

JOSHUA PEARL
JOSHUA ROSENBAUM

Mit einem Vorwort von Howard Marks



Börsenbuch  Verlag

INVESTIEREN

wie die Profis

Die 5 Schritte
der Aktienauswahl

INVESTIEREN WIE DIE PROFIS

JOSHUA PEARL
JOSHUA ROSENBAUM

INVESTIEREN wie die Profis

Die 5 Schritte
der Aktienauswahl

börsenbuch  verlag

Die Originalausgabe erschien unter dem Titel
The Little Book of Investing Like the Pros: 5 Steps for Picking Stocks
ISBN 978-1-118-28140-6

Copyright der Originalausgabe 2020:
Copyright © 2020 by Joshua Pearl and Joshua Rosenbaum.
All Rights Reserved.
This translation published under license with the original publisher John Wiley & Sons, Inc.

Copyright der deutschen Ausgabe 2021:
© Börsenmedien AG, Kulmbach

Autorenporträts: Noli Novak
Übersetzung: Egbert Neumüller
Gestaltung Cover: Johanna Wack
Gestaltung und Satz: Sabrina Slopek
Herstellung: Daniela Freitag
Lektorat: Claus Rosenkranz
Druck: GGP Media GmbH, Pößneck

ISBN 978-3-86470-739-1

Alle Rechte der Verbreitung, auch die des auszugsweisen Nachdrucks,
der fotomechanischen Wiedergabe und der Verwertung durch Datenbanken
oder ähnliche Einrichtungen vorbehalten.

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.

BÖRSEN  MEDIEN
AKTIENGESELLSCHAFT

Postfach 1449 • 95305 Kulmbach
Tel: +49 9221 9051-0 • Fax: +49 9221 9051-4444
E-Mail: buecher@boersenmedien.de
www.boersenbuchverlag.de
www.facebook.com/plassenbuchverlage
www.instagram.com/plassen_buchverlage

Gewidmet meinem Großvater Joseph Pearl, einem
Holocaust-Überlebenden, wegen seiner Inspiration,
beharrlich zu sein und Erfolg zu haben.

– J. P.

In liebendem Gedenken an Ronie Rosenbaum,
eine Inspiration zu Stärke und Selbstlosigkeit.

– J. R.

INHALT

Vorwort von Howard Marks	9
Einführung	11
Kapitel 1 Ideenfindung	25
Filter	27
Der Bottom-up-Ansatz	29
Der Top-down-Ansatz	57
Kapitel 2 Die besten Ideen identifizieren	67
Der Rahmen für die Prüfung von Ideen	69
I. Die Anlagethese	72
II. Überblick über das Unternehmen	76
III. Die Unternehmensleitung	83
IV. Risiken und Abwägungen	88
V. Finanzdaten und Bewertung	90
Kapitel 3 Geschäftliche und finanzielle Due Diligence	107
Geschäftliche Due Diligence	108
Finanzielle Due Diligence	128

Kapitel 4	Bewertung und Katalysatoren	149
	Bewertung	150
	I. Marktwert und innerer Wert	151
	II. Bewertung von Übernahmen	167
	Katalysatoren	177
	Die Festlegung des Kursziels	194
Kapitel 5	Anlageentscheidung und Portfoliomanagement	201
	Die Anlageentscheidung treffen	203
	Das Investment überwachen	209
	Die Zusammenstellung des Portfolios	215
	Portfolio- und Risikomanagement	226
Post mortem: Delphi Automotive		239
Bibliografie und empfohlene Lektüre		249
Danksagungen		255
Über die Autoren		261
Haftungsausschluss		267

VORWORT

*Von Howard Marks, dem Co-Vorsitzenden und
Mitgründer von Oaktree Capital Management*

Im Jahr 2011 schrieb ich ein Buch mit dem Titel „Der Finanz-Code: Die Erfolgsphilosophie des letzten großen Investors“, Originaltitel: „The Most Important Thing: Uncommon Sense for the Thoughtful Investor“. Der Titel war ein bisschen ironisch gemeint, denn bei der Geldanlage gibt es keinen einzelnen Punkt, der am wichtigsten ist. Bei jeder Anlageentscheidung müssen enorm viele Faktoren berücksichtigt werden und der Prozess muss sowohl breit angelegt als auch detailliert, sowohl methodisch als auch kreativ sein.

