

Aktien richtig bewerten

Peter Thilo Hasler

Aktien richtig bewerten

Theoretische Grundlagen praktisch erklärt

 Springer

Peter Thilo Hasler
Blättchen & Partner AG
Paul-Heyse-Straße 28
80336 München
Deutschland
pth@blaettchen.de

Sphene Capital GmbH
Großhesseloher Straße 15c
81479 München
Deutschland
peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

ISBN 978-3-642-21169-0 e-ISBN 978-3-642-21170-6
DOI 10.1007/978-3-642-21170-6
Springer Heidelberg Dordrecht London New York

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

© Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2011

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes.

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.

Einbandentwurf: WMXDesign GmbH, Heidelberg

Gedruckt auf säurefreiem Papier

Springer ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media (www.springer.com)

Vorwort

„Was ist das Unternehmen wirklich wert?“ – Diese Frage haben Anlageberater und Finanzanalysten während der jüngsten Finanzmarktkrise, als selbst breit gestreute Large Caps im Tages- oder Wochenvergleich zweistellige Kursverluste hinnehmen mussten, immer häufiger von ihren Kunden zu hören bekommen. Akademisch geprägte Marktteilnehmer verweisen in diesem Moment gerne auf ihre Lehrbücher, wonach der Wert eines Vermögensgegenstandes dem Barwert der von ihm in Zukunft generierten Liquiditätsströme entsprechen sollte. Zur Bewertung eines Unternehmens wäre damit lediglich die Kenntnis aller zukünftigen Cashflow-Ströme und der für ihre Diskontierung angemessenen Zinssätze erforderlich. Doch so einfach ist es nicht, schließlich meinte schon der US-amerikanische Baseballspieler Lawrence Peter „Yogi“ Berra vor einigen Jahren, dass „In theory there is no difference between theory and practice. In practice there is“¹. Gerade in den tumultartigen Zeiten der Krisenjahre lag dem den Praktiker eine ganz andere Antwort auf die eingangs gestellte Frage auf der Zunge, nämlich: „Das, was der höchste Bieter zu zahlen bereit ist“.

Derartige Zynismen sind das Ergebnis von Problemen, mit denen Fondsmanager und Analysten täglich konfrontiert werden, die von Theoretikern jedoch häufig nicht wahrgenommen werden. Da findet man in der Literatur zur Unternehmensbewertung nur sehr vereinzelt Ratschläge, wie die künftigen Cashflows über einen längeren Zeitraum konkret prognostiziert werden können, wie lange der Zeithorizont gewählt werden soll, über den sie vorhergesagt werden sollen – fünf, zehn oder doch lieber 20 Jahre? –, oder welche Bewertungsverfahren für welchen spezifischen Anlass angemessen sind. Auch die Frage, wie die zur Diskontierung zukünftiger Erlösströme nicht ganz unwichtige Risikoprämie eigentlich ermittelt werden soll, oder welches Bewertungsverfahren für welches Unternehmen bei welcher Gelegenheit angemessen ist, wird nicht nur in der deutschsprachigen Praxisliteratur in erschreckendem Maße vernachlässigt.

Lieber kümmert sich die Fachwelt um praktisch unfruchtbare Nebensächlichkeiten wie die Auswirkungen des persönlichen Einkommensteuersatzes auf den

¹ Zitiert nach Yarger H R (2006) S. 31.

Unternehmenswert² – ein Thema, das in der angelsächsischen Literatur aufgrund der ausufernden Komplexität der Steuersysteme aus Praktikabilitätsüberlegungen komplett vernachlässigt wird³ – oder verfasst detaillierte Abhandlungen über die Herleitung eines risikokompensierenden Kreditzinssatzes im Halbeinkünfteverfahren⁴. Einen praxisorientierten Ratgeber, mit dessen Hilfe Aktien anhand von finanzmathematischen Modellen schematisch professionell und trotzdem anschaulich von Privatanlegern wie von institutionellen Investoren eingeschätzt werden können, sucht man in deutschsprachigen Bibliotheken vergebens.

Kein Wunder also, dass manche nicht nur die Wirtschaft in der Krise sahen, sondern auch die Unternehmensbewertung⁵. Und dabei sollte die Bewertung börsennotierter Unternehmen der zentrale Bestandteil jeder einzelnen Kauf- und Verkaufsüberlegung an der Börse sein, denn schließlich werden an den Kapitalmärkten Vermögen gemacht – und verloren. Insofern sollte man annehmen, die Kenntnis und das Verständnis, wie ein Unternehmen zu bewerten sei, wäre nicht nur unter den professionellen Kapitalmarktteilnehmern verbreitet, sondern auch unter den vielen Privataktionären, die immer engagierter, zum Beispiel in den verschiedenen Internet Boards, über erwartete Kursziele und Anlageurteile diskutieren. Als Außenstehender gewinnt man jedoch den Eindruck, dass hierbei vielfach Anlageempfehlungen von Bekannten, Journalisten oder bestenfalls Finanzanalysten die Grundlage der Kaufentscheidungen bilden. Für eigenständige Gedanken oder Wertermittlungen fehlt meist die Ausbildung – und auch häufig die Zeit.

Operable Handlungsanweisungen zu vermitteln ist Anspruch dieses Buches. Es wendet sich daher an professionelle Investmentbanker und Mergers & Acquisitions-Berater, an Steuerberater, Vermögensverwalter und Portfoliomanager, Kapitalanleger und Finanzanalysten, an Unternehmensberater, Journalisten und alle, die regelmäßig mit dem Kauf und Verkauf von Aktien beschäftigt sind. Das Buch richtet sich aber auch an das Management börsennotierter Gesellschaften, an Finanzvorstände und Investor Relations-Mitarbeiter, sowie an jene, die ihre Entscheidungen zu beurteilen haben, also Aufsichtsräte und Miteigentümer. Es gibt eine Fülle von Anlässen, bei denen gerade sie den Wert ihres Unternehmens oder einzelner Geschäftsbereiche kennen müssen, angefangen von Beteiligungskäufen oder –verkäufen über die Implementierung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen und die Umsetzung des Shareholder Value-Konzeptes bis hin zu konstruktiven Gesprächen mit ihren jeweiligen Anteilseignern auf One-one-Ones oder in Roundtable-Diskussionen. Insbesondere wendet sich dieses Buch an den so genannten Privat- oder Kleinaktionär, denn für ihn haben die führenden Kreditinstitute dieses Landes immer noch kein Konzept entwickelt, wie sie ihn sinnvoll in seinen Anlagebestrebungen unterstützen können. Sie finden in diesem Buch das in der Praxis benötigte theoretische Grundlagenverständnis für eine pragmatische und zeiteffiziente Unternehmensbewertung sowie ausreichend Hinweise auf dessen weitere Vertiefung.

² Vgl. stellvertretend Wagner F W, Rümmele P (1995).

³ Einer Sichtweise, der wir uns in diesem Buch anschließen.

⁴ Vgl. stellvertretend Schultze W, Zimmermann R-C (2002).

⁵ Vgl. Jonas M (2009).

Im Laufe des Buches wird der interessierte Leser in alle gängigen Bewertungsverfahren eingeführt, die ihm die notwendige Unterstützung bei der Erstellung einer integrierten Unternehmensplanung und der darauf aufbauenden Unternehmensbewertung geben sollen. Grob gesprochen gibt es hiervon zwei: Diskontierungsmodelle, in denen der Wert eines Unternehmens anhand der erwarteten Cashflow- oder Dividendenströme ermittelt wird, und Multiplikator- oder Peergroup-Modelle, in denen der Wert eines Unternehmens relativ zu den Werten vergleichbarer Unternehmen hergeleitet wird. Darüber hinaus werden alle vorgestellten Bewertungsverfahren in praktischen Beispielen systematisch erläutert, so dass die theoretischen Grundlagen vom Leser unmittelbar nachvollzogen werden können. Es ist der didaktische Anspruch des Buches, jede Formel oder Gleichung, die für die Ermittlung von Unternehmenswerten unumgänglich sind, anhand eines unmittelbar folgenden praktischen Beispiels zu erläutern.

