

# Den Finanzmarkt verstehen

Klaus Schredelseker

Anlagestrategie und Börse:  
Warum der Hund  
es besser kann



SACHBUCH



Springer Spektrum

Den Finanzmarkt verstehen

Klaus Schredelseker

# Den Finanzmarkt verstehen

Anlagestrategie und Börse: Warum  
der Hund es besser kann

 Springer Spektrum

Klaus Schredelseker  
Institut für Banken und Finanzen  
Universität Innsbruck  
Innsbruck  
Österreich

ISBN 978-3-658-08702-9      ISBN 978-3-658-08703-6 eBook)  
DOI 10.1007/978-3-658-08703-6

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

Springer Spektrum

© Springer Fachmedien Wiesbaden 2015

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, 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. Der Verlag, die Autoren und die Herausgeber gehen davon aus, dass die Angaben und Informationen in diesem Werk zum Zeitpunkt der Veröffentlichung vollständig und korrekt sind. Weder der Verlag noch die Autoren oder die Herausgeber übernehmen, ausdrücklich oder implizit, Gewähr für den Inhalt des Werkes, etwaige Fehler oder Äußerungen.

*Lektorat:* Stefanie Brich, Marén Wiedekind

*Coverfoto:* fotolia.de

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Fachmedien Wiesbaden ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+  
Business Media  
([www.springer.com](http://www.springer.com))

# Vorwort

Vergessen Sie alles, was Sie über Aktienbewertung gehört haben – Wir sagen Ihnen, was wirklich zählt...

So vollmundig klang es vor ein paar Jahren auf der Titelseite der *Wirtschaftswoche*. Im Bereich von Geld und Börse gehört Klappern offenbar zum Handwerk, auch bei an sich durchaus seriösen Medien. Jeder, der sich auch nur ein wenig mit Kapitalanlage und Vermögensbildung beschäftigt, weiß jedoch um die Fragwürdigkeit solcher und ähnlicher Versprechungen und reagiert erst einmal mit einer gehörigen Portion gesunder Skepsis. Der eine mehr, der andere weniger. Entsprechend unterschiedlich sind denn auch die Reaktionen bei den Lesern solch großsprecherischer Ankündigungen:

- Der gestandene Praktiker weiß aus langjähriger und zum Teil leidvoller eigener Erfahrung, dass der Anspruch, nachhaltig besser sein zu wollen als der Markt, nicht wirklich einlösbar ist.
- Der hoffnungsvolle Jungprofi zweifelt zwar, liest aber vorsichtshalber derart betitelte Beiträge doch, um ja nichts zu verpassen (man weiß ja nie, vielleicht...).
- Der Hobbyinvestor, u. U. ein aktives Mitglied im lokalen Investment-Club, der von seinen überlegenen Fähigkeiten überzeugt ist, genießt es zu sehen, dass er das, was hier an Regeln

- und Entscheidungshilfen angepriesen wird, längst schon kennt und seit Jahren (vielleicht unter anderen Etiketten) praktiziert.
- Der Gelegenheitsinvestor träumt, dass auch ihm endlich einmal das Wissen zuteilwird, das die wahren Gewinne an der Börse verspricht, von denen immer wieder in der Presse mit großen Aufmachern berichtet wird.
  - Der abgeklärte Skeptiker kehrt sich mit dem Gestus des Wissenden ab. Ihm ist klar, dass die Autoren, wenn sie wirklich wüssten, wie man zu Reichtum kommt, dies für sich selbst nutzen und nicht dem allgemeinen Publikum mitteilen würden.
  - Der theoretisch Geschulte, der während seines Studiums etwas von Random Walks und Markteffizienz gehört hat, schüttelt angesichts der aus den Worten sprechenden Naivität seinen – vermeintlich wissenden – Kopf und wendet sich den für ihn wirklich wichtigen finanzwirtschaftlichen Fragen, den intellektuell reizvollen und mathematisch eleganten Modellen der Bewertung derivativer Finanzprodukte zu.

Wie auch immer: Das Heft wird von vielen gekauft. Die Aussicht auf schnelles Geld an der Börse hat ebenso viel Sex-Appeal wie ein wohlgeformter Busen auf der Titelseite der Magazine. Auch die werden gerne gekauft.