Wie kann jemand, der Anleger werden will oder auf dem Weg nach oben ist, alle diese Elemente erlernen und verstehen, wie er sie in seine Methodologie aufnehmen kann? „Investieren wie die Profis“ von Joshua Pearl und Joshua Rosenbaum ist in dieser Hinsicht eine grandiose Hilfe. Es sorgt beim angehenden Anleger für eine steile Lernkurve.

Einfach ausgedrückt habe ich noch nie zuvor ein Buch gesehen, das eine so vollständige und durchdachte Einweisung in den Anlageprozess

bietet. „Investieren wie die Profis“ ist klar, logisch und gut strukturiert, ein prägnanter Übersichtskurs über das, was Anleger wissen müssen. Es fängt mit den Grundlagen an, mit der Identifizierung von Investmentkandidaten und der Überprüfung ihres Potenzials. Dann geht es dazu über, die Finanzen der betreffenden Unternehmen zu untersuchen und das Potenzial ihrer Geschäftstätigkeit einzuschätzen. Als Nächstes kommt die unerlässliche Einschätzung, ob die identifizierten Eigenschaften zum aktuellen Aktienkurs hoch bewertet oder als Schnäppchen zu haben sind. Den Schluss bilden Überlegungen, wie man ermittelt, welche Rolle die Aktie im Portfolio eines Anlegers spielen kann. Diese Lehren werden durch das gesamte Buch hindurch anhand von Unternehmensbeispielen veranschaulicht.

Unter dem Strich steht für mich fest, dass „Investieren wie die Profis“ eine unkomplizierte Einführung in ein keineswegs unkompliziertes Gebiet darstellt. Um auf dem umkämpften Feld der Geldanlage eine überlegene Performance zu erzielen, muss man sowohl die praxisbezogenen Elemente beherrschen, mit denen die meisten erfahrenen Anleger vertraut sind, als auch die nuancierten Überlegungen, die nur dann zum Erfolg führen, wenn der Anleger sie besser versteht als andere.

Indem der Leser die Erstgenannten zu erkennen und mit ihnen umzugehen lernt, wird der Weg frei, die Letztgenannten zu bedenken. Ich bin froh, dass „Investieren wie die Profis“ verfügbar ist, um das Fortkommen des Lesers zu beschleunigen. Es bietet eine ausgezeichnete Einführung in die Entscheidungen, die zu treffen sind. Sie werden merken, dass gute Entscheidungen eine faszinierende Lebensaufgabe sind.

EINFÜHRUNG

Was unterscheidet dieses Buch von allen anderen Investmentbüchern?

Ihnen ist bestimmt schon aufgefallen, dass es ziemlich viele Bücher über Geldanlage gibt. Viele von ihnen wurden von einigen der besten Investoren der Welt geschrieben. Warum also sollten Sie *unser* Buch lesen?

Die Geldanlage in Aktien ist weiter verbreitet denn je, ob nun direkt oder indirekt über Wertpapierdepots, börsennotierte Fonds (ETFs), Investmentfonds oder Rentensparpläne. Trotzdem haben die allermeisten Privatanleger nicht gelernt, wie man Aktien auswählt, ganz zu schweigen von Grundkenntnissen des Finanzwesens. Und bis jetzt gab es noch keine wirklich zugängliche, leicht verständliche Quelle, die ihnen helfen konnte. „Investieren wie die Profis – Die 5 Schritte der Aktienausswahl“ wurde geschrieben, um diese Lücke zu füllen.

Wir halten die Einfachheit und Zugänglichkeit unseres Rahmens für die Aktienausswahl für wahrhaft einzigartig. Wir bringen Ihnen anhand von Beispielen aus dem richtigen Leben und anhand von

Modellen, die wirklich von Profis an der Wall Street verwendet werden, ganz logisch und Schritt für Schritt bei, wie man Aktien auswählt. Unser Ziel ist einfach – Ihnen die Fähigkeiten zu vermitteln, die man braucht, um hochwertige Aktien zu finden, und gleichzeitig sein Portfolio mit bewährten Methoden des Risikomanagements zu schützen.

Unser praxisorientierter Ansatz soll dazu beitragen, den womöglich einschüchternden Anlageprozess zu entmystifizieren. Dank dieser Schulung werden Sie sich von anderen abheben, die weitgehend im Blindflug agieren.

Piloten brauchen eine umfangreiche Ausbildung, bevor sie eine Lizenz bekommen. Ärzte müssen Medizin studieren und dann jahrelang im Praktikum arbeiten. Auch wer professionelle Anlageberatung anbieten will, braucht immerhin eine Zertifizierung. Aber jeder kann ohne jegliche Schulung Aktien kaufen. Wenn man aus dem Bauch heraus und mit einem Gebet auf den Lippen Aktien kauft, setzt man zwar nicht sein Leben aufs Spiel, aber auf jeden Fall seine Finanzen.