Nicht alles aus dem Buch ist leicht verständliches Material, daher werden bestimmte Grundlagen, unter anderem der Investitions- und Finanzierungstheorie sowie der Finanzmathematik, vorausgesetzt. Dennoch habe ich einen behutsamen Einstieg in die jeweilige Problematik gewählt. Gerade die themennah platzierten Übungsbeispiele sollen eine intuitive Erklärung für alle Modelle und Vorgehensweisen geben, den Respekt vor der Unternehmensbewertung nehmen und den Leser zur selbständigen Anwendung an den Kapitalmärkten einladen. Demjenigen erschließt sich der Inhalt des Buches am intensivsten, der die Übungsbeispiele mit Papier und Bleistift oder einem Tabellenkalkulationsprogramm nachrechnet.

Dagegen sollten Sie dieses Buch vermutlich ins Regal zurücklegen, wenn Sie Aktien erwerben, ohne sich zuvor überhaupt mit dem Unternehmen beschäftigt haben, wenn Sie sich grundsätzlich keine Gedanken über die zukünftige Ertragsentwicklung der Unternehmen machen, wenn Sie Zukunftsplanungen mit Hockeystick-Effekt abnicken, ohne sie kritisch zu hinterfragen, wenn Sie Aktien vorwiegend aufgrund von Tipps befreundeter Investoren, Journalisten, halbseriösen Börsenmagazinen oder aufgrund von Eingebungen erwerben, wenn Sie vor dem Erwerb einer Aktie keine Entscheidung darüber treffen, wann und zu welchen Bedingungen Sie diese wieder verkaufen wollen, wenn Sie der Meinung sind, Kursgewinne haben viel mit Glück und wenig mit Bewertung zu tun, und – vor allem! – wenn Sie schnell reich werden wollen, ohne glauben, sich hierfür anzustrengen zu müssen. Dies gilt auch, wenn Sie uneingeschränkt an Börsenweisheiten wie „Buy on bad news, Sell on good news!“, „Aktien weisen langfristig die beste Rendite auf“, „Kaufe Nachzügler!“ oder „Investiere momentumgetrieben!“ glauben, an Regeln also, die einen wahren Kern haben mögen, der sich jedoch keinesfalls für eine strategische, langfristig ausgerichtete Anlagephilosophie eignet. Und schließlich, wenn Sie zu den Investoren zählen, deren Investment-Style am besten mit Hope zu beschreiben ist⁶, wenn Sie sich also an Unternehmen beteiligen, die weder günstig in Bezug auf ihre Vermögenswerte noch ihrer zukünftigen Ertragsaussichten sind und die sie, da über den richtigen Wert der Aktie keinerlei Informationen vorliegen, ebenso schnell wieder abstoßen.

⁶ Vgl. auch Zavanelli M (2010) S. 370.

Insofern soll dieses Buch nicht nur die Kenntnisse über die Bewertung von Unternehmen vermitteln, sondern auch das (Selbst-) Bewusstsein, sich über eine eigene fundamentale Unternehmensbewertung abzunabeln von Einflüssen Dritter. Mit dem entsprechenden Know-how über Aktienbewertungen kann problemlos ein System aus fundamentalen Faktoren wie Discounted Cashflow-Modell, Kurs/Gewinn-Verhältnis, Dividendenrenditen oder Wertschöpfungsmodellen aufgebaut werden, dem man sich diszipliniert unterordnen sollte – unabhängig davon, welche Aktien gerade in Zeitschriften oder Internetforen gefeiert wird, was der Bankberater empfiehlt oder einem der beste Freund einflüstert. Nur mit einem emotionslosen Bewertungssystem mit im Vorfeld streng definierten Vorgaben ist es möglich, die beiden Haupttreiber der Börse, Gier und Angst, auszuklammern. Die in diesem Buch vorgestellten Modelle und Bewertungsverfahren bilden die hierfür erforderliche objektive Gesamtheit an Werkzeugen, die nicht von bestimmten Weltanschauungen oder von ethischen bzw. kulturellen Grundeinstellungen abhängig ist. Denn die Grundlagen der Unternehmensbewertung sind für alle gleich, unabhängig davon, ob der Bewerter aus Berlin oder New York stammt, ob er konservativ oder sozialistisch wählt. So steht die Performance an der Börse in unmittelbarem Zusammenhang mit dem Erkennen von Werten – angelsächsisch Value – und mit der Bereitschaft, eine entgegen der herrschenden Meinung stehende Position zu vertreten, weil es, wie Sir John Templeton sagte, unmöglich ist, „to produce superior performance unless you do something different from the majority“. Insofern soll gezeigt werden, dass die Analyse und die Einschätzung von Aktien weder ein enzyklopädisches Wissen über die betrachtete Industrie noch einen wirtschaftswissenschaftlichen Masterstudiengang erfordert. Gesunder Menschenverstand und die Fähigkeit, einfache Schlussfolgerungen zu ziehen, sind am Ende des Tages, um eine geläufige Investmentbankerphrase zu zitieren, ungleich wichtigere Charaktereigenschaften für einen Erfolg an den Kapitalmärkten.

München
im August 2011

Peter Thilo Hasler

Danksagung

Bücher kommen nie ohne die Unterstützung Dritter zustande. Zu diesen zählen zunächst Autoren, die durch ihre Arbeiten das Fundament für das eigene Werk geschaffen haben. In erster Linie sind für mich die Arbeiten von Aswath Damodaran, James Montier und Pierre Vernimmen eine ergiebige Quelle der Inspiration gewesen.

Ferner zählen dazu die Personen, die durch ihre konstruktiven Diskussionsbeiträge zum Gelingen der Arbeit beigetragen haben. Hierbei möchte ich vor allem Christian Obst, Rene Assion, Dr. Konrad Bösl, Gerald Feslmeier, Christoph Karl, Anna Di Geronimo, Ernst G. Wittmann und Dr. Ron Davidson erwähnen. Entweder haben sie das Buch Korrektur gelesen oder standen als Sparringspartner zur Verfügung, in jedem Fall haben sie viele kluge und bewertungsrelevante Ratschläge erteilt und Hilfestellung in allen Fachfragen gewährt. Besonders dankbar bin ich ihnen für das ständige Hinterfragen meiner Ergebnisse, für die inhaltlichen Rückmeldungen, die ermutigenden Worte und spontanen Verbesserungsvorschläge.

Schließlich möchte ich meiner Familie danken, die unter meiner Abwesenheit am stärksten zu leiden hatten. Insbesondere meiner Frau, die mich mit viel Liebe und Interesse unterstützte und darüber hinaus umfangreiche Korrekturarbeiten übernahm. Und natürlich meinen Kindern Vincent und Christopher, deren dauerhafte Vernachlässigung mich zu noch größeren Anstrengungen anregte. Ihnen ist dieses Buch gewidmet.

