigen Beispielen zuwenden, ist es wichtig, den Begriff „Massenpsychologie“ zu erläutern. Unter Massenpsychologie versteht man das spontane Zusammenwirken von Individuen in Menschenmengen, -gruppen oder -bewegungen außerhalb etablierter Institutionen. Bedürfnisse, Interessen und Überzeugungen werden dabei gemeinsam hervorgerufen und ausgedrückt. Insbesondere in Krisensituationen zeigen sich Phänomene der Masse. Zu diesen Krisensituationen zählen Panik, Demonstrationen und Aufruhr.

Im 17. Jahrhundert war es die Manie der angeblich seltenen Tulpenzwiebeln, um 1920 der Boom der Rundfunkaktien, um 1950 die Faszination der Aluminiumaktien, 1980 der plötzliche Anstieg der Computerwerte. Der Amerikaner McNamee fasst die positive Seite der Spekulationen sehr schön zusammen: „Die Spekulanten, die letzten Januar (im Jahr 2000) eingestiegen sind, mussten ihr Geld alle für das Wohl der Allgemeinheit opfern, ich denke, wir alle sind ihnen zu Dank verpflichtet.“

Von Ende 1999 bis zu Beginn des Jahres 2000 schätzten Analysten Kursentwicklungen von Internetfirmen der „New Economy“ viel zu hoch ein. Der „Nemax 50“ – er enthielt die 50 größten Aktiengesellschaften des Neuen Marktes – lag bei 9.694 und der „Nemax All Share“ (Index aller Aktiengesellschaften des Neuen Marktes) bei 8.546 Indexpunkten.

Insgesamt bescherte vor allem der März 2000 den Börsen weltweit Rekordumsätze in Höhe von über sechs Billionen Euro. Der Neue Markt in Frankfurt a. M., zugeschnitten auf junge, wachstumsstarke Unternehmen wie Technologie-, Medien- und Telekommunikationsfirmen, wies bisher nie da gewesene Höchststände auf. Sie verführten zu grenzenlosen Hoffnungen. Neuemissionen waren wie eine Lizenz zum Gelddrucken. Obwohl mehrfach überzeichnet, fanden sie reißenden Absatz. Der deutsche Aktienindex (Dax) erreichte im Oktober 1999 5.200 Punkte, kletterte über 7.000 Punkte zu Beginn von 2000 und auf schließlich 8.136 Punkte im März desselben Jahres. Allein schon die Begriffe „New Economy“ und „Internetboom“ regten die Phantasie gewaltig an und setzten überkommene Bewertungsmaßstäbe – etwa Kurs-Gewinn-Verhältnis, Cashflow und Umsatzrendite – außer Kraft. In aller Munde waren positive Wachstumsberichte und beflügelten die Kurssprünge. Es schien, als ob die Shooting Stars des E-Commerce nahezu alle Regeln traditioneller Ökonomie aushebeln würden.

Als im Frühling 2000 die ersten Hiobsbotschaften von Pleiten eintrafen – das US-Wirtschaftsblatt „Barron's“ berichtete als eines der Ersten, drei Viertel der neuen Onlinefirmen würden nicht überleben –, setzte Panik ein. Kurz darauf fielen die Aktien ins Bodenlose und E-Commerce-Unternehmen standen vor dem Ruin. Innerhalb weniger Monate verlor der Nemax All Share etwa zwei Drittel an Wert. Selbst die erfolgsverwöhnten Telekomwerte rutschten immer tiefer in den Keller.

Um das Vertrauen in den Neuen Markt war es geschehen. Anleger wechselten von Technologie- und Telekommunikationsaktien zu „defensiven Werten“ von Branchen wie Nahrungsmittel, Energieversorgung und Pharma, die Spitzenpositionen erzielten. So verzeichneten im Gesamtjahr 2000 die Dax-Werte des Pharmakonzerns Schering einen Gewinn von 51 Prozent. An erster Stelle lag die Aktie des Versicherungsunternehmens Münchener Rück mit einem Kursgewinn von 52 Prozent.