In unserem ersten Bestseller, „Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers & Acquisitions“, entwickelten wir eine in hohem Maße praxisorientierte Anleitung für die Bewertung und Unternehmensfinanzierung. Unsere Schritt für Schritt angelegte Methode nach dem Motto „Wie geht das?“ kam bei einer breiten Leserschaft gut an, wurde über 200.000-mal verkauft und läuft immer noch gut. Auch wenn dieses erste Buch vor allem für Investmentbanker gedacht war, so zog es doch auch die Aufmerksamkeit professioneller Investoren auf sich.

Wir erhielten auch viele positive Rückmeldungen von Anfängern in Sachen Geldanlage, die die Bewertungsmethoden der Wall Street erlernen wollten. Es verging kaum ein Tag, an dem uns nicht Freunde und Verwandte nach beliebten Aktien fragten – zum Beispiel nach Facebook (FB), Amazon (AMZN), Apple (AAPL), Netflix (NFLX) und Google/Alphabet (GOOG), die gemeinsam als FAANG-Aktien bekannt sind. Bei vielen Fragen ging es darum, dass die AMZN-Aktie für 1.848

Dollar und FB für 205 Dollar gehandelt wurde – und dass FB doch wohl dank des niedrigeren Aktienkurses ein Schnäppchen sei.

Das ist zwar nur ein Beispiel, aber die weite Verbreitung dieses Denkmusters war ein weiterer Anreiz, dieses Buch zu schreiben. Achtung: Wenn Ihnen nicht klar ist, weshalb der Vergleich von AMZN und FB anhand des Aktienkurses anstatt anhand von Gewinn, Geschäftsmodell, Kurstrends und anderer wichtiger Kennzahlen von Grund auf fehlgeleitet ist, dann brauchen Sie das vorliegende Buch unbedingt. Und auch wenn Sie damit (und mit noch ein bisschen mehr) bereits klarkommen, haben wir Ihnen einen Rahmen zu bieten, der Ihnen hilft, die nächste Stufe zu erklimmen!

Mit Unterstützung von Dutzenden erfahrenen Anlegern entwickelten wir für „Investieren wie die Profis – Die 5 Schritte der Aktienausswahl“ einen schlüssigen, aus fünf Schritten bestehenden Rahmen für die Aktienausswahl: Findung von Anlageideen, Identifizierung der besten Chancen, Durchführung einer gründlichen finanziellen und wirtschaftlichen Prüfung (die sogenannte „Due Diligence“), Ermittlung der Bewertung und Fällen der endgültigen Entscheidung, ob oder ob nicht investiert wird. Dabei flechten wir auch Schlüsselmethoden der Portfoliozusammenstellung und des Risikomanagements ein. Um Ihnen bei Ihrer Weiterentwicklung zu helfen, bieten wir auf unserer Website www.investinglikethepros.com Echtzeitbewertungen, Finanzmodelle und Vorlagen für das Portfoliomanagement an.

Unser aus fünf Schritten bestehender Rahmen ist so gestaltet, dass er hinreichend reproduzierbar und flexibel genug für verschiedene fundamental ausgerichtete Anlagestile ist. Dazu zählen vor allem Value-Investing, Growth-Investing, GARP (Wachstum zum vernünftigen Preis = Growth at A Reasonable Price)¹, Long-only, Long/Short, ereignisorientiert/Sondersituationen und notleidende Unternehmen. Allen diesen Anlagestrategien ist das Ziel gemeinsam, Aktien mit

¹ Unternehmen, die ein auf den Markt bezogen überdurchschnittliches Wachstum und attraktive Bewertungen bieten.

nennenswertem Aufwärtspotenzial aufzuspüren, die häufig vom Markt missverstanden, ignoriert oder unterschätzt werden.

Unsere Methode, den Anlageprozess zu vereinfachen, wird auch dadurch begünstigt, dass das Spielfeld heutzutage ebener ist als je zuvor. Lange Zeit stellte die Diskrepanz der Zugänglichkeit von Informationen zwischen institutionellen Investoren und Privatanlegern eine gewaltige Hürde dar. Privatanleger wussten im Allgemeinen nicht, wo oder wie man an die erforderlichen Angaben herankommt.