Inhalt

1 Grundlagen der Bewertung börsennotierter Unternehmen	1
1.1 Price is what you pay, value is what you get	1
1.2 Ursprung, Ablauf und Methoden der Bewertung	6
1.3 Effiziente Märkte und rationales Verhalten	17
1.4 Ursachen für Bewertungsauf- oder -abschläge	24
2 Die integrierte Unternehmensplanung als Basis der Bewertung	31
2.1 Zitate, Mythen und Erwartungen	31
2.2 Die Detailplanung der Gewinn- und Verlustrechnung	41
2.3 Einige Daumenregeln der Bilanzprognose	53
2.4 Die Bereinigung von Einmaleffekten: Manipulationen erkennen	61
3 Der Einfluss des Risikos auf den Unternehmenswert	69
3.1 Risiko? Was für ein Risiko?	69
3.2 Die Eigenkapitalkosten	72
3.3 Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)	92
4 Dividendendiskontierungsmodelle	111
4.1 Grundlagen	111
4.2 Das Gordon-Growth-Modell	115
4.3 Mehrphasenmodelle	122
4.4 Die Werttreiber von Dividendendiskontierungsmodellen	140
4.5 Anwendungsgebiete, Grenzen und kritische Würdigung	155
5 Discounted Cashflow-Modelle	161
5.1 Happiness is a positive cashflow	161
5.2 Free Cashflow to the Firm FCFF	171
5.3 Free Cashflow to Equity FCFE	185
5.4 DCF-Bewertungsmodelle mit konstanter Wachstumsrate	190
5.5 Das Adjusted Present Value-Konzept	207
5.6 DCF-Mehrphasenmodelle	212
5.7 Vom EV zum Equity Value: Weiterführende Erklärungen	228
5.8 Möglichkeiten und Grenzen von DCF-Modellen	241

6	Wertschöpfungsmodelle	247
6.1	Der Grundgedanke des ökonomischen Gewinns	247
6.2	Das NOPAT und seine Exegeten	250
6.3	Varianten des Wertschöpfungsmodells	274
6.4	„Eva im Paradies“ oder „Pegasus mit Klumpfuß“?	278
7	Die Bewertung mit Referenzunternehmen	283
7.1	Die Auswahl des geeigneten Multiplikators	283
7.2	Zur Vorgehensweise der Vergleichsgruppenbildung	291
7.3	Kritische Würdigung, Vor- und Nachteile	298
8	Eigenkapitalbasierte Kennzahlen	305
8.1	Das KGV: Die populärste Kennzahl des Kapitalmarkts	305
8.2	Price-Earnings to Earnings-growth-Ratio (PEG-Ratio)	331
8.3	Das relative KGV	338
8.4	Das historische KGV	339
8.5	Cash Earnings- und Cashflow-Relationen	343
8.6	Die Dividendenrendite	346
9	EV-basierte Multiplikatoren	349
9.1	Die Erweiterung der Basis	349
9.2	EV/Umsatz-Verhältnis	350
9.3	EV/EBITDA, EV/EBITA und EV/EBIT	358
10	Substanzwertbasierte Kennzahlen	367
10.1	Will the Real Value Please Stand Up?	367
10.2	Kurs/Buchwert-Verhältnis	370
10.3	Marktwert/Firmenwert-Verhältnis	382
10.4	Liquidationswert	384
11	Spezialprobleme der Unternehmensbewertung	387
11.1	Über Ausnahmen und Regeln	387
11.2	Die Bewertung von Wachstumsaktien	388
11.3	Die Bewertung zyklischer Unternehmen	402
11.4	Die Bewertung von Immobilienunternehmen	408
11.5	Der Sum of the Parts-Ansatz bei der Bewertung von Konglomeraten	414
11.6	Auswirkung der Globalisierung auf die Unternehmensbewertung	421
11.7	Die Bewertung von Markenunternehmen	427
11.8	Industriespezifische Multiplikatoren	430
12	Die Unternehmensbewertung zum IPO	435
12.1	Über Interessenskonflikte und Bauchgefühle	435
12.2	Der Prozess der Preisfindung	438

Inhalt	xiii
13 Typische Fehler in der Unternehmensbewertung	445
13.1 Fehler bei der Analyse von GuV, Bilanz und Cashflow-Statement	445
13.2 Fehler bei der Berechnung der Diskontierungssätze	446
13.3 Fehler in der Anwendung der Bewertungsmodelle	448
Glossar	453
Literaturverzeichnis	463
Sachverzeichnis	479

Verzeichnis häufig verwendeter Symbole

adj	Adjustiert
Amo	Amortisationen, Amortization
β	Beta
β_L	Levered Beta
β_O	Operatives Beta
β_U	Unlevered Beta
BG	Bilanzgewinn
Cash	Kassenbestand des Unternehmens
CFPS	Cashflow je Aktie, Cashflow per Share
CFOPS	Betrieblicher Cashflow je Aktie, Operating Cashflow per Share
COC	Kapitalkosten, Cost of Capital
cov	Covarianz
δ	Ausschüttungsquote
Δ	Veränderungsrate
Debt	Buchwert des verzinslichen Fremdkapitals
Debt ₀	Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals
Dep	Abschreibungen, Depreciation
Div _t	Dividende zum Zeitpunkt t
DivSum	Dividendensumme
ε	Investitions- oder Thesaurierungsquote
EBIA	Earnings Before Interest and Amortization
EBIT	Ergebnis vor Zinsen und Steuern, Earnings Before Interests and Taxes
EBITDA	Ergebnis vor Abschreibungen, Amortisationen, Zinsen und Steuern, Earnings Before Depreciation, Amortization, Interests and Taxes
EPS _b	Unverwässertes Ergebnis je Aktie, Earnings per share basic
EPS _d	Verwässertes Ergebnis je Aktie, Earnings per share diluted
EPS _t	Ergebnis je Aktie zum Zeitpunkt t, Earnings per share
ESOP	Mitarbeiterbeteiligungsprogramm, Employee Stock Option Plan
EK	Buchwert des Eigenkapitals
EP	Ökonomischer Gewinn, Economic Profit
EK ₀	Marktwert des Eigenkapitals
EV ₀	Enterprise Value

FCF	Freier Cashflow, Free Cashflow
FCFE	Free Cashflow to Equity
FCFF	Free Cashflow to the Firm
FCFPS	Freier Cashflow je Aktie, Free Cashflow per Share
FK	Buchwert des Fremdkapitals
FordLL	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen
g	Wachstumsrate
g_w	Wachstumsrate während der Übergangsphase
GCE	Gross Capital Employed
GCF	Gross Cashflow
GesK	Gesamtkapital
GK	Grundkapital
H	Halbwertszeit der Phase mit erwartetem überdurchschnittlichem Wachstum (in Jahren)
I_n	Nettoinvestitionen
Int	Zinsaufwand, Interests
Kum	Kumuliert
K	Kosten
K_f	Fixe Kosten
KfrA	Kurzfristige Vermögenswerte
KfrVerb	Kurzfristige Verbindlichkeiten
KCF	Kurs/Cashflow-Verhältnis
KCFO	Kurs/Operating Cashflow-Verhältnis
KFCFE	Kurs/Free Cashflow to Equity-Verhältnis
K_{Ins}	Kosten der Insolvenz
KR	Kapitalrücklage
K_v	Variable Kosten
λ	Spezifischer Sensitivitätsfaktor
LfrA	Langfristige Vermögenswerte
LfrVerb	Langfristige Verbindlichkeiten
Mktg	Marketing
MI	Ansprüche der Minderheitsgesellschafter, Minorities
n	Periode
NetDebt	Nettoverschuldung, Net Debt
NetInc	Ergebnis nach Steuern, Net Income
NOA	Nicht betrieblich eingesetztes Vermögen, Non Operating Assets
NoSh	Anzahl ausstehender Aktien, Number of Shares
OA	Betrieblich eingesetztes Vermögen, Operating Assets
P_t	Preis der Aktie zum Zeitpunkt t
PR	Pensionsrückstellungen
PS	Je Aktie, per share
ρ	Marktanteil eines Unternehmens
r_f	Risikoloser Anlagezinssatz
r_{Debt}	Zinssatz des verzinslichen Fremdkapitals

r_{EK}	Geforderte Rendite der Aktionäre bei ausschließlicher Eigenkapitalfinanzierung
$r_{EK,U}$	Eigenkapitalverzinsung ohne Fremdkapital
r_{GesK}	Rendite auf das Gesamtkapital
r_i	Rendite eines Wertpapiers i
r_M	Rendite des Marktportefeuilles
r_p	Risikoprämie
rep	berichtet, reported
RLZ	Restlaufzeit in Jahren
ROE	Eigenkapitalrendite, Return on Equity
σ	Anteil der Nettoinvestitionen, der durch die Nettoaufnahme von Verbindlichkeiten finanziert werden soll
SBB	Aktienrückkauf, Share Buy Back
SonstKfrA	Sonstige kurzfristige Vermögenswerte
St	Stammaktien
τ	Grenzsteuersatz auf Unternehmensebene
t	Periode
TS	Treasury Shares
V_0	Fundamentaler Wert des Eigenkapitals
var	Varianz
VerbLL	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen
Vorr	Vorräte
Vz	Vorzugsaktien
ω_{Ins}	Insolvenzwahrscheinlichkeit
$\omega_{\bar{U}}$	Wahrscheinlichkeit, nicht in Insolvenz zu gehen