Mit blumigen Ankündigungen und Versprechungen kommen sie alle daher: Die bunten und mit viel Werbung durchsetzten Fachzeitschriften für Kapitalanlage, Investment, Vermögensbildung und Portefeuille Management, aber auch die unzähligen Bücher mit Titeln wie *Reich werden an der Börse*, *In hundert Tagen zum Millionär*, *Das Geheimnis der Börsengewinne* oder *Die Börsen-Zauberformel: Wie Sie den Markt mit Leichtigkeit schlagen*. Auch die Finanzkrise hat bis heute der Faszination der Finanzmärkte keinen Abbruch getan.

Bei aller Unterschiedlichkeit ist allen diesen Texten stets eines gemeinsam: Die tiefe und nicht weiter begründete Überzeugung

von gleichermaßen Autor wie Leser, dass es sich auszahlt, viel zu wissen, gut und zeitnah informiert zu sein, die etablierten (und noch besser, die neuen, eben noch nicht so gut etablierten) Techniken der modernen Wertpapieranalyse zu beherrschen, ein Gespür für die Märkte entwickeln zu können und sich auszukennen in der immer komplizierter werdenden und sich immer schneller verändernden Welt der geheimnisumwitterten Finanzmärkte.

Natürlich steht jeder Börsenautor zunächst einmal nur hinter der von ihm selbst vertretenen und propagierten Methode erfolgreichen Investments. Diese preist er seinen zu verschworenen Kumpanen erhobenen Lesern als *Geheimtipp* an und hofft, dass sie den Widerspruch nicht erkennen: Was ist das für ein eigenartiger Geheimtipp, der sich in großen Auflagen an ein Massenpublikum wendet?

Gleichwohl: Die Autoren geben sich überzeugt von ihrem Ansatz und wollen andere teilhaben lassen an dem Glück, das über sie gekommen ist, seit sie mit genau *dieser* Methode begonnen haben, ihr Vermögen an der Börse zu vermehren. Sie „weisen überzeugend nach“ (eine Lieblingsformulierung vieler ihrer Argumente unsicherer Autoren), dass konkurrierende Techniken weder wissenschaftlich haltbar noch praktisch nützlich sind. Nicht das, worauf die Verfechter der XY-Methode setzen oder was von dem vermeintlichen Börsenguru Z empfohlen werde, sei es, auf das es wirklich ankomme, sondern nur das, was exklusiv dem privilegierten Leser des vorliegenden Buchs präsentiert wird. Nur wer die hier vertretene Methode anwende, könne langfristig mit dem ersehnten Erfolg rechnen! Selbstverständlich wird die Kernaussage, um ihr den gehörigen Nachdruck zu verleihen, mit vielfältigen Episoden, Anekdoten und sogar empirischen Belegen untermauert.

Spätestens hier wird der kritische Leser innehalten und sich verwundert fragen: Was, um Himmels Willen, kann denn das vorliegende Buches wollen?

- Entweder will auch hier der Autor seinen Lesern ein Verfahren an die Hand geben, das sie befähigt, bessere Entscheidungen zu treffen als es der unbedarfte Zufallsinvestor könnte. Warum mokiert er sich dann über Autoren, die genau dasselbe wollen wie er?
- Oder er hat kein überlegenes Konzept anzubieten und er kann dem Leser nicht sagen, was und wie er es besser machen könnte. Warum sollte man dann sein Buch lesen? Man hat schließlich noch anderes zu tun.

Lieber kritischer Leser. Ich mag Leute wie Sie und ich habe volles Verständnis für Ihre Skepsis. Ich würde wahrscheinlich ganz genauso reagieren: Da kommt ja schon wieder einer, der vorgibt zu wissen, wie es geht, und der, wenn er es wirklich wüsste, dies nicht an die große Glocke hängen würde.

Dennoch verspreche ich Ihnen, lieber kritischer Leser, dass dieses Buch ganz konkrete und klar bessere Anlagestrategien vorschlagen wird als all die wohlklingenden Titel, die bei Ihrem Buchhändler in der Abteilung *Geld, Bank und Börse* stehen. Die Strategien werden für jedermann nachvollziehbar und finanzwirtschaftlich begründet sein. Sie werden einfach umsetzbar und in höchstem Maße praktisch sein.