Heute können dank strengerer Publizitätspflichten und dank des technischen Fortschritts alle Anleger in beispiellosem Maße auf Informationen und Ressourcen zugreifen. Es gibt leistungsfähige kostenlose Werkzeuge, um Aktien zu identifizieren, zu durchleuchten und fundierte Anlageentscheidungen zu treffen. Allerdings muss man lernen, wie man sie richtig verwendet. Und da kommt unser Buch ins Spiel – ein Rahmen, um unter den Tausenden an der Börse notierten Unternehmen Gelegenheiten zu identifizieren.

Um unsere Methoden erfolgreich anzuwenden, muss man sie, während man mit echten Anlageentscheidungen Erfahrungen sammelt, feinabstimmen. Im Laufe der Zeit werden Sie Ihren ganz eigenen Stil und Ihre ganz eigene Methode entwickeln, die unweigerlich von Ihrem Berufs- und Privatleben beeinflusst wird. Zu tollen Aktienideen wird man oft von Beobachtungen im Alltag oder von Passionen angeregt. Letztlich werden sich in Ihrem Portfolio wahrscheinlich Ihre Bildung, Ihre Branchenkenntnisse, Ihre sonstigen Interessen und Ihre Hobbys niederschlagen. Haben Sie Erfahrungen in einer bestimmten Branche? Gibt es ein Thema, einen Sektor oder einen Trend, das oder der Sie fasziniert?

Das ist natürlich erst der Anfang eines kontinuierlichen Prozesses. Der Weg, zum erfolgreichen Anleger zu werden, ist keineswegs leicht. Um den nächsten Schritt zu machen, brauchen Sie Fleiß, Sorgfalt, Urteilsvermögen und analytische Fähigkeiten. Außerdem müssen Sie von Anfang an damit leben können, dass Sie Fehler machen werden. Konzentrieren Sie sich mehr darauf, Ihren Prozess zu verbessern, als

auf Ihre Ergebnisse. Sogar Profis ziehen häufig aus ihren *Verlierern* mehr wertvolle Lehren als aus ihren *Gewinnern*.

In einer Welt, in der das passive Investing grassiert, lohnt es sich, sich erneut genauer mit den Vorteilen der aktiven Geldanlage zu befassen. Die passive Geldanlage ist genau das, wonach sie klingt – man fährt, was immer auch geschieht, die gleiche Performance wie der Markt beziehungsweise der betreffende Sektor ein. Vielen reicht dieses Anlageziel und deshalb hat sich die passive Geldanlage dauerhaft etabliert. Ein großer Anteil der Anleger strebt allerdings überdurchschnittliche Renditen an und dafür bedarf es eines aktiven Ansatzes.

Der passive Ansatz behandelt gute und schlechte Aktien gleich, indem er Kapital in einen Indexfonds oder Sektor-ETF investiert. Der gesunde Menschenverstand sagt einem, dass eine bessere Methode Gewinner in den Blick nehmen und Verlierer meiden müsste, um Renditen über dem Marktdurchschnitt zu erzielen. Beispielsweise wäre man, als aufgrund des E-Commerce Ladengeschäfte zu verschwinden begannen, mit einem an den S&P 500 gebundenen ETF in einem Sektor mit Underperformance investiert geblieben. Also warum sollten Sie nicht Ihre naturgegebene Neugier und Intelligenz sowie die Werkzeuge aus unserem Buch verwenden, um mehr zu erreichen?

Bevor wir loslegen, noch ein paar Einschränkungen: Wir haben zwar versucht, aus der hochkomplexen Welt der Geldanlage das Nötigste herauszudestillieren, aber wir können sie nur bis zu einem bestimmten Grad vereinfachen. Sie werden im Laufe des Buches einige grundlegende Begriffe und Konzepte nachschlagen oder auffrischen müssen, zum Beispiel die Grundlagen der Bilanzierung und Finanzmathematik. Richtige Geldanlage ist ein ernsthaftes Unterfangen und erfordert echtes Engagement. Wir glauben allerdings, dass die potenziellen Belohnungen der Mühe wert sind.

DER AUFBAU DIESES BUCHES

Unser Buch besteht aus fünf Kapiteln, die den fünf Schritten unseres Rahmens entsprechen. Dabei verwenden wir stets Beispiele aus der wirklichen Welt, um die betreffenden Konzepte mit Leben zu füllen.