Abkürzungsverzeichnis

AFFO	Adjusted Funds from Operations
B2C	Business to Consumer
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
CAD	Cash Available for Distribution
CAP	Competitive Advantage Period
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CCC	Cash Conversion Cycle
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CFROCE	Cashflow Return on Capital Employed
CROCI	Cash Return on Capital Invested
CFROI	Cashflow Return on Investment
DIO	Days of Inventory Outstanding
DPO	Days Payable Outstanding
DRP	Debt Risk Premium
DSO	Days of Sales Outstanding
ECM	Equity Capital Markets
EVBV	Enterprise Value/Buchwert-Verhältnis, EV/Book Value-Ratio
EV	Enterprise Value
EVA™	Economic Value Added™
EZB	Europäische Zentralbank
F&E	Forschung und Entwicklung
FAD	Funds Available for Distribution
FFO	Funds from Operations
FTE	Full-Time-Equivalent, Vollzeitmitarbeiter
FTE	Flow-to-Equity
FV	Firm Value
FY	Fiscal Year, Geschäftsjahr
GAP	Growth Appreciation Period

i. e. S.	im engeren Sinne
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
IRO	Investor Relations Officer
IRR	Internal Rate of Return, interner Zinsfuß
Jg.	Jahrgang
KBV	Kurs/Buchwert-Verhältnis
KCE	Kurs/Cash Earnings-Verhältnis
KCF	Kurs/Cashflow-Verhältnis
KFCFE	Kurs-Freier Cashflow to Equity-Verhältnis
KCFO	Kurs/Operativer Cashflow-Verhältnis
KGV	Kurs/Gewinn-Verhältnis
LTM	Last Twelve Months
MVA	Market Value Added
MVfV	Marktwert/Firmenwert-Verhältnis, Market Value/Firm Value-Ratio
n/a	Nicht verfügbar, not available
n/m	Ohne Bedeutung, not meaningful
NAREIT	National Association of Real Estate Trusts
NCC	Nicht zahlungswirksame Buchungsvorgänge, Non Cash Charges
ND	Net Debt
NOPAT	Net Operating Profit After Tax
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Tax
NTM	Next Twelve Months
o. O.	Ohne Ortsangabe
PD	Propability of Default
PEG-Ratio	Price-Earnings to Earnings-Growth-Ratio
PEGY-Ratio	PEG-Yield-Ratio
PIIGS	Portugal, Irland, Italien, Griechenland und Spanien
REIT	Real Estate Investment Trust
REOC	Real Estate Operating Company
ROCE	Return on Capital Employed
ROIC	Return on Invested Capital
RONA	Return on Net Asset
SdK	SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.
TSR	Total Shareholder Return
u. u.	und umgekehrt
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
WACC	Weighted Average Costs of Capital
WSJ	The Wall Street Journal
YoY	Year-on-Year

Kapitel 1

Grundlagen der Bewertung börsennotierter Unternehmen

1.1 Price is what you pay, value is what you get

Dieses der Börsenlegende Warren Buffett zugeschriebene Zitat¹ bildet das Fundament jeder Unternehmensbewertung. Nur ein Zyniker, so sagt man, sei ein Mensch, der den Preis von allem kenne, aber den Wert von nichts. Wer sich an einem Unternehmen beteiligt sollte tunlichst von beidem eine Vorstellung haben. Denn dass der Wert eines Gutes nur höchst selten dem Preis entspricht, ist nicht erst seit Shakespeare bekannt, dessen Satz „Ein Pferd! Ein Pferd! Mein Königreich für ein Pferd!“² dies trefflich widerspiegelt. Insofern hat die Buffett-Methode, mit deren Hilfe inzwischen tausende von Berkshire Hathaway-Aktionäre vermögend geworden sind, immer auch etwas mit Integrität und Konsequenz zu tun. Moderne Finanzmarkttheorien versuchen, Kursbewegungen von Aktien zu erklären, wertorientierte Anlagestrategen dagegen erwerben Aktien, als ob sie das Unternehmen selbst leiten wollten. Der Kauf einer Aktie wird damit gleichbedeutend zum Erwerb eines Autos oder eines Hauses. In beiden Fällen müssen die Fundamentaldaten des Objektes berücksichtigt werden: Man würde die Größe und den Zustand des Hauses studieren, den Modernisierungsrückstau, die Vergleichsmieten und die externen Daten der Immobilie wie Nachbarschaft, Freizeitangebot oder Verkehrsanbindung erkunden. Kein Mensch jedoch würde eine Wohnung ausschließlich auf der Grundlage des Tipps eines Freundes – oder gar eines Fremden – kaufen. Kein Mensch würde vergangenheitsbezogene Auf- und Abwärtsbewegungen des Hauspreises in die Risikoüberlegungen des Kaufs mit einbeziehen – schon allein deshalb nicht, weil tagesaktuelle Immobilienpreise, im Gegensatz zu Aktienkursen, nicht vorliegen. Genau nach dieser Methode sollte beim Erwerb einer Aktie gehandelt werden. Eine Aktie zu kaufen, nur weil sie „günstig aussieht“, ist vermutlich der sicherste Weg, um an der Börse Geld zu verlieren. Zyniker könnten sogar behaupten, der Wert einer Aktie sei irrelevant, solange sie nur einen Käufer für ihre Aktie finden. Durch diese als „Bigger Fool“ bekannte Theorie mögen in Einzelfällen Gewinne erzielt werden – insbesondere in Zeiten, in denen das Sentiment gegenüber der Anlageklasse Aktie

¹ Vgl. beispielsweise Buffett und Clark (2002, S. 228).

² Shakespeare (1593) 5. Akt, 4. Szene.

gut und die Bewertungsrelationen attraktiv sind – als dauerhafte Anlagestrategie kann sie indes nicht geeignet sein.