Trotzdem ist davon auszugehen, dass die Computerbranche, das Internet, das Geschäft mit Glasfaserkabeln und die Mobiltelefon-Branche die Zukunftsmärkte schlechthin darstellen, natürlich nur unter der Voraussetzung, dass die Geschäftsmodelle von Anfang an realistisch sind. Zumindest im kurzfristigen Anlagebereich wird sich eine derartige Spekulationsblase wohl nicht mehr wiederholen. Viele Investoren sind jedoch der Ansicht, der eigentliche Internetboom stehe in den kommenden Jahren erst noch bevor, dann jedoch auf soliderer Basis. Das Internet wird zu einem Vertriebskanal unter mehreren – und unter Einschluss von Elementen der „Old Economy“ wie Pflege von Kundenbindungen „face to face“. So gesehen war das Platzen der Spekulationsblase ein heilsamer Schock, der dazu führte, Börsenkandidaten genauer unter die Lupe zu nehmen.

Spekulationsblasen haben ihre wesentliche Ursache darin, dass zu Boom-Zeiten unter Analysten und Brokern kritische Stimmen so gut wie ganz verstummen. Sie, wie alle anderen, möchten von der Hausse profitieren. Und dazu gehört, sich weder mit Großaktionären anzu-

legen, die Summen in Milliardenhöhe investieren, noch mit Banken, die neue Wertpapiere ausgeben, um Eigenkapital für Unternehmen zu beschaffen. Viele lassen sich auf Hausse-Wellen zu ihrem eigenen Vorteil einfach mittragen. Doch auch ihnen passiert es, dass sie bei Verlusten zu spät aussteigen oder ihre Gewinne zu früh realisieren. Den richtigen Zeitpunkt verpassen sie meist, weil sie sich von Gier und Neid verführen lassen und sich einflüsteren, „an Gewinn-Mitnahmen sei noch niemand gestorben“.

Selbst, wenn sich Verluste häufen, halten Börsenprofis an ihrem Gewinner-Image fest. Obwohl sie diese selbst zu verantworten haben, wollen sie sich das nicht eingestehen. Und sie sind nicht in der Lage, innezuhalten und ihre Fehler zu analysieren. Auf Dauer kann sich daraus eine Art von Zwangshaltung entwickeln. Bei der Betrachtung zu kurzer Zeitabschnitte kommt es immer wieder zu erheblichen Fehleinschätzungen. Die Anleger glauben: Dieses Mal ist alles anders als früher. Der Boom leitet angeblich einen neuen Zeitabschnitt ein, der herkömmliche Betrachtungsweisen außer Kraft setzt. Der Absturz der Internetaktien war hierfür das letzte Beispiel. Die Baisse-Märkte 2000 bis 2002 waren zum großen Teil das Ergebnis massenpsychologischer Phänomene.

Menschliche Gefühle beeinflussen das Anlegerverhalten. Psychologische Faktoren verändern die Kurse ebenso wie Bilanzinformationen. Menschliche Entscheidungen sind nur bedingt rational und mit systematischen Fehlern behaftet. Prognosen versagen manchmal, weil die klassische Finanzwissenschaft Erkenntnisse über das menschliche Verhalten noch zu wenig einbezieht.

Das Wissen um massenpsychologische Phänomene kann Prognosen korrigieren und eine exaktere Vorhersage ermöglichen. Auch die Emotionalität des Augenblicks kann unsere rationale Einschätzung überstimmen. Die Gefühle haben eine größere Kraft als langfristige Beurteilungen von Kursverläufen. Wenn wir dies durchschauen, können wir unser Urteil objektiver und realistischer fällen.

Kontakte zwischen Kreditressort und Analystenabteilungen bei Banken sind nicht vorhanden. Dazu dient eine „Chinesische Mauer“ innerhalb eines Instituts. Sie schirmt Investmentbanker, Händler und Analysten räumlich und organisatorisch voneinander ab und soll verhindern, dass geldwerte Insiderinformationen weitergereicht werden.

Ein guter Analyst wird auch meistens keine Prognose zur Entwicklung eines Einzelwertes abgeben, sondern er macht Aussagen zur relativen Performance gegenüber dem Gesamtmarkt. Unter Performance ist die prozentuale Wertentwicklung eines Anlageobjektes oder eines Wertpapierdepots während eines bestimmten Zeitraums zu verstehen. Dahinter steht die Erkenntnis, dass es immer einen Gesamttrend gibt, innerhalb dessen sich einige Werte positiver und schneller als andere bewegen. Diese gilt es zu identifizieren, um die Performance zu erhöhen.

Privatanleger überschätzen oft ihr eigenes Beurteilungsvermögen. Institutionelle Investoren und Fondsmanager sind hierbei ebenfalls nicht immun. Im Gegenteil – da bei ihnen sehr hohe Geldbeträge auf dem Spiel stehen, möchte jeder von ihnen im Börsengeschäft am besten abschneiden.

