

Die Bewertung von Aktien mit Hilfe der Fundamentalanalyse

Ein Kurzaufsatz von Prof. Dr. Ottmar Schneck, www.ottmar-schneck.de

In letzter Zeit scheint es, als könne man der alten Weisheit, dass man über alles reden darf, nur nicht über Geld, Religion und Politik, noch ein weiteres Thema hinzufügen: „Der Wert einer Aktie“. So groß ist die Frustration über die Verluste, die man in den letzten Jahren durch vermeintlich „sichere Tipps“ auf bestimmte „todsichere“ Aktien erlitten hat, dass viele am liebsten gar nicht mehr darüber reden wollen.

Dabei stellt sich immer auch die Frage, welchen Wert die Analyse von Aktien hat, also die systematische Untersuchung ihres „wahren“ Wertes, wenn die Kurse immer neue Tiefstände erreichen. Um darauf eine Antwort finden zu können, ist es zunächst notwendig, erst einmal zu verstehen, welche Methoden es überhaupt gibt, um Wertpapiere zu bewerten.

Im Wesentlichen gibt es hier zwei Theorien, die miteinander konkurrieren. Zum einen die Fundamentalanalyse, die versucht, einen „inneren Wert“ von Aktien festzustellen und zum anderen der so genannte „Behavioural Finance“ Ansatz, der sich vor allem mit psychologischen Faktoren beim Kauf und Verkauf von Wertpapieren beschäftigt.

In diesem Beitrag soll zunächst die Fundamentalanalyse als der „klassische“ Ansatz zur Aktienbewertung betrachtet werden. In einem zweiten Teil wird dann der „Behavioural Finance Ansatz“ behandelt.

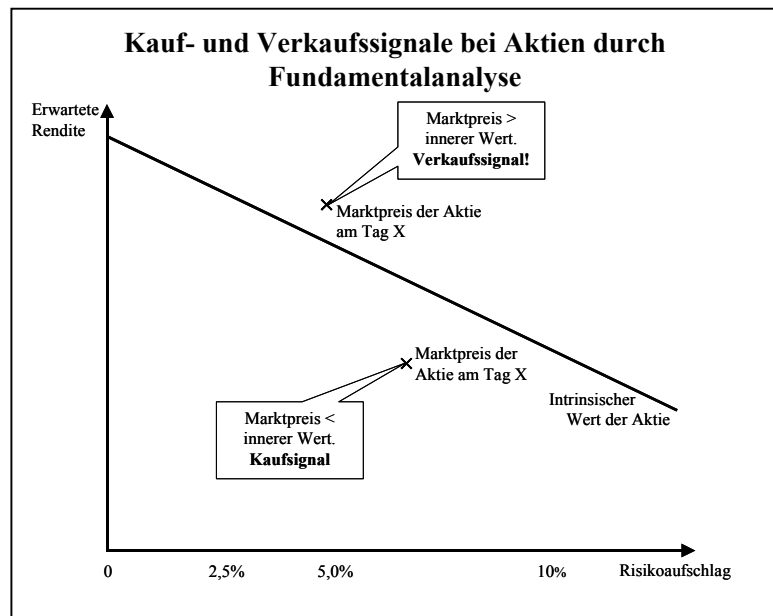
Die Theorie der Fundamentalanalyse behauptet, dass jedes Wertpapier einen „intrinsischen“, d.h. inneren Wert hat, der durch die sorgfältige Analyse der gegenwärtigen Lage und zukünftiger Erwartungen bestimmt werden kann. Wenn nun der Marktpreis des Wertpapiers unter seinen intrinsischen Wert fällt, dann liegt ein Kaufsignal vor und umgekehrt.

Als Pionier der Fundamentalanalyse gilt der Amerikaner John Williams, der in seinem Buch „The Theory of Investment Value“ auch eine Formel präsentiert, mit der der innere Wert einer Aktie bestimmt werden kann. Williams gründete seinen Ansatz auf der einfachen Idee, dass der Wert einer Aktie gleich dem Gegenwartswert aller diskontierten zukünftigen Dividenden sei.

Die Aktionäre einer Aktiengesellschaft haben als Besitzer derselben einen Anspruch auf die Gewinne, die während des Jahres erzielt wurden (Dividenden). Auf der Hauptversammlung wird entschieden, welcher Anteil des Gewinns direkt an die Aktionäre ausgeschüttet wird und welcher Anteil im Unternehmen einbehalten wird (Gewinnrücklage). Dies ist rechtlich in §58 des Aktiengesetzes (AktG) geregelt.