Trotz ihrer Bedeutung werden die Teilnehmer an den Kapitalmärkten von den Akademikern allein gelassen. Kaum eine Universität des Landes, ganz gleich ob Bachelor- oder Master-Studiengang, ist in der Lage, die beiden Begriffe Preis und Wert zu erklären, obwohl die Aktien- und Rohstoffmärkte der Welt in den letzten drei Jahrzehnten mindestens acht größere Bewertungsblasen und Aktien-Crashes überlebt haben, angefangen von der Huntschen Silberblase der frühen 80er Jahre über den Crash des Japanischen Nikkei bis hin zum Platzen der dot.com-Bubble 2001 und der Immobilienblase 2008. Und dabei gibt es Anlässe zur Unternehmensbewertung zur Genüge. Insbesondere sollte die Bewertung eines Unternehmens

- aufgrund gesetzlicher Regelungen wie den angemessenen Ausgleich (§ 304 AktG), die Abfindung in Aktien (§§ 305, 320b AktG), die Barabfindung (§§ 305, 320b AktG, §§ 176–180, 184, 188, 207 UmwG), Verschmelzungen (UmwG) oder den Zugewinnausgleich (§ 1376 BGB),
- aufgrund privatrechtlicher Vereinbarungen wie den Kauf und den Verkauf von Unternehmen bzw. von Beteiligungen, die Einbringung von Unternehmen bei Sachgründungen, den Ein- bzw. Austritt von Gesellschaftern in bzw. aus Personengesellschaften, Erbstreitigkeiten, Schiedsgerichtsverfahren und Abfindungsfälle, und schließlich
- aufgrund sonstiger Anlässe wie den Börsengang, Fairness Opinions, Bewertungen zur Steuerung des Shareholder Value, Ermittlung des Fair Value im Zuge des externen Value Reporting, freiwillige Entflechtungen oder infolge der bilanziellen Bewertung von Beteiligungen (Impairment Test)

erfolgen. Wenn Investoren, Analysten oder Unternehmer jedoch nicht wissen, welchen Wert eine Aktie hat, sind sie früher oder später nur noch ihren Emotionen ausgesetzt, und das heißt letztlich ihrer Gier und ihrer Angst. Kein Wunder also, dass Emotionen und Irrationalitäten auch heute noch unverrückbarer Bestandteil im Anlageverhalten selbst professioneller Kapitalmarktteilnehmer sind. Vorurteile und Voreingenommenheiten führen dazu, dass bestimmte rationale Prozesse nicht länger funktionieren. Zu diesen zählt auch das Vertrauen in die Funktionsweise der Unternehmensbewertung.

Hauptziel der Unternehmensbewertung ist es, dem Unternehmen einen Wert zuzuordnen, im Falle börsennotierter Gesellschaften also ein Kursziel für die Aktie auszusprechen und damit verbunden ein Anlageurteil, das dieses Kursziel ins Verhältnis zum aktuellen Aktienkurs setzt. Im einfachsten Fall werden absolute Anlageurteile verkündet, also Kaufen, Halten und Verkaufen. Da sich die Performance von Fondsmanagern oder Finanzanalysten üblicherweise in Relation zu einem bestimmten Maßstab, angelsächsisch Benchmark, bemisst, also beispielsweise dem DAX, dem EURO STOXX oder einem hybriden Konstrukt, verwenden viele Investmentbanken heutzutage relative Anlageurteile, die für ein Wertpapier in Abhängigkeit zu einer solchen Benchmark ausgesprochen werden. Populäre Beispiele hierfür sind Überdurchschnittlich, Neutral oder Unterdurchschnittlich bzw. ihre angelsächsischen Pendant Outperform, Marketperform oder Underperform. Hierdurch kann

es für Außenstehende zu der durchaus verwirrenden Situation kommen, dass mit dem Anlageurteil Underperform eine positive absolute Kursentwicklung verbunden ist, solange sich die Aktie prozentual nur weniger positiv entwickelt als die Benchmark. Spiegelbildlich wird sich ein Finanzanalyst mit seinem Outperform-Rating bestätigt fühlen, wenn die beobachtete Aktie zwar fällt, aber in geringerem Ausmaß als der Referenzindex.

Grundsätzlich leitet sich der Wert eines Unternehmens aus dem zukünftigen Nutzen ab, den ein vollständig rational handelnder Investor aus seiner Kapitalanlage zu erwarten hat. Zu diesem Zweck sind sämtliche zukünftigen Einnahme- und Ausgabeströme zu prognostizieren, ihre Barwerte zu ermitteln und aufzuaddieren. Angenommen, es gäbe einen allwissenden Analysten, der Zugang zu allen verfügbaren Informationen hätte und in der Lage wäre, diesen fundamentalen³ Unternehmenswert anhand eines perfekten Bewertungsverfahrens fehlerfrei zu bestimmen, wären von diesem völlig losgelöst

- der Buchwert des Unternehmens, also das handelsrechtliche Eigenkapital des Unternehmens, einer reinen buchhalterischen Residualgröße, die sich als Differenz zwischen den gesamten Vermögenswerten und dem gesamten Fremdkapital ergibt;
- der Liquidationswert des Unternehmens, also der Betrag, der aus einer Zerschlagung des Unternehmens und der Einzelveräußerung aller Vermögensgegenstände erzielt werden könnte, sei es in Form eines Notverkaufs nach einer Insolvenz oder in Form eines strukturierten Verkaufsprozesses, nachdem ein Aufkäufer das Unternehmen in seine operativen Bestandteile zerlegt hat (daher auch Break Up-Value genannt);
- der Wert, der als Kursziel von technischen Chartanalysten aus der Interpretation von Verlaufsmustern historischer Aktienkurse ermittelt worden ist, basierend auf der Annahme, dass sämtliche entscheidungsrelevanten Informationen über Vergangenheit und Zukunft bereits in der sichtbaren Kursentwicklung enthalten sind;
- der strategische Kaufpreis, den ein Wettbewerber zu zahlen bereit ist und der unter anderem abhängig ist von den durch die Übernahme erzielbaren Synergieeffekten;
- der Marktpreis des Unternehmens, etwa in Form des Aktienkurses. Als Gleichgewichtspreis kommt dieser immer dann zustande, wenn sich zwei Parteien – Käufer und Verkäufer – auf bestimmte Konditionen über einen Eigentümerwechsel einigen können. Diese Einigung basiert auf Angebot und Nachfrage, ist abhängig von der jeweiligen Verhandlungsposition und der Vertragsgestaltung der Marktteilnehmer oder, wie André Kostolany es salopp formulierte, davon, „ob es mehr Aktien gibt als Idioten oder mehr Idioten als Aktien“⁴. Aktienkurse

³ Anm.: Das Adjektiv „fundamental“ bezieht sich auf die Parameter, die den Aktienkurs beeinflussen, insbesondere das absolute Niveau der Zahlungsströme, die Wachstumserwartungen und das Risiko der Aktie.

⁴ Zitiert nach Fink (2007, S. 11).

präzisieren nichts mehr als die Geldmenge, die ein Investor für eine Aktie zahlen musste, Werte dagegen bezeichnet die Geldmenge, die er zu zahlen bereit gewesen wäre. Oder, etwas formaler beschrieben: Aktienkurse repräsentieren den ex ante Konsensus des Kapitalmarktes als den wahrscheinlich ex post erzielten Wert, sofern sämtliche verfügbaren kursrelevanten Informationen in einem effizienten Markt von rational handelnden Individuen berücksichtigt wurden⁵;

- der „faire Wert“ eines Unternehmens oder einer Aktie. Bereits der Begriff deutet an, dass der sprachliche Umgang mit dem fairen Wert stets darunter leidet, dass er eine eigene Rechtfertigung in sich trägt. Wer wollte sich allen Ernstes einer fairen Wertfindung widersetzen, die den tatsächlichen Verhältnissen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens zu entsprechen scheint⁶? Allerdings scheint der faire Wert einer Aktie in einem Gleichgewichtszustand und ohne Arbitragemöglichkeiten für den Kapitalmarkt das zu sein, was für Astronomen das Schwarze Loch darstellt: Etwas, das nicht beobachtet werden kann und von dem sich Aktienkurse aufgrund irrationaler Verhaltensweisen der Investoren entfernen können, etwa nachdem sie zum Beispiel in einer allgemeinen Markteuphorie oder Marktbaissé mit der Entwicklung des Gesamtmarktes gleichsam mitgerissen werden.