Lassen Sie uns – entgegen der gängigen Dramaturgie von Kriminalromanen – das ganz einfache *Geheimnis* vorwegnehmen: Das hier vertretene Anlagekonzept wird *nicht* den Anspruch erheben, besser sein zu wollen als der Markt. Aber es erhebt den Anspruch, den Leser durch ein tieferes Verständnis der Funktionsweise vom Märkten zu eigenen Entscheidungen zu befähigen. Und wenn diese sich dann allen anderen Anlagekonzepten gegenüber als überlegen erweisen, hat das Buch sein Ziel erreicht.

Es ist nicht immer ganz einfach, die sehr komplexe Struktur eines Finanzmarkts zu verstehen. Sich um Verständnis zu bemühen, ist aber mit Sicherheit eine Sache, die sich lohnt. Zur Beruhigung für die sogenannten *Laien*: Die theoretische Wirtschafts-



wissenschaft müht sich seit über zweihundertfünfzig Jahren darum, Märkte wirklich zu verstehen. Vieles hat sie erreicht, aber das meiste steht ihr noch bevor. Der amerikanische Informatiker *John Holland* hat den Finanzmarkt einmal als „komplexes adaptives System“ bezeichnet, eine Formulierung, mit der die meisten Leser momentan nur wenig werden anfangen können, deren Kern sich aber im Laufe der weiteren Erörterungen immer mehr erschließen sollte. Dabei wird deutlich werden, dass herkömmliche Entscheidungsregeln, die uns allen vertraut sind und deren Zweckmäßigkeit selbstverständlich erscheinen, im Marktkontext keine Gültigkeit mehr besitzen.

Wie vielschichtig das Thema ist, offenbart die vielfach diskutierte und unverstandene Entscheidung der Schwedischen Akademie der Wissenschaften aus dem Jahr 2013. Der renommierte Preis der Schwedischen Reichsbank in Wirtschaftswissenschaft zur Erinnerung an Alfred Nobel (auch als Wirtschaftsnobelpreis bezeichnet) wurde drei amerikanischen Forschern verliehen, von denen zumindest zwei in der Fachöffentlichkeit als klare Antipoden wahrgenommen wurden: Auf der einen Seite war dies *Eugene Fama* (geb. 1939), ein glühender Verfechter der sogenannten Effizienzthese, nach der die Märkte ein nahezu makellooses Maß an Perfektion aufweisen, auf der anderen Seite war es *Robert Shiller* (geb. 1946), der die Imperfektionen und Irrationalitäten, die sich allenthalben in den Märkten beobachten lassen, in den Vordergrund seiner Betrachtungen stellt. Auch dieses Buch ist an diesen beiden Sichtweisen orientiert und am Ende eines jeden der beiden Hauptkapitel steht ein längeres Interview mit den beiden Preisträgern anlässlich ihrer Ehrung in Stockholm.

Ich würde mich freuen, wenn die Leser nach der Lektüre des Buches sagen würden: Dies ist ein neues, vielleicht nicht ganz einfaches, aber ehrliches, an realen Problemen orientiertes und deshalb ein ungemein nützliches Buch.

# Inhalt

## Teil I

Um was es geht .....	1
1 Worin unterscheiden sich die Akteure an den Finanzmärkten? .....	3
2 Im Kern geht es um Information, um sonst nichts .....	13
3 Zur Lage der akademischen Finanztheorie: ein prächtiges Haus ohne Erdgeschoss .....	21
4 Was will das vorliegende Buch? .....	29

## Teil II

Informationseffiziente Märkte (Weltbild eins) ...	33
5 Einladung zur Überschreitung des Kamms .....	35
6 Der Ursprung und der Staub der Sorbonne .....	39
7 Die Random-Walk-These: Aktienkurse folgen dem Zufall .....	43
8 Der Beweis von Paul Samuelson .....	49

<b>9</b>	Vom Random Walk zur Effizienzthese . . . . .	55
<b>10</b>	Nichts in der Praxis ist so perfekt wie in der Theorie . . .	65
<b>11</b>	Es ist eine Tatsache, dass die Investoren unterschiedlich gut informiert sind . . . . .	69
<b>12</b>	Wer präziser schätzt, schneidet auch besser ab . . . . .	79
<b>13</b>	Ich habe bei meinen Kapitalanlagen eigentlich meistens richtig gelegen . . . . .	83
<b>14</b>	Es gibt und gab doch immer erfolgreiche Spekulanten . . . . .	87
<b>15</b>	Wenn sich ein Unternehmen gut entwickelt, so tut dies auch die Aktie . . . . .	93
<b>16</b>	Es gibt immer wieder Situationen, in denen man Aussagen über die mutmaßliche Kursentwicklung machen kann . . . . .	101
<b>17</b>	Die Marktteilnehmer handeln meistens nicht rational, sondern unterliegen bei ihren Entscheidungen massenpsychologischen Einflüssen . . . .	107
<b>18</b>	Da es den inneren Wert einer Aktie nicht gibt, macht die Vorstellung eines effizienten Marktes keinen Sinn . . . . .	111
<b>19</b>	Vorläufiges Fazit: Märkte könnten durchaus informationseffizient sein . . . . .	117
<b>20</b>	Ein paar Blicke in die Werkstatt der empirischen Kapitalmarktforschung . . . . .	119
<b>21</b>	Empirische Kapitalmarktforschung: Was nun? . . . . .	137

