



Bundesverband der Börsenvereine an deutschen Hochschulen e.V.

Handout zum 4. Teil: **Anlegerphilosophien und Börsenpsychologie**

BVH Börsenführerschein

EINFÜHRUNG:

Der vierte Teil des Börsenführerscheins beschäftigt sich grundlegend mit Anlegerphilosophien und Börsenpsychologie.

ANLAGESTRATEGIEN:

Die *Chartanalyse* befasst sich mit dem Kursverlauf von Wertpapieren und versucht aus *Formationen* im vergangenen Kursverlauf Rückschlüsse auf dessen weitere Entwicklung zu ziehen. Die *markttechnische Analyse* befasst sich mit dem Verhalten der Marktteilnehmer. Sie versucht, mit entsprechenden *Indikatoren*, deren Stimmung zu erfassen und ihr Handeln und dessen Auswirkungen auf die Börsenkurse zu prognostizieren. Beide zusammen werden als *technische Analyse* zusammengefasst. Diese dient dazu, durch Untersuchung von Börsenkursen und verschiedenen Kennzahlen schlagkräftige Indizien über den zukünftigen Kursverlauf von Finanzhandelsobjekten herzuleiten. Bei der Untersuchung von Aktien berücksichtigt die technische Analyse keine betriebswirtschaftlichen Daten des Unternehmens. Allen charttechnischen Analysemodellen ist die Annahme gemeinsam, dass es wiederkehrende, beobachtbare Ereignisse mit jeweils ähnlichen, wahrscheinlichen Zukunftsverläufen gibt. Vertreter konventioneller Ansichten zum Finanzmarkt lehnen die Charttechnik oft generell ab, doch die Chartanalysten wollen auch niemanden wissenschaftlich überzeugen, sondern beharren lediglich darauf, dass ihre Methode viel zu häufig brauchbare Erfolge produziert, als dass man sie einfach verwerfen könnte.

Um *Aufwärts-/Abwärts-/Seitwärts-Trends* zu ermitteln, werden *Trendlinien* und *Trendkanäle* an *lokalen Extrema* eines Charts eingezeichnet. Ist ein Trend ermittelt und ein Handel mit dem Wertpapier gewünscht, muss als nächstes der optimale Einstiegszeitpunkt sowie der maximal hinnehmbare Verlust (Stop-Loss setzen) ermittelt werden. Dies kann anhand einer oberen und einer unteren Grenze eines möglichst längerfristigen Trendkanals erfolgen.

Während die Chartanalyse versucht, zukünftige Kursverläufe ausschließlich aus der Betrachtung vergangener Kursverläufe herzuleiten, bezieht die markttechnische Analyse zusätzliche Indikatoren mit ein, die Aufschluss über das Verhalten der Marktteilnehmer geben sollen. Zum Beispiel der *Umsatzverlauf* und die *Kursvolatilität* des untersuchten Spekulationsobjekts sowie marktpsychologische Stimmungsindikatoren. Dabei spielen unter anderem Mediennennungen eines Papiers, Umfragen sowie politische, wirtschaftliche oder gesellschaftliche Ereignisse eine Rolle. Typische Resultate der markttechnischen Analyse sind z.B. sog. *Sentiment-Indizes*, anhand derer sich die *Stimmungsentwicklung* in einer Kurve relativ nachvollziehen lassen soll. Ob man mit



Hilfe der technischen Analyse tatsächlich Aussagen über den weiteren Kursverlauf eines Wertpapiers machen kann, ist wissenschaftlich nicht erwiesen. Ein Argument für die Einbeziehung der Charttechnik in die Analyse ist die weite Verbreitung, so dass es zu einer *Self-Fulfilling Prophecy* kommen kann. Teilnehmer erwarten, dass nach einem Kursverlauf ein Weiterkurs folgt, z.B. ein Kursanstieg, wollen früh teilhaben, steigen ein und der Kurs steigt.