Nach Ansicht von Robert J. Shiller blähen Medien durch ihre positiven Berichte eine Kursblase nur weiter auf (Shiller 2006). Derartige Berichte überhöhen das Vertrauen in die Börse, denn Anleger fühlen sich Shiller zufolge nun einmal wohler, wenn sie einen florierenden Markt betreten. Der Professor für Wirtschaftswissenschaft an der Yale University in New Haven, USA beschäftigt sich seit fast 30 Jahren mit dem Verhalten auf Finanzmärkten. In seinem Buch „Irrationaler Überschwang“ geht Shiller davon aus, dass im Grunde genommen die Börse wie ein Kettenbrief funktioniert. Solange immer mehr Anleger das Börsenparkett betreten, festigt sich bei ihnen der Glaube daran, dass Kurse nur noch steigen können. Folglich führen nicht harte Fakten zu Kurssteigerungen, sondern Emotionen der Börsianer wie Erwartungen, Hoffnungen, Gier, Angst, Selbstüberschätzung, Herdentrieb und die Anfälligkeit für gut erzählte, scheinbar plausible Geschichten. An euphorisch gestimmten Unternehmensgeschichten von „New Economy-Start-ups“ war während der Zeit der Spekulationsblase kein Mangel. Eigene Gewinnaussichten wurden viel höher eingeschätzt als mögliche Risiken. Nahezu unvorstellbar in diesem Zusammenhang war der Gedanke, neue Geschäftsideen könnten keinen durchschlagenden Erfolg haben.

Henry Blodget, Internetanalyst der US-Investmentbank Merrill Lynch, pflichtet Shiller bei, indem er sagt, zwar „ist der Aktienmarkt keine pure Fiktion, aber es geht immer ums Geschichtenerzählen. Ob eine Aktie ein Kurs-Gewinn-Verhältnis von 10 oder 25 hat, entscheidet die Begeisterung, die eine Unternehmensstory auslöst.“ Die Amazon-Empfehlung von Henry Blodget brachte den Anlegern 1998 übrigens einen 200-prozentigen Gewinn. Damit war er über Nacht berühmt.

Die euphorische Stimmungslage von Ende 1999 bis Anfang 2000 kam den Banken wie gerufen: Sie konnten eine Kaufempfehlung nach der anderen ausgeben. Blodget zufolge ist es wesentlich einfacher, Aktien zum Kauf zu empfehlen als zum Verkauf. Denn bei Verkaufsempfehlungen macht man sich nicht nur Anleger zum Feind, die durch bevorstehende Kursminderungen Nachteile haben, sondern verärgert auch betroffene Unternehmen, die ihr nächstes Geschäft mit der Bank stornieren. Ängste davor führen zu Kurzschlussreaktionen, die lawinenartig Käufe oder Verkäufe auslösen können. Dann spiegeln Kurse überhaupt nicht mehr substantielle Werte, sondern beruhen rein psychologisch auf dem Herdentrieb. Niemand möchte das Schlusslicht sein, wenn Kurse (stark) fallen oder steigen. Ist Letzteres der Fall, reden Börsianer sich einerseits ein, es würde ewig so weitergehen. Andererseits ängstigen sie sich bei stark fallenden Kursen davor, ihre Werte würden auf einen Schlag komplett vernichtet werden. Angst jedoch – so eine alte Börsenweisheit – ist die Basis für die nächste Hausse. Sind Kurse infolge von Angst erst einmal kräftig gesunken, eröffnen sich scheinbar äußerst günstige Kaufchancen – wie beim Nemax Mitte November 2000.

Einige Börsianer führen starke Schwankungen auf die Demokratisierung des Informationszugangs via Internet zurück. Das heißt, alle Investoren bewegen sich entweder aufgrund des guten Kommunikationsaustausches immer in die gleiche Richtung. Oder relativ unwichtige Informationen verunsichern den Aktienmarkt, wenn eindeutige Trends fehlen. Und daran herrscht ständiger Mangel. Nach wie vor gilt die Aussage des Börsenpioniers John Pierpont Morgan (1837 bis 1913): „Mit Bestimmtheit weiß man nur, dass Kurse fluktuieren.“

Angst nährt die Unsicherheit und diese führt zu einer hohen Schwankungsbreite. Beginnen Fondsmanager zu kaufen, ziehen die anderen nach. Verkaufen sie, meinen andere Anleger, sie müssten genauso vorgehen. Immer wieder zeigt die Börse, dass unser Verstand sehr schnell an seine Grenzen kommt. Regieren Gier und Angst, entstehen Übertreibungen sowohl nach oben als auch nach unten.