Der fünfstufige Rahmen

- I. Ideenfindung
- II. Die besten Ideen identifizieren
- III. Geschäftliche und finanzielle Due Diligence
- IV. Bewertung und Katalysatoren
- V. Anlageentscheidung und Portfoliomanagement

Unsere zentrale Fallstudie bezieht sich auf Delphi Automotive, einen Zulieferer der Automobilindustrie, aus dem im Dezember 2017 durch eine steuerfreie Ausgliederung zwei getrennte Unternehmen hervorgegangen sind, die heute separat an der Börse gehandelt werden, als Aptiv (APTV) und als Delphi Technologies (DLPH).²

Wir befassen uns das ganze Buch hindurch mit der Chance, die der *Börsengang (IPO = Initial Public Offering) von Delphi Automotive im November 2011* darstellte. Bis zum Zeitpunkt der Konzernspaltung im Jahr 2017 hatte man, wenn man von Anfang an in das Unternehmen investiert hatte, sein Geld fast verfünffacht. Wir verwenden unseren Rahmen, um Sie in der Zeit zurückzuführen und Sie anschaulich durch den Prozess zu geleiten, der einem geholfen hätte, diese Aktie zu entdecken, zu analysieren, zu bewerten und sich über sie zu freuen.

Delphi ist ein Lehrbuchbeispiel für eine Chance durch Sanierung (Restrukturierung) und Turnaround. Bevor das Unternehmen im Jahr 2005 Insolvenz beantragte, hatte es ein fragmentiertes Geschäftsmo-

² Im Dezember 2017 spaltete sich Delphi Automotive durch eine steuerfreie Ausgliederung seiner Antriebsstrang-Sparte in zwei getrennte Unternehmen auf. Dieses Segment wurde in Delphi Technologies umbenannt. Die Sparten Electrical/Electronic Architecture und Electronics & Safety hießen nun Aptiv. Mehr dazu später ...

dell, eine nicht wettbewerbsfähige Kostenstruktur und belastende Verbindlichkeiten. Delphi nutzte das Insolvenzverfahren, um seine Produktlinien zu rationalisieren, nicht konkurrenzfähige Abteilungen zu verkaufen und die Fertigung in Niedriglohnländer auszulagern. Die Hauptaktionäre von Delphi – Silver Point Capital und Elliott Management – spielten bei dem Turnaround eine entscheidende Rolle. Sie arbeiteten zusammen mit dem CEO Rod O’Neal und dem Führungsteam des Konzerns an der Transformation des Konzerns. Die rekonfigurierte Strategie des erneuerten Delphi-Konzerns konzentrierte sich auf Technologie und die drei Kernthemen „Sicherheit, Umwelt und Vernetzung“.

Nach der Insolvenz wies Delphi ein konzentriertes Produktportfolio, eine weltweit wettbewerbsfähige Kostenstruktur und eine aufpolierte Bilanz auf.

Unter anderem stellten die Hauptaktionäre im Rahmen ihres Wertschöpfungsplans einen Verwaltungsrat von Weltrang zusammen, der Vorstandsvorsitzende börsennotierter Gesellschaften, altgediente Vertreter der Autoindustrie und überaus erfahrene Fachleute für bestimmte Gebiete umfasste (zum Beispiel Technologie, Personalwesen, Kapitalmärkte, Fusionen und Übernahmen). Jack Krol, der ehemalige Vorstands- und Verwaltungsratsvorsitzende von DuPont, wurde zum Verwaltungsratsvorsitzenden ernannt und spielte eine entscheidende Rolle. Dass er zuvor ein führendes Verwaltungsratsmitglied von Tyco International gewesen war, wo er den erfolgreichen Konzernumbau beaufsichtigt hatte, war bei der Entscheidung der Großaktionäre, ihn in den Verwaltungsrat zu holen, ein wichtiger Faktor gewesen. Er und seine Verwaltungsratskollegen arbeiteten konstruktiv mit der Geschäftsleitung zusammen, um eine Strategie zu entwickeln, die die Kapitalallokation, die Vorbereitung des Börsengangs und die Kommunikation mit den Investoren umfasste.

Auch ging Delphi mit wettbewerbsfähigeren Besteuerungsgrundlagen aus der Insolvenz hervor, weil es damals im Vereinigten Königreich

steuerpflichtig war. Dazu kamen langfristiger und kurzfristiger Rückenwind, ein ausgebauter „Burggraben“, eine bessere finanzielle Verfassung und eine verlockende Bewertung – summa summarum hatten Anleger auf mehrfache Weise etwas zu gewinnen. Natürlich mussten auch viele Risiken bedacht werden. Man musste bloß wissen, wonach man suchen musste ... und wie man das macht.