Die *Fundamentalanalyse* basiert auf betriebswirtschaftlichen Daten und dem ökonomischen Umfeld eines Unternehmens, den so genannten Fundamentaldaten. Man verwendet entweder *Quartals- oder Jahresberichte* der Unternehmen. Das Ergebnis einer Fundamentalanalyse ist oft die Nennung eines *Kursziels* und die Abgabe einer Kauf- oder Verkaufsempfehlung für das analysierte Wertpapier. Um Fundamentaldaten zu analysieren muss u.a. der Umgang mit Kennzahlen geschult sein: Man erhält das *Kurs-Gewinn-Verhältnis* (KGV), indem man den derzeitigen Aktienkurs durch den erwarteten Unternehmensgewinn je Aktie dividiert. Eine Aktie mit einem KGV, das unterhalb des langjährigen branchenspezifischen Mittelwertes liegt, gilt demnach als günstig. Ein KGV von 10 bedeutet, dass das Unternehmen im Börsenwert mit dem 10-fachen aktuellen Gewinn bewertet wird. Ein höheres KGV gilt daher als teurer, kann jedoch durch Wachstumsaussichten gerechtfertigt werden. Aber Achtung: Gewinne können nicht einfach in die Zukunft fortgeschrieben werden. Das *Kurs-Buchwert-Verhältnis* (KBV) erhält man, indem man den Aktienkurs durch den Buchwert je Aktie teilt. Eine Aktie ist umso preiswerter, je niedriger ihr KBV ist. Ein KBV kleiner als eins kann bei positiven Prognosen ein Kaufsignal sein. Das *Kurs-Umsatz-Verhältnis* (KUV) wird ermittelt, indem man den Aktienkurs durch den Unternehmensumsatz pro Aktie dividiert. Das KUV wird u.a. zur Beurteilung von Aktiengesellschaften eingesetzt, die Verluste schreiben. Das KGV ist für gewisse Unternehmen nicht ansetzbar, wenn es (noch) keine Gewinne gibt.

Die Kennzahlen werde innerhalb der Fundamentalanalyse um weitere harte Fakten ergänzt, um darauf schließen zu können, ob eine Aktie günstig oder teuer bewertet ist. Die Fundamentalanalyse ist objektiv und rational, weil sie sich an den Jahresabschlüssen orientiert. Das bedeutet jedoch nicht, dass damit künftige Kursentwicklungen sicher vorhersehbar sind. Ferner erfordert die Analyse ein Mindestmaß an Vertrautheit mit Bilanzen sowie den Willen und die Disziplin zur mathematischen Auseinandersetzung. Anleger berechnen einen theoretischen Unternehmenswert und erwarten, dass der Markt das Unternehmen zu einem späteren Zeitpunkt fair bepreist (*Effizienzmarkthypothese*).

Die wohl bekannteste und bedeutendste Anlagestrategie, die stark in der Fundamentalanalyse verwurzelt ist, ist das *Value Investing*. Diese Anlagestrategie setzt ihren Schwerpunkt auf die Ermittlung des *inneren Wertes einer Aktie* – mit dem Ziel *unterbewertete* Aktien zu identifizieren. Dieser innere Wert entspricht dem Preis, den ein gut informierter Geschäftsmann für das gesamte Unternehmen bezahlen würde, falls es zum Verkauf stünde. Als Urvater des Value Investing gilt *Benjamin Graham* mit seinem Buch *Security Analysis*. Grundsätzlich gilt, dass Value Investing in seinen Grundsätzen bereits intuitiv und einfach zu verstehen ist, da sich die Grundannahmen

letzten Endes an den Prinzipien des gesunden Geschäftsgebarens orientieren: Man errechnet, ob das, was man ggf. kaufen möchte auch tatsächlich seinen aktuellen Preis wert ist (diesen logischen Schritt gehen in der Realität die wenigstens Anleger, denn der Rechenweg muss unternehmensspezifisch modifiziert und zumeist individuell ergründet werden. Es gibt grundsätzliche Wege aber keine ausnahmslos anwendbaren Vorgaben).