Jenseits des großen Teichs findet bereits die Mehrzahl aller privaten Aktienkäufe und -verkäufe über das Internet statt. Per Newsletter oder E-Mails gelangen fast zeitgleich Millionen von Anlegern an alle nur erdenklichen Börseninfos. Die Folge: Ein wahres Informationschaos, Panikstimmung ist vorprogrammiert. Denn schließlich möchte niemand leer ausgehen, wenn sich Kurse (radikal) verändern. Außerdem berichten in den USA mehrere Fernsehkanäle von morgens bis abends live aus Börsensälen. Aber so gut wie keinem der Zuschauer gelingt es, aus der gewaltigen Informationsflut das für ihn Richtige herauszufiltern. Dies gilt auch für die unzähligen, teils widersprüchlichen „heißen Tipps“, die sich rasant vermehren. Anfang 2008 ließen sich erneut extreme Schwankungen beobachten. Die amerikanische Immobilienkrise und ein massiver Vertrauensverlust in die globalen Finanzsysteme bewirkten panikartige Verkäufe. Psychologische Faktoren wie Angst und Gier verursachten Überreaktionen.

Fassen wir zusammen:

1. Ein sicheres Anzeichen für Börsenkrisen sind hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse. Gier, Besitzstandsdenken und persönliche Eitelkeit verhindern das rechtzeitige Aussteigen vor einem Crash. Besonders Kleinanleger verkaufen äußerst ungern unter Einkaufspreis und nehmen somit mögliche Kursverluste in Kauf.
2. Ein erfolgreicher Börsianer hält seine Ängste unter Kontrolle. Tut er das nicht, wird er unvorsichtig und trifft eine falsche Entscheidung nach der anderen. Eine zu starke materielle Orientierung kann das Verhalten von Börsianern negativ beeinflussen. Gewinnt platte Gier die Oberhand, verhindert sie vernünftige Entscheidungen.
3. Häufig ist es am zweckmäßigsten, dann das Börsenparkett zu betreten, wenn die Stimmung auf dem Nullpunkt ist. Da die Börse im Positiven wie Negativen übertreibt, kann man gerade in einer tiefen Baisse davon ausgehen, dass eine Übertreibung vorliegt. Der Einstiegszeitpunkt ist somit günstig.
4. Es empfiehlt sich bei Aktienkäufen, erstens nachzufragen, ob und warum ein Analyst einen bestimmten Wert favorisiert. Zweitens ist es sinnvoll, vor Aktienkäufen unterschiedliche Informationsquellen einzubeziehen sowie Unternehmensdaten (etwa Gewinn und Börsenbewertung) kritisch zu prüfen.

1.2 Behavioral Finance

Das Geschehen an der Börse und das Verhältnis zum Geld werden stark von der Psychologie beeinflusst. Wir haben fast nie vollständige Informationen und müssen so immer Entscheidungen vor dem Hintergrund bestimmter Unsicherheiten treffen.

Behavioral Finance untersucht den Einfluss der Anlegerpsyche auf das Börsengeschehen. Dabei werden die Wahrnehmung des Anlegers und seine Entscheidungsprozesse zum zentralen Anliegen. Behavioral Finance beschreibt die Auswirkungen der menschlichen Stärken und Schwächen auf das Anlegerverhalten. Die Kernsätze der klassischen Finanzmarkttheorie werden dabei in Frage gestellt.

Wie kommt es, dass Anleger manchmal völlig falsch reagieren? Sie steigen bei Verlusten zu spät aus und realisieren ihre Gewinne zu früh. Der richtige Zeitpunkt für die Realisierung der Gewinne hat eine starke psychologische Komponente. Gefühle spielen hier eine erhebliche Rolle: Angst, Gier, Neid, Befürchtungen beeinflussen das Verhalten.

Behavioral Finance beschäftigt sich auch mit den Reaktionen der Börsenprofis:

- Wann wird gekauft, wann wird verkauft, welche Gefühle spielen eine Rolle?
- Wie reagieren Menschen, wenn Computerprogramme zum Beispiel dem menschlichen Verstand widerstreben, wenn sachliche Computeranalysen dem sogenannten Bauchgefühl völlig zuwiderlaufen?
- Was passiert dann, welche Reaktionen werden ausgelöst, zu welchem Ergebnis kommt der Börsenprofi?