Nicht nur auf Unternehmensebene, sondern auch auf Sektorebene können die Abweichungen dieser Werte von dem aus fundamentalen Faktoren abgeleiteten, inneren Wert erheblich sein. Von signifikantem Einfluss auf den Aktienkurs sind externe Einflussfaktoren wie Konjunktur, Währungen und Zinsen, die Geldmenge und Gesetze, zum anderen interne Einflussfaktoren wie die Qualität des Managements, die Produktqualität, das Gewinn-Momentum, Investor Relations-Aktivitäten und Übernahmespekulationen. Und nicht zuletzt ist der Börsenkurs auch Ausfluss persönlicher, möglicherweise irrationaler Vorlieben⁷. So sind die Marktteilnehmer keinesfalls die homogene Masse, wie uns Sozialwissenschaftler oftmals glauben lassen. Neben den auf Fundamentaldaten fixierten Investoren gibt es unter anderem technische Investoren, die auf bestimmte Kurssignale reagieren, Momentum getriebene Investoren, die Trends folgen, ohne Fundamentalfaktoren allzu große Beachtung zu schenken, oder so genannte Vulture-Investoren, die finanzielle Notlagen von Unternehmen ausnutzen.

Insofern ist der Wert eines Unternehmens immer auch vom Betrachter abhängig. Unterschiedliche Investoren werden ein und demselben Unternehmen unterschiedliche Werte zugestehen. Ein international tätiger Technologiekonzern wird einen kleinen nationalen Wettbewerber vor dem Hintergrund erwerben wollen, seinen Markennamen zu nutzen und Zugang zu seinen Kunden zu erlangen. Der bestehende Maschinenpark und die Gebäude werden nicht in die Wertfindung eingehen, da der ausländische Marktführer unter Umständen über viel modernere und technisch

⁵ Über den Begriff des Fair Value gibt es in der Literatur höchst unterschiedliche Ansichten. Vgl. auch Pinto et al. (2010, S. 4).

⁶ Vgl. Pfaff und Kukule (2006, S. 542).

⁷ Vgl. Mandl und Rabel (1997, S. 6).

ausgefeiltere Anlagen verfügt. Der Wert, der dem nationalen Unternehmen zugestanden wird, ist zudem abhängig vom Ausmaß der Skaleneffekte, den Synergieeffekten oder den Erwartungen über die zukünftigen Werttreiber in der Industrie.

Insbesondere während extremer Marktphasen mag daher der naive Marktbeobachter den Eindruck haben, Aktien würden sich vollkommen irrational verhalten und keinerlei ökonomischen Gesetzmäßigkeiten entsprechen. Kritiker werfen der Fundamentalbewertung denn auch vor, dass sie nicht besonders hilfreich sei, wenn sich Marktwerte auch über einen längeren Zeitraum von ihren inneren Werten fortbewegen können. Der alleinige Fokus auf die Valuation ignoriere nämlich eine wesentliche Aussage von John Maynard Keynes, nämlich dass „markets can remain irrational for longer than you can remain solvent“⁸. Insofern hat Unternehmensbewertung immer etwas mit Meinungen zu tun – „Do not forget that value is normally a number in an Excel worksheet, while price is very often cash“⁹ – wobei es darum geht aufzuzeigen, wie sich die Zukunft entwickeln könnte, wenn nachprüfbare Annahmen eintreten.

An der Börse hängt der Aktienkurs im Wesentlichen von Erwartungen ab, und zwar von den Erwartungen, welcher Wert zukünftig einem Unternehmen zugestanden wird, nicht von der Zukunft selbst. Diese Erwartungen wiederum sind, zumindest kurzfristig, von emotionalen Schwankungen abhängig, von Herdenverhalten, spieltheoretischen Konzepten und letztlich auch von Manipulationsversuchen einzelner Marktteilnehmer. Damit spielen Erwartungen bei Aktien eine wesentlich größere Rolle als bei anderen Gütern. Während der Käufer eines bestimmten Rohstoffes ziemlich genaue Vorstellungen hat, welchen Nutzen er aus diesem Rohstoff ziehen wird, ist der sich aus einer Aktie ergebende Nutzen a priori unbekannt. Würden alle Investoren auf dasselbe Bewertungsmodell zurückgreifen und hätten alle denselben Anlagehorizont, könnte theoretisch kein Börsenhandel stattfinden. Vor diesem Hintergrund können selbst zwei sehr vergleichbare Aktien aus derselben Industrie, mit demselben Risiko, gleichen Wachstumserwartungen und demselben absoluten Ertragsniveau nicht auf demselben Kursniveau notieren. Und zwei Investoren oder Analysten werden niemals dieselben Prognosen über zukünftige Cashflows, Dividenden oder Kapitalkosten haben. Darüber hinaus veralten Unternehmensbewertungen schneller als man glaubt. Jede neue Information, vor allem aus dem Unternehmensumfeld selbst in Form von Quartalsberichten oder ad hoc-pflichtigen Pressemeldungen, aber auch aus Veränderungen der Konjunkturerwartungen, von Zinsen, Wechselkursen oder Rohstoffpreisen, bringt eine Veränderung des Unternehmenswertes mit sich. Schon Keynes sagte: „When the facts change, I change my mind. And what do you do, Sir?“¹⁰

Sollte man deswegen von fundamentalanalytischen Bewertungsmethoden Abschied nehmen?

Besser nicht, denn je weiter sich der Aktienkurs als Durchschnittswert unterschiedlich informierter Marktteilnehmer von seinem inneren Wert entfernt, desto

⁸ Keynes (1936, S. 121).

⁹ Fernández (2003, S. 21).

¹⁰ Zitiert nach Malabre (2003, S. 220).

stärker setzt sich unter den Kapitalmarktteilnehmern die Erkenntnis durch, dass die Kursentwicklung übertrieben war und die Aktie nicht mehr angemessen bewertet sein kann. Dies löst Anpassungsreaktionen aus, die den Aktienkurs wieder in Richtung seines fundamental gerechtfertigten Wertes zurückführen. Eine Gleichheit von Preis und Wert wäre sogar eher zufällig, bestenfalls sind Wert und Aktienkurs für wenige Minuten identisch. Zwar kann ein gut informierter, rational handelnder Kapitalmarktteilnehmer den inneren Wert einer Aktie in der Realität ex ante nicht beobachten, womit er sich jedoch durchaus zufriedenstellt, ist eine Näherungsgröße dieses Fundamentalwertes zu berechnen, wohl wissend, dass die Vorstellung, anhand einer Unternehmensbewertung einen exakten Wert für ein Unternehmen ermitteln zu können, eine Illusion darstellt. Ex post zu überprüfen bleibt ihm dann, ob seine Bewertungsmethode geeignet war, diesen richtig zu prognostizieren.

Diese Erkenntnisse im Hinterkopf kann es nicht ausreichend sein, den Wert eines Unternehmens zu bestimmen und darauf aufbauend das eigene Vermögen in die am stärksten unterbewerteten Aktien zu stecken. Eine unterbewertete Aktie, die unterbewertet bleibt, ist keine attraktive Anlage. Die Unterbewertung einer Aktie ist lediglich die notwendige Bedingung, in diese zu investieren. Die hinreichende Bedingung, dass sich die Investition auch lohnt, ist ein Katalysator, der diese Unterbewertung auflöst, denn, wie Benjamin Graham, einer der Urväter der Unternehmensbewertung, meinte: „in the long run, the market is a weighing machine, in the short run an voting machine“¹¹. Als Katalysatoren mögen etwa ein Produkt fungieren, das neu auf den Markt gebracht wurde, wichtige Verträge, die gewonnen oder verlängert werden konnten, ein Restrukturierungsprogramm, das initiiert wurde, um die Kostenbasis zu senken, oder auch – mehr technisch – ein Aktienrückkaufprogramm, das von der Hauptversammlung genehmigt wurde. Selbst ein renommierter Investor oder Analyst, der behauptet, eine Aktie wäre unterbewertet und dies beispielsweise durch die Beimischung der Aktie in sein Depot oder durch die Aufnahme der Research Coverage dokumentiert, kann eine Katalysatorwirkung entfachen.