Graham erkannte sehr früh, dass Aktienmärkte *nicht immer effizient* funktionieren und besonders auf kurze Sicht stark von menschlicher Psychologie beeinflusst werden. Noch heute wird vielfach die Theorie vom effizienten Markt gelehrt. Value Investoren anerkennen, dass der Aktienmarkt eine Mehrheit der Unternehmen im Durchschnitt relativ fair bewertet, der Börsenkurs also dem inneren Wert im Durchschnitt ungefähr entspricht. Value-Anleger widersprechen aber der häufig praktizierten Verabsolutierung dieses theoretischen Modells und somit vor allem der Behauptung, dass der Markt sämtliche Unternehmen zu jeder Zeit fair bewertet (*Effizienzmarkthypothese*). Wenn man sich also ein Stück weit von der Theorie der unabdingbaren Effizienz der Märkte lossagt, muss man davon ausgehen, dass es Unternehmen gibt, die für weniger zu haben sind als sie eigentlich wert sind und dass man durch geschäftsmäßiges Investieren seine Chancen vervielfacht. Es reicht dabei nicht, ein wirklich gutes Unternehmen zu finden. Gute Zahlen sollten vorhanden sein, entscheidend ist aber, dass man das Unternehmen zu einem Preis unter dem inneren Wert erhält. Der innere Wert wird dabei durch viele Faktoren bestimmt, die bei Graham vor allem nach quantitativen objektiven Kriterien (Liquidationswert des Unternehmens, KGV, Kurs-Buchwert-Verhältnis, Verschuldungsgrad, Ertragskraft der Vergangenheit, Dividendenrendite) ermittelt werden. Das *Kursziel* des Wertpapiers in welches investiert werden soll, entspricht langfristig dem Börsenkurs, den dieses aufgrund seines inneren Wertes erreichen soll. Tatsächlich wird das Wertpapier das Kursziel nur dann erreichen, wenn die Analyse auf korrekten Annahmen beruht, wenn sich zwischenzeitlich keine wesentlichen Analysefaktoren ändern und wenn der Kurs nicht durch stärkere, marktpsychologische Faktoren anderweitig beeinflusst wird.

Als *Margin of Safety* wird die erforderliche Sicherheitsspanne zwischen Marktwert und innerem Wert für das Investment bezeichnet, dessen minimale Größe der Investor selbst wählt, um das Risiko weiter zu verkleinern. Die Verbindung von Sicherheitsmarge und innerem Wert bilden das zentrale Anlagekonzept beim Value Investing. Aus dem heutigen Blickwinkel ist zu berücksichtigen, dass Benjamin Graham diese Regeln zu einer Zeit aufstellte, als es sich bei den meisten Gesellschaften noch um sehr kapitalintensive Industrieunternehmen gehandelt hat. Im modernen Informationszeitalter benötigen viele Gesellschaften zur Erzielung ihrer Gewinne nur ein sehr geringes *Sachanlage- und Umlaufvermögen*, sodass die Kriterien durch den Investor angepasst werden müssen, wenn eine Konzentration auf den *tertiären Sektor* (Dienstleistungssektor) erfolgen soll.

Während für Graham die klassischen Kennzahlen der Fundamentalanalyse, vor allem der Buchwert, im Mittelpunkt standen, verwendet *Buffett* neben der traditionellen

Betrachtungsweise auch modernere Verfahren der Unternehmensbewertung. Vor allem zu nennen sind hier *Substanzwert* und *Ertragswert*. Das *Substanzwertverfahren* will die Kosten ermitteln, die entstehen würden, wenn man den Betrieb auf der grünen Wiese im gegenwärtigen Zustand neu errichten würde. Hier fehlen jedoch entscheidende Faktoren wie der Wert von Lieferantenbeziehungen und Marken. Der Substanzwert liefert eine bessere Aussage über den tatsächlichen Wert des Unternehmens, als der bilanziell ausgewiesene *Buchwert*, der z.B. *stille Reserven* vernachlässigt. Zur Ermittlung sei auf die einschlägige Literatur der Unternehmensbewertung verwiesen. Ein zweiter gängigerer moderner Ansatz zur Errechnung des Wertes eines Unternehmens ist der Ertragswert, der auf den erwarteten zukünftigen Gewinnen des Unternehmens basiert. Bei der Errechnung wird der *Barwert* aller erwarteten zukünftigen Gewinne ermittelt. Der Bewertende muss ferner den *Diskontierungszinssatz (Kalkulationszinssatz)* in sinnvoller Weise festlegen. Er muss sich darüber im Klaren sein, welche *Kapitalverzinsung* er erwartet, damit er überhaupt investiert. Mit diesem Zinssatz diskontiert man dann die zukünftigen erwarteten Erträge ab, um den aktuellen fairen Wert zu erhalten, den er bereit ist zu bezahlen. In der Regel verwendet man den zukünftigen erwarteten Cash-Flow, das Ertragswertverfahren realisiert sich dann im sogenannten *Discounted-Cash-Flow- Verfahren (DCF)*.