Zum Diskontieren, d.h. zur Berechnung des Gegenwartswertes der künftig zu erwartenden Dividenden wird nun noch ein Abzinsungssatz gesucht, der das Risiko der Anlage widerspiegelt. Hier wird häufig Williams Ansatz mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) verknüpft, bei dem der Diskontierungssatz als Addition aus einem risikofreien Zinssatz zuzüglich einer Risikoprämie ermittelt wird.

Dies soll anhand eines Beispiels erläutert werden: Nehmen wir an, die Aktien der „Fundamentum“ AG notieren gegenwärtig an der Frankfurter Wertpapierbörse bei 19,90 Euro je Aktie. Das Unternehmen hat die vergangenen Jahre gemäß §58 AktG stets den Betrag von 5,10 Euro Dividende pro Aktie an die Aktionäre



ausgezahlt und die Analysten erwarten einhellig, dass die Dividende sich auch in den kommenden fünf Jahren nicht ändern wird. Der risikofreie Zinssatz liegt derzeit bei 2,50% und der Markt verlangt eine Risikoprämie von 5,50% für die Risikoklasse, der auch die Fundamentum AG im Augenblick angehört.

Zur Berechnung des intrinsischen Wertes der Aktien der Firma müssen wir zunächst die zukünftigen Dividenden mit dem entsprechenden Abzinsungssatz diskontieren. Der Abzinsungssatz ergibt sich dabei als Addition der risikofreien Prämie mit dem Risikozuschlag, also hier $2,50\% + 5,50\% = 8,00\%$. Nun müssen wir die erwarteten Dividenden der kommenden fünf Jahre mit $8,00\%$ p.a. abdiskontieren, es ergibt sich:

$$\frac{5,10\text{€}}{(1 + 0,08)^1} + \frac{5,10\text{€}}{(1 + 0,08)^2} + \frac{5,10\text{€}}{(1 + 0,08)^3} + \frac{5,10\text{€}}{(1 + 0,08)^4} + \frac{5,10\text{€}}{(1 + 0,08)^5} = 20,36\text{€}$$

Der intrinsische Wert der Aktien der Fundamentum AG läge demnach bei 20,36 Euro. Die Aktie notiert aber im Augenblick nur bei 19,90 Euro, so dass hier ein Kaufsignal vorliegt und zu erwarten ist, dass der Aktienkurs steigt.

Dieser Ansatz, die zukünftig erwarteten Dividenden zu diskontieren, erscheint durchaus vernünftig, schließlich macht es Sinn, etwas zu kaufen, das billiger zu haben ist, als es tatsächlich wert ist und umgekehrt. Es gibt auch zahlreiche wissenschaftliche Untersuchungen, die diese Theorie der fundamentalen Aktienanalyse unterstützen, besonders zu erwähnen sind hier die Studien des britischen Statistikers Maurice Kendall und des amerikanischen Ökonomen Eugene Fama.

Allerdings ergibt sich dabei ein praktisch unlösbares Problem: Wie kann ein Aktienanalyst überhaupt wissen, wie hoch die Dividende eines Wertpapiers in der Zukunft sein wird? Woher weiß er denn, wie hoch der Gewinne einer bestimmten Aktie, z.B. der Siemens AG, in fünf Jahren sein werden (wenn das Unternehmen dann überhaupt Gewinne macht), und wie findet er heute schon heraus, wie die Hauptversammlung in der Zukunft darüber entscheiden wird, wie hoch die Dividendenzahlung sind? Darüber kann heute bestenfalls spekuliert werden.

Dennoch hat die Fundamentalanalyse viele überzeugte Anhänger. Der vielleicht berühmteste von ihnen ist der zum Teil umstrittene US-Investor Warren Buffett, der mit seiner auf fundamentalen Daten beruhenden Strategie als der erfolgreichste Investor der Welt gilt. Er selbst behauptet, dass er all die Jahre, die sein Unternehmen Berkshire Hathaway schon im Markt aktiv ist, stets ausschließlich nach den Regeln der Fundamentalanalyse investiert habe: „Solche Aktien kaufen, deren Marktpreis vorübergehend unter ihrem intrinsischen Wert liegt und solche verkaufen, die teurer sind als ihr innerer Wert.“ Leider verrät uns Buffett allerdings nicht, woher er immer so genau weiß, wie hoch der „wahre“ Wert der Aktien ist, die er zum Kauf bzw. Verkauf in Betracht zieht.