Ende 2011 ging Delphi zu einem Aktienkurs von 22 Dollar an die Börse. Die neue Strategie erwies sich in den Jahren danach als nachhaltig und bestand auch noch lange nachdem O’Neal im Jahr 2015 die Zügel an seinen Finanzvorstand Kevin Clark übergab. In dieser Zeit gab es zahlreiche strategische Initiativen, die einen erheblichen Shareholder Value schöpften, und sie gipfelten in der steuerfreien Ausgliederung der Antriebsstrang-Sparte Powertrain Systems im Jahr 2017.

Ende 2017, kurz vor der Aufspaltung von Delphi, wurde die Aktie für mehr als 100 Dollar gehandelt. Anleger, die die Chance bei Delphis Börsengang beim Schopf gepackt hatten, wurden mit einem Ertrag von 375 Prozent belohnt. Das war eine durchschnittliche Jahresrendite von 30 Prozent, während der S&P 500 nur 13 Prozent abgeworfen hatte.

Unser Ansatz der Aktienausswahl in fünf Schritten soll Ihnen helfen, die nächste Delphi Automotive zu entdecken. Auch soll er Ihnen helfen, Ihre Aktienpositionen im zeitlichen Verlauf zu verwalten. So wies beispielsweise der Aktienmarkt im Jahr 2018 erste Anzeichen für eine zyklische Verlangsamung auf. Wie im Kapitel „Post mortem“ besprochen, erlitt die frisch ausgegliederte Antriebsstrang-Sparte Delphi Technologies außerdem einige selbst zugefügte Wunden und war aufgrund ihres geografischen Fußabdrucks mit Gegenwind konfrontiert. Unser System der Frühwarnsignale und der aktiven Überwachung soll Ihnen helfen, solche Fallstricke zu umgehen. Zu wissen, wann man aus einer Position aussteigen oder sie zurechtstutzen sollte, ist genauso wichtig wie die Entscheidung, wann man einsteigen oder aufstocken sollte.

Schritt I: Ideenfindung

Bei Schritt I geht es darum, wie professionelle Investoren auf Anlageideen kommen. Dieser Prozess erfordert viel Geduld und Disziplin. Es kommt nicht selten vor, dass man Dutzende oder gar Hunderte von Unternehmen prüft, bevor man eine Chance von hoher Qualität entdeckt.

Der Schwerpunkt unseres Buches liegt auf dem *Bottom-up-Investing*, einer Methode, die beim Auffinden attraktiver Aktien vom Unternehmen ausgeht. Man beginnt mit einem konkreten Unternehmen und analysiert gründlich seine geschäftlichen Faktoren, seine finanzielle Performance, seine Bewertung und seine Zukunftsaussichten. Den *Top-down-Ansatz*, der anhand volkswirtschaftlicher beziehungsweise makroökonomischer Faktoren (daher auch als „Macro-Investing“ bezeichnet) oder anhand langfristiger Themen nach Chancen sucht, besprechen wir ebenfalls. Bei den wichtigsten Top-down-Strategien geht es darum, weltweit oder innerhalb einer Volkswirtschaft Trends beziehungsweise Zyklen der Börse oder der Konjunktur zu erkennen und die Profiteure zu kaufen – sowie im Gegenzug die Opfer zu meiden oder gar zu shorten.

Erfahrene Anleger beziehen meist sowohl Bottom-up- als auch Top-down-Elemente in ihren Ansatz ein. Für den Bottom-up-Anleger ist es gefährlich, bedeutenden makroökonomischen und sonstigen umfassenden Trends nicht genug Aufmerksamkeit zu schenken. Ebenso darf der erfolgreiche Top-down-Anleger die Fundamentalanalyse einzelner Unternehmen nicht ignorieren.

In Schritt I befassen wir uns mit den wichtigsten „Eimern“, aus denen professionelle Investoren ihre Ideen schöpfen. Dabei fangen wir mit unterbewerteten Unternehmen an, für die der Weg zu besserer Finanzleistung oder höherer Bewertung offensteht. Dann befassen wir uns mit Unternehmen, die Kapitalmaßnahmen treffen, die ihren Wert erhöhen, zum Beispiel Fusionen und Übernahmen (M&A = Mergers and Acquisitions), Ausgliederungen und Veräußerungen, Umstrukturierungen (Sanierungen) und Turnarounds, Aktienrückkäufe und Dividenden,

Börsengänge (IPOs) und Insiderkäufe. Und zum Schluss erklären wir, wie man erfolgreiche Investoren zwecks Beschaffung neuer Ideen beobachtet.