Damit soll dieses Einführungskapitel mit einem weiteren Zitat von Warren Buffett geschlossen werden: „If you’re an investor, you’re looking on what the asset is going to do, if you’re a speculator, you’re commonly focusing on what the price of the object is going to do, and that’s not our game“¹².

1.2 Ursprung, Ablauf und Methoden der Bewertung

Die Ursprünge der modernen Unternehmensbewertung stammen von den beiden US-Amerikanern Benjamin Graham und David Dodd, die 1934 mit ihrem, noch heute überaus lesenswerten Standardwerk *Security Analysis*¹³ erstmals einen lo-

¹¹ Graham (1949, S. 207).

¹² Buffett (1997).

¹³ Vgl. Graham und Dodd (1940).

gisch untermauerten und systematischen Weg aufgezeigt haben, warum eine Aktie bis zu welchem Kursniveau ge- oder verkauft werden sollte. Zuvor beruhte die Wertpapierselektion und -empfehlung auf purer Spekulation, Unternehmen waren „gute“ Unternehmen, die Frage, ob sie auch eine gute Kapitalanlage waren, blieb unbeantwortet.

Im Grunde genommen wäre alles so einfach: Das Gesamtkapital $GesK$ eines Unternehmens A wird finanziert durch bilanzielles Eigenkapital EK und Fremdkapital FK , also:

$$GesK_A = EK_A + FK_A. \quad (1.1)$$

Demzufolge entspricht der Wert des Eigenkapitals der Differenz aus den Vermögenswerten einer Gesellschaft und dem Fremdkapital:

$$EK_A = GesK_A - FK_A. \quad (1.2)$$

Dividiert durch die Anzahl ausstehender Aktien $NoSh$ erhält man den Wert je Aktie, der dann mit dem aktuellen Börsenkurs P_0 zu vergleichen ist. Liegt der Börsenkurs über dem ermittelten Wert je Aktie, also $P_0 > EK_A$, ist diese mehr oder weniger überbewertet, liegt der Börsenkurs unter dem errechneten Wert der Aktie, also $P_0 < EK_A$, ist diese unterbewertet. Liegt der Börsenkurs auf dem ermittelten Wert je Aktie, also $P_0 = EK_A$, würde der Preis, den ein Investor für eine Aktie bezahlt, exakt seinem Wert entsprechen und der Investor könnte aus dem Aktienerwerb keine weitere Kursperformance generieren.

Wenn die professionelle Unternehmensbewertung so einfach wäre, warum beschäftigt sich eine ganze Industrie mit der Einschätzung von Unternehmen und mit der Anlage beträchtlicher Vermögen? Warum werden überhaupt Bücher wie dieses geschrieben? Und weshalb gibt es in der Praxis so viele unterschiedliche Bewertungsverfahren¹⁴

- die von einfachen, marktnahen Bewertungsverfahren mit nur wenigen Inputparametern bis hin zu hochkomplexen langfristig angelegten Fundamentalmodellen reichen, welche eine integrierte Gesamtplanung des Unternehmens erfordern;
- die eine kurzfristige Einschätzung über die zu erwartende Performance erlauben oder eine langfristige;
- die von längst etablierten Methoden wie dem Substanz- oder dem Ertragswertverfahren, der mittlerweile auch in Deutschland akzeptierten Discounted Cashflow- (DCF-) Methode über den Economic Profit-Wertschöpfungsansatz und dem in der Praxis kaum verbreiteten Adjusted Present Value- (APV-) Ansatz bis hin zur Bewertung über Realoptionen oder Spezialfällen wie der First Chicago-Methode reichen.

Dass dies so ist, hängt vor allem damit zusammen, dass der Jahresabschluss als Teil eines aufwendigen Berichterstattungsprozesses bestimmten gesetzlichen Vor-

¹⁴ Vgl. stellvertretend Heidorn und Weier (2001).

schriften und Regularien folgen muss (sei es HGB, IFRS oder US-GAAP), den die Hauptadressaten des Produkts, die Aktionäre, zwar zur Kenntnis nehmen, aber nur unzureichend würdigen. Dies gilt insbesondere auch für aktuelle und potenzielle Eigenkapitalgeber, die gerade von Seiten international vorherrschender Rechnungslegungssysteme wie IFRS und US-GAAP als primäre Adressaten genannt werden, aber auch für Finanz- und Aktienanalysten, die als Informationsprozessoren und -intermediäre zwischen den Eigentümern und dem Management der Gesellschaft fungieren und die asymmetrische Informationsverteilung zwischen diesen beiden Gruppen verringern sollen.

Werden jedoch Bilanzen nicht aufgestellt, um Investoren zufrieden zu stellen, sondern für die Informationsbedürfnisse der Kreditgeber der Gesellschaft mit völlig anderen Prioritäten, kann das bilanzielle Eigenkapital nicht den inneren Wert eines Unternehmens widerspiegeln. Da stimmen die berichteten Buchwerte nicht mit ihren Marktwerten überein; da mussten Maschinen auf ihren Erinnerungswert abgeschrieben werden, obwohl sie nahe ihrer Kapazitätsgrenze ausgelastet sind – wenn sie denn überhaupt je in der Bilanz auftauchen und nicht über Finanzleasing erworben wurden; da fallen immaterielle Wirtschaftsgüter wie selbst geschaffener Goodwill, Kundenstamm oder auch der Markenname völlig unter den Tisch, wohingegen Aufwendungen für Forschung und Entwicklung, fraglos eine Investition in das zukünftige Wohlergehen der Gesellschaft, zum Zeitpunkt ihrer Entstehung als Kosten verbucht werden müssen. Wenn also Bilanzen nur den Wert der existierenden Vermögenswerte wiedergeben, nicht jedoch den Wert der zukünftig zu schaffenden, haben Investoren und Analysten jede Menge objektiver Gründe, Aktien nicht anhand von Buchwerten eines Jahresabschlusses zu kaufen oder zu verkaufen.

Auch wenn Minderheiten immer noch die Meinung vertreten, dass „we still don't know how to value companies“¹⁵, gibt es zumindest konkrete Vorstellungen über den Bewertungsprozess eines börsennotierten Unternehmens. Dieser umfasst grundsätzlich fünf Schritte:

- Das Verständnis des Geschäftsmodells,
- die Analyse und Prognose der wichtigsten Unternehmenskennzahlen,
- die Auswahl des geeigneten Bewertungsverfahrens,
- die Berechnung des Unternehmenswertes und
- die Bestimmung des Anlageurteils.

Das erste Teilelement im Bewertungsprozess, das Verständnis des Geschäftsmodells, ist sicherlich das arbeitsaufwändigste. In ausgewählten Branchen wie der Molekularbiologie oder der Spezialchemie sind sogar Kenntnisse erforderlich, die man sich kaum ohne ein eigenes Hochschulstudium aneignen kann. Aber selbst, wer sich intensiv mit vermeintlich einfachen Geschäftsmodellen wie dem Schuheinzelhandel oder der Entwicklung von Wohnimmobilien auseinander gesetzt hat wird schnell einsehen, dass schon für ein oberflächliches Verständnis der Industrie eine fundierte Einarbeitung erforderlich sein kann. Dies bringt in den meisten Industrien eine ausgeprägte Spezialisierung der Kapitalmarktteilnehmer mit sich, und

¹⁵ Bishop (2002).