Die Fundamentalanalyse basiert auf zwei Annahmen, die unter Experten genauso umstritten sind wie die Frage nach der „richtigen“ Methode zur Bewertung von Aktien: Erstens der Hypothese, dass die Aktienmärkte effizient sind und zweitens, dass sich die Anleger, also die Käufer und Verkäufer von Wertpapieren, normalerweise rational verhalten, das heißt die „richtigen“ Entscheidungen treffen.

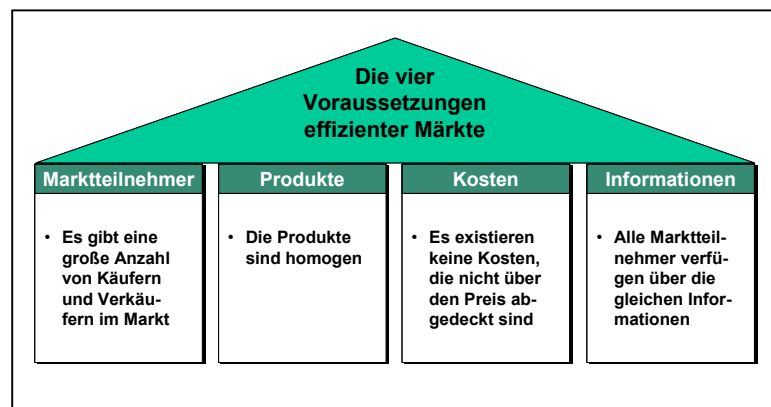
Volkswirtschaftlich betrachtet sind Märkte dann effizient, wenn sie die folgenden Bedingungen erfüllen:

- Erstens, es gibt eine große Anzahl von Käufern und Verkäufern.

- Zweitens, die Produkte sind homogen, d.h. sie unterscheiden sich nicht.
- Drittens, es existieren keine Kosten, die nicht über den Preis abgedeckt sind und
- Viertens, alle Marktteilnehmer verfügen über die gleichen Informationen.

Auf den Aktienmärkten sind die ersten drei Bedingungen in der Regel erfüllt. Normalerweise gibt es tatsächlich eine große Anzahl Marktteilnehmer, also Käufer und Verkäufer, die Aktien eines bestimmten Unternehmens sind wirklich homogen und die Zusatzkosten können in einer volkswirtschaftlichen Betrachtung vernachlässigt werden.

Die Anhänger der Fundamentalanalyse gehen außerdem davon aus, dass alle vorhandenen Informationen über ein bestimmtes Wertpapier bereits in dessen Preis enthalten sind. Das bedeutet, dass



sich der Aktienkurs sofort anpasst, sobald neue Informationen im Markt auftauchen. Wenn sich nun die Anleger tatsächlich rational verhalten, dann werden sie ihre Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen auch ausschließlich auf den vorhandenen Informationen begründen und man kann sagen, dass Aktienmärkte effizient sind.

Allerdings wird diese Theorie von den Gegnern der Fundamentalanalyse immer wieder vehement angegriffen. Sie behaupten, dass solche Spekulationsblasen, wie wir sie erst Ende der 1990er Jahre mit dem „Internetboom“ erlebt haben, unmöglich noch auf rationales Verhalten zurückzuführen seien. Im zweiten Teil dieses Beitrags wollen wir daher untersuchen, welche Schlüsse aus dieser Kritik gezogen werden können und welche alternativen Formen zur Bewertung von Aktien es gibt.

Weiterführende Literatur:

Bodie, Zvi et al. (2001) *Investments*. New York: McGraw-Hill.

Fama, E.F. (1998) Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics* 49 (September 1998). S. 283-306.

Kammerlocher, Helmut (1986) *Die Bewertung der Zukunft. Fundamentalanalyse für Kapitalanleger und Politiker*. München: Langen.

Kendall, M.G. (1953) The Analysis of Economic Times Series, Part I: Prices. *Journal of the Royal Statistical Society* 96. S. 11-25.

Schneck, Ottmar (2001) *Finanzierung. Eine praxisorientierte Einführung mit Beispielen*. Frankfurt/New York: Campus.