Schritt II: Die besten Ideen identifizieren

Aus der Grundidee ergeben sich häufig Dutzende potenzieller Investmentgelegenheiten. In Schritt II wird erläutert, wie man eine lange Liste nach den besten Ideen durchforstet. Dafür muss man jede Aktie genauer prüfen, um seine Aufmerksamkeit gezielt auf Ideen zu richten, die zu „Kernpositionen“ werden können. Um ein starkes Portfolio auf den Weg zu bringen, braucht man nämlich nur ein paar Aktien von hoher Qualität.

Um die Herde auf diese Weise auszudünnen, muss man jede Idee schnell und systematisch auf hohem Niveau untersuchen. Zu diesem Zweck stellen wir Ihnen einen Rahmen zur Verfügung, der Ihnen dabei hilft. Seine Schwerpunkte sind eine *Anlagethese*, das *Geschäftsmodell*, die *Unternehmensleitung/das Management*, *Risiken und sonstige Überlegungen* sowie *Finanzperformance und Bewertung*. Diese Vorab-Analyse ist notwendig, um das Narrengold vom „wahren Jakob“ zu trennen.

Auch bieten wir eine *Vorlage zur Erfassung von Investmentideen* an, mit der Sie Ihr Research zu jeder Aktienidee ordnen und fortführen können. Sie stellt Schritt II unseres Rahmens übersichtlich dar und macht den Vergleich mehrerer Unternehmen leicht.

Je länger die in Schritt I erstellte Liste potenzieller Ideen, umso schwieriger ist die Aufgabe der Filterung. Manchmal springt einem eine Idee, die das Portfolio umkrepelt, regelrecht ins Gesicht. Aber in den meisten Fällen treten die Ideen mit den besten Gewinnchancen nicht so deutlich hervor wie Schwarz auf Weiß. Sobald die offenkundigen Nieten aussortiert sind, kann die gründliche Analyse der verbliebenen Aktien beginnen.

Schritt III: Geschäftliche und finanzielle Due Diligence

In Schritt III ist es Zeit, viel tiefer in die Gelegenheiten einzutauchen, die den Ausleseprozess überlebt haben. Nach der anfänglichen Prüfung sind gründlichere geschäftliche und finanzielle Recherchen erforderlich. Anders ausgedrückt ist dies *die entscheidende Phase der Due Diligence*.

Wir führen vor, wie man beurteilt, ob ein Unternehmen in geschäftlicher Hinsicht eine hohe Qualität besitzt oder eine hohe Qualität erreichen kann. Dafür prüfen wir sowohl seine zentralen Stärken als auch die Risiken, die Ihre Anlagethese kippen könnten. Ein Großteil dieser Arbeit ist qualitativer Natur und erfordert solides Urteilsvermögen sowie solide Erkenntnisse. Dabei ist es besonders nützlich, wenn man Erfahrung mit konkreten Geschäftsmodellen und Sektoren hat und daher mit ihnen vertraut ist. Dabei können Ihnen auch persönliche Interessen und Einblicke zugutekommen.

In finanzieller Hinsicht muss man die wichtigsten Finanzberichte eines Unternehmens gründlich durchkämmen, um seine Vorgeschichte, seine derzeitige Verfassung und seine Aussichten zu ermitteln. Diese Analyse besteht zu einem großen Teil darin, die entscheidenden Posten zu durchleuchten und dafür vertretbare Erklärungen zu finden. Man muss jegliche Schwäche im Hinblick auf das Wachstum, die Margen, den freien Cashflow oder die Bilanz klar erkennen. Wir zeigen Ihnen auch, wie man ein Modell für finanzielle Hochrechnungen erstellt, das die Grundlage für Ihre Bewertung in Schritt IV bildet.

Wenn Sie sich mit den Geschäfts- und Finanzzahlen eines Unternehmens nicht wohlfühlen, dann taugt es wahrscheinlich für Sie nicht als Investment. Und das ist auch gut so. Sie wollen ja nicht in ein Unternehmen investieren, das Sie nicht verstehen oder von dem Sie nichts halten. Und Sie wollen sicherlich nicht in ein Unternehmen mit schwachem Finanzprofil investieren, das sich wohl kaum drastisch bessern wird.