Bei Berücksichtigung der wichtigen Prinzipien von Behavioral Finance sind in der Regel die Verluste kleiner und die Gewinne größer. Die Rendite erhöht sich.

Die Mehrheit der Menschen handelt in ihrem Anlegerverhalten nicht optimal. Vor allem spielt die Psyche vielen einen Streich. Bei Verlustpositionen kann man sich nicht eingestehen, dass man einen Fehler gemacht hat und behält diese Position weiterhin, in der Hoffnung, dass die Kurse schon wieder ansteigen werden. Genau dies ist aber meistens ein Fehler, da es genügend Beispiele gibt für Werte, die immer weiter gefallen sind. Der erste Verlust wäre dabei der beste gewesen. Die Hoffnung auf steigende Kurse hat getrogen.

Für Verluste und Gewinne sollte man für sich selbst Grenzen ziehen, um sich von der Massenpsychologie nicht anstecken zu lassen. Jede Tendenz wird in der Regel übertrieben, sowohl nach oben als auch nach unten. Man sollte sich auch eingestehen, dass man Fehler macht und die Verluste sollten frühzeitig realisiert werden. Begrenzte Verluste sollten von vornherein eingeplant werden. Genauso sollte man aber auch seine Gewinne einplanen, die in der Regel dreimal so hoch sein sollten wie die Verluste.

Viele Anleger entscheiden hingegen irrational. Dies beweisen immer wieder theoretische und empirische Forschungen zum Anlegerverhalten (Weber 2007). Gerade bei Privatanlegern zeigt sich, dass sie nicht in der Lage sind, den Markt zu schlagen. Zwar gibt es Anlagestrategien, die gelegentlich zu überdurchschnittlichen Ergebnissen führen, wie zum Beispiel die Momentum-Strategie oder Value-Growth-Strategien. Die Momentum-Strategie spürt die besten Aktien einer Börsenphase auf. Während die Value-Strategie die unterbewerteten Aktien aus den werthaltigen Aktien herausfiltert, setzt die Growth-Strategie auf wachstumsstarke Werte. Viele Anleger entscheiden aber immer noch zu emotional und verhindern so ein optimales Ergebnis. Die Wahrnehmung wird schnell verzerrt und erschwert realistische Einschätzungen. An der Börse gibt es auch viele zufällige Kursverläufe. Dies ist sehr schwer zu akzeptieren. Eine Einsicht in diese Tatsache ermöglicht es aber, das eigene Anlegerverhalten darauf einzustellen und zu optimieren. Das Wissen um das eigene Nichtwissen führt zu einer besseren Einschätzung der komplexen Anlagesituation und verhindert Fehleinschätzungen.

Ein weiteres interessantes Phänomen im Kontext einer Bewertung des Wissens wird in der Psychologie „Hindsight Bias“ genannt. Gemeint ist damit die Tatsache, dass wir häufig das überschätzen, was wir vor einem Ereignis darüber gewusst haben. Das Lernen aus Erfahrung wird dadurch erschwert.

Wir neigen ebenfalls dazu, unsere Kenntnisse und Fähigkeiten im Allgemeinen zu überschätzen. Hier spricht man auch von „Overconfidence Bias“. Fast alle Menschen halten sich in ihrem Beurteilungsvermögen für besser als der Durchschnitt. Hinzu kommt auch, dass ein Übermaß an Informationen zu schlechteren Entscheidungen führen kann, da der Blick für das Wesentliche verloren geht.

80 Prozent der traditionell geführten Aktienfonds scheiden schlechter ab als der entsprechende Index (zum Beispiel Dax, S&P 500).

Welche Gründe gibt es hierfür?

- Sind passive Anlagestrategien besser als aktive?
- Sind die Märkte generell effizient, das heißt, sind alle bekannten Informationen bereits eingepreist?
- Verlaufen die Aktienkurse rein zufällig oder gibt es eine Prognostizierbarkeit, die wir nur teilweise durchschauen?
- Gibt es Strategien, die nur konsequent eingehalten werden müssen, um zu guten Ergebnissen zu kommen und den Marktindex zu schlagen?

Überall haben wir es mit menschlichen Entscheidungen zu tun, die nur teilweise rational verlaufen, da gerade bei Geldentscheidungen starke Emotionen mitspielen. Dies zeigt sich besonders bei kurzfristigen Schwankungen. Erst wenn wir den starken Einfluss der Gefühle auf das Entscheidungsverhalten durchschauen, können wir durch disziplinierte Anwendung aktiver Strategien zum Erfolg kommen.