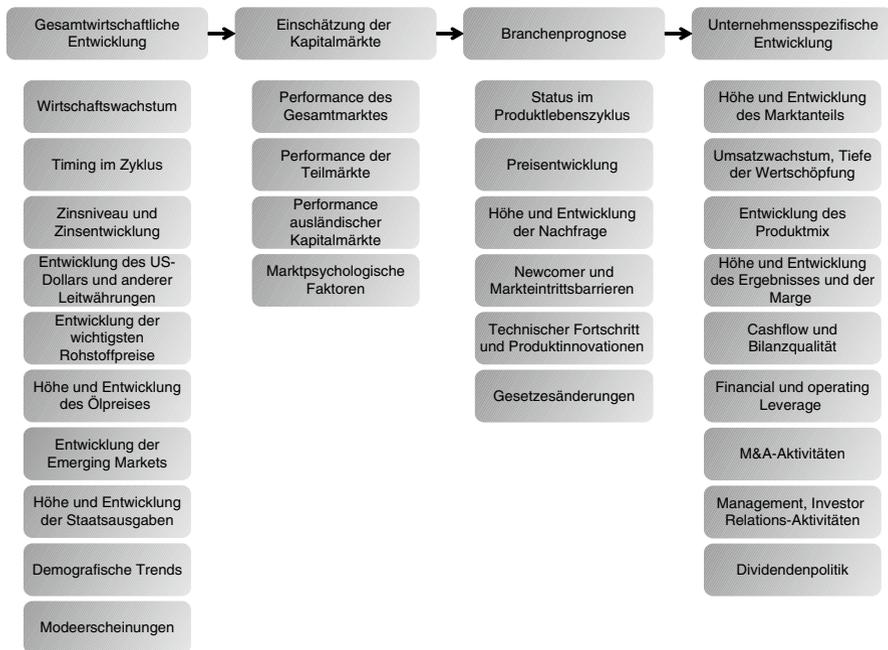


Abb. 1.1 Der Top-Down-Ansatz in der Unternehmensbewertung

zwar sowohl auf der Sell-Side (d. h. der Seite der Finanzanalysten) als auch auf der Buy-Side (d. h. der Seite der Institutionellen Investoren)¹⁶. Auch wenn akademisch untermauerte Spezialkenntnisse in den meisten Fällen nicht erforderlich sein sollten, sind, um die zukünftige Entwicklung einer Aktie korrekt einschätzen zu können, in der Regel tiefer gehende Kenntnisse über bestehende Marktstrukturen erforderlich, über Markttreiber, ökonomische und finanzielle Marktcharakteristika, die Höhe der Marktanteile und ihre zeitliche Entwicklung, Wettbewerbsstrukturen und -Intensitäten (Abb. 1.1).

Die Analyse und Prognose der Unternehmenskennzahlen stellt den zweiten Schritt der Unternehmensbewertung dar. Basierend auf den Vergangenheitsdaten und ausgehend von den Erkenntnissen der mikro- und makroökonomischen Analyse der Gesamtwirtschaft (die konjunkturelle Gesamtsituation, die Analyse von Währungen, Zinsen und Rohstoffpreisen) und der relevanten Branche können qualitative und quantitative Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung des analysierten Unternehmens gezogen werden (Top-Down-Analyse). Zu den relevanten unternehmensbezogenen Daten zählen unter anderem Ertrags- und Rentabilitätskennziffern wie Rohertrags- oder operative Marge, Kapital- oder Umsatzrenditen, Kennziffern der Vermögens- und Kapitalstruktur wie Gearing oder Eigenkapitalquote, Days of Sales Outstanding oder Anlagenintensität, und sonstige operative Angaben wie die

¹⁶ Vgl. im Detail das überaus lesenswerte Buch von Anderson (2009).

aktuelle Kapazitätsauslastung oder die durchschnittlichen Beschäftigtenzahlen. Auch eine Einschätzung der Managementqualitäten ist erforderlich, Beleg dafür, dass nicht ausschließlich quantitative Daten analysiert werden sollten. Das Endergebnis dieser Bottom-Up-Analyse ist eine integrierte Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung, der Bilanz und der Kapitalflussrechnung¹⁷.

Die Wahl des geeigneten Bewertungsverfahrens und die Ermittlung des Unternehmenswertes stellen das dritte und vierte Element der Unternehmensbewertung dar. Welches ist die richtige Bewertungsmethode? Können die Begriffe richtig und falsch oder gut und schlecht für die Unternehmensbewertung überhaupt angewendet werden? Die Antwort klingt, zumindest in Teilen, zynisch: Ob eine Unternehmensbewertung gut oder schlecht ist, richtet sich nach dem analytischen Sachverstand des Bewerter, ob sie dagegen richtig oder falsch ist, ausschließlich nach der Performance, die mit der Unternehmensbewertung erzielt werden kann. Ein Beispiel soll dies veranschaulichen. Angenommen, ein Chemieanalyst leitet mit großer Akribie den Wert eines betreuten Unternehmens über eine Szenarioanalyse mit drei verschiedenen Umweltzuständen ab: Szenario 1 wird mit einer Wahrscheinlichkeit von 60 % gewichtet und ergibt ein Kursziel von 80,00 € je Aktie, Szenario 2 ergibt mit einer Wahrscheinlichkeit von 30 % ein Kursziel von 60,00 € und Szenario 3, das auf einem gravierenden Anstieg der Rohstoffkosten beruht, ergibt mit einer Wahrscheinlichkeit von 10 % ein Kursziel von 40,00 €. Der Erwartungswert dieser drei Szenarien liegt also bei 70,00 € je Aktie. Ein zweiter, besonders fauler Analyst, macht sich diese Arbeit nicht und ermittelt, weil ihm auch noch diverse sachliche Fehler unterlaufen, für das Chemieunternehmen ein Kursziel von 40,00 € je Aktie. Kommt es tatsächlich zu der unerwarteten Entwicklung an den Rohstoffmärkten, hat sich, im Nachhinein betrachtet, die Bewertung des faulen Analysten als die richtige herausgestellt.

Der sich aus der Unternehmensbewertung ergebende Wert einer Aktie kann über dem aktuellen Börsenkurs, auf oder darunter sein. Basierend auf den vorhandenen Informationen gibt uns die Unternehmensbewertung Aufschluss darüber, ob eine Aktie überbewertet, fair bewertet oder unterbewertet ist. Dennoch ist das fünfte und abschließende Element des Bewertungsprozesses, die Ableitung des Anlageurteils, nicht so trivial, wie es auf den ersten Blick erscheinen mag. Ist eine Aktie, für die ein 10 %iges Kurspotenzial errechnet wird, wert gekauft zu werden, wenn für Alternativen gleichzeitig ein 20 %iges Kurspotenzial abgeleitet wird? Womöglich sind beide Aktien unterbewertet, unter Umständen sind beide signifikant überbewertet. Zudem informiert uns die Unternehmensbewertung nicht darüber, wie lange diese Fehlpreisung anhalten wird, wie lange es also dauert, bis der Kapitalmarkt diese erkennt und entsprechend korrigiert. Die Performance der Benchmark ist bei relativen Anlageurteilen wie Überdurchschnittlich, Durchschnittlich oder Unterdurchschnittlich bedeutend, bei absoluten Anlageurteilen wie Kaufen, Halten oder Verkaufen nicht.

Was die Wahl des Bewertungsverfahrens anbelangt können sechs grundlegende Bewertungspaare zusammengestellt werden:

¹⁷ Vgl. zum Beispiel Benninga und Sarig (1997) Kap. 5.

- direkte und indirekte Methoden,
- absolute und relative Verfahren,
- Ertragswert- und substanzwertbasierte Modelle,
- statische und dynamische Verfahren,
- die Annahmen der Fortführung einer Gesellschaft, dem so genannten Going Concern, und der Liquidation des Unternehmens sowie
- objektive und subjektive Methoden der Unternehmenswertermittlung.

Bei der direkten, Equity- oder Einzelbewertungsmethode wird das im Unternehmen vorhandene Eigenkapital selbst bewertet. Die Bewertung erfolgt also anhand des allein den Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehenden Jahresergebnisses und der Vermögenswerte, durch die es erwirtschaftet wurde. Bei der indirekten, Entity- oder Gesamtbewertungsmethode wird dagegen zunächst der gesamte Bruttounternehmenswert oder Enterprise Value hergeleitet