Schritt IV: Bewertung und Katalysatoren

In Schritt IV richten wir unsere Aufmerksamkeit auf die Bewertung, die man mit Fug und Recht als Kernbestandteil des Anlageprozesses bezeichnen kann. Dabei muss man ermitteln, wie viel das Unternehmen wert ist, ob es billig oder teuer ist und ob „Katalysatoren“ für eine Neubewertung vorhanden sind. Sogar eine Aktie, die die geschäftliche und finanzielle Überprüfung mit fliegenden Fahnen besteht, kann beim Bewertungstest durchfallen. Das heißt, sie kann zum aktuellen Kurs zu teuer sein, als dass sie eine attraktive Rendite produzieren könnte. Das ist die Falle namens „Unternehmen gut, Aktie schlecht“.

Im betreffenden Kapitel bringen wir Ihnen bei, wie man die wichtigsten Bewertungsmethoden anwendet, die den Kern jeder Aktienanalyse bilden. Dazu zählen auf den inneren Wert bezogene Bewertungsmethoden wie zum Beispiel die *Analyse vergleichbarer Unternehmen* und das DCF-Verfahren (DCF = Discounted Cashflow beziehungsweise „abgezinster Zahlungsstrom“). Außerdem besprechen wir Bewertungsansätze für Fusionen und Übernahmen (M&A), unter anderem *bisherige Transaktionen*, die *Analyse fremdfinanzierter Übernahmen* und *Wertzuwachs/Verwässerung*. Danach stellen wir zur Abrundung Ihrer Fähigkeiten nuanciertere Methoden wie die *Sum-of-the-Parts*-Bewertung und den *Nettoinventarwert* (Substanzwert) vor.

Mithilfe einer Kombination dieser Werkzeuge wird das *Kursziel* (beziehungsweise der *Zielkurs*) einer Aktie ermittelt, das für die endgültige Anlageentscheidung unerlässlich ist. Des Weiteren gehen wir häufig vorkommende Katalysatoren durch, die den verborgenen Wert einer Aktie freisetzen und eine Neubewertung auslösen können. Solche Katalysatoren können interner Natur sein, beispielsweise im Rahmen der Weiterentwicklung einer Managementstrategie, oder externer Natur, beispielsweise aufgrund von aktivistischen Aktionären oder regulatorischer Veränderungen. Wichtige Katalysatoren sind übertroffene Gewinnerwartungen, Fusionen und Übernahmen, Kapitalerträge, Refinanzierungen, Führungswechsel und die Markteinführung neuer Produkte.

Schritt V: Anlageentscheidung und Portfoliomanagement

Inzwischen haben Sie eine verlockende Idee identifiziert, die Due Diligence durchgeführt und haben eine Meinung dazu, was das Unternehmen wert ist. All das ist in Ihr Kursziel eingeflossen, das von überragender Bedeutung ist. Nun ist es an der Zeit, die endgültige Anlageentscheidung zu treffen. Sollen Sie die Aktie *kaufen*, *shorten*, *beobachten* oder *sein lassen*?

Ist die Kauf- oder Leerverkaufsentscheidung getroffen, ist die Arbeit aber noch nicht beendet. Danach muss die Position ständig überwacht werden. Neue Entwicklungen können die ursprüngliche Anlagethese zum Besseren oder Schlechteren ändern. Zu einer effektiven Beobachtung gehören stetiges Nachdenken sowie stetiges Analysieren und Zusammenfassen von Ereignissen, die sich auf das zugrunde liegende Unternehmen auswirken können.

Um ein solides Portfolio aufzubauen, braucht man Fähigkeiten, die über die Aktienausswahl hinausgehen. Um ein erfolgreiches Portfolio zusammenzustellen, muss man eine Auswahl von Aktien aussuchen, die auf die persönlichen Anlageziele, die Strategie und die eigene Risikotoleranz zugeschnitten ist. Dafür muss man den Positionen die richtigen Größen und Prioritäten zuweisen. Eine große Position sollte ihrem Rang im Verhältnis zu anderen im Portfolio enthaltenen Aktien bezüglich Qualität, Gewinnpotenzial (einschließlich möglicher Katalysatoren) und Überzeugung entsprechen.

Disziplinierte Anleger verwenden Methoden des Risikomanagements, um ihre Portfolios zu optimieren und sich vor Verlusten zu schützen. Wichtige Instrumente sind die Begrenzung des verlustgefährdeten Kapitals und Richtlinien für Verlustbegrenzung und Gewinnmitnahme. Das verlustgefährdete Kapital hängt unter anderem von der Positionsgröße, von der Konzentration auf Sektoren und von geografischen Schwerpunkten ab. Auch bringen wir Ihnen grundlegende Methoden bei, um Positionen zu hedgen und Portfolios einem Stresstest zu unterziehen.