**22** Das Informationsparadoxon, die eigentliche Herausforderung ..... 145

**23** Weltbild eins ist möglich, aber unwahrscheinlich ..... 149

## **Teil III**

**Nicht informationseffiziente Märkte**  
*(Weltbild zwei)* ..... 157

**24** Die vertrackte Information ..... 161

**25** Was ist Information im Finanzmarkt wert? ..... 175

**26** Schlägt Dummheit Mittelmäßigkeit? ..... 181

**27** Der Hund als Anlageberater ..... 199

**28** Zu viel von einer guten Sache? ..... 205

**29** Technische Analyse: Die Alchemie der Finanzwirtschaft? ..... 213

**30** Der Markt als komplexes adaptives System ..... 219

**31** Recht und Markt I: Die Sache mit der Publizität ..... 233

**32** Recht und Markt II: Die Sache mit den Insidern ..... 253

**33** Weltbild zwei ist möglich und ziemlich wahrscheinlich ..... 265

**34** Weltbild drei ist weit verbreitet, aber unmöglich ..... 279

## Teil IV

**Und nun?** ..... 287

**35 Was tun? Acht konkrete Empfehlungen für vernünftiges Anlageverhalten** ..... 289

Vorsicht vor mathematisch exakten

Entscheidungsregeln ..... 289

Klare Ziele setzen: Nicht Outperformance,  
sondern Vermeidung von Underperformance ..... 294

Vermögensanlagen gut diversifizieren ..... 297

Kein Geld ausgeben für eine Sache, die sich  
nicht lohnen kann ..... 302

Vorsicht vor kovariantem Handeln:

Do not herd ..... 310

Die anderen sind nicht dümmer als wir selbst ..... 317

Vorsicht vor dem allzu Offenkundigen ..... 321

Mitmachen lohnt sich und macht vielleicht  
sogar Spaß ..... 326

**Anhang** ..... 333

**Weiterführende Literatur** ..... 335

# Teil I

Um was es geht

# 1

## Worin unterscheiden sich die Akteure an den Finanzmärkten?

Wenden wir uns zunächst noch einmal den Büchern aus dem reich bestückten Regal unseres Buchhändlers zum Thema „Geld, Bank und Börse“ zu. Alle haben ähnliche Ziele (Wie werde ich schnell reich?), gehen dabei aber völlig unterschiedliche methodische Wege. Sehen wir uns die unterschiedlichsten Grundüberzeugungen anhand ihrer typischen Vertreter einmal an:

Da ist zunächst einmal der klassische *Fundamentalanalytiker*. Er stützt seine Urteile auf die *Fundamentals*, die wirtschaftlichen Grundlagen der Aktienbewertung im Sinne einer rationalen Analyse aller wertbestimmenden Faktoren. Die Fundamentalanalyse ist zwar so alt wie die Finanzmärkte an sich, in ihrer heute praktizierten Form wurde sie allerdings in den 30er-Jahren entworfen und bis heute durch eine kaum übersehbare Flut von Studien immer weiter entwickelt.

Das berühmteste Lehrbuch, über dem Generationen von Studierenden auf der ganzen Welt brüten mussten, ist zweifelsohne die *Security Analysis* von *Graham* (1894–1976) und *Dodd* (1895–1988), die in den 30er-Jahren erstmals aufgelegt wurde und vielfältige Überarbeitungen, Ergänzungen und Erweiterungen erfahren hat. Der größte Teil der anwendungsorientierten modernen Börsenliteratur baut unmittelbar oder mittelbar auf diesem Klassiker auf. *Graham* und *Dodd* versuchen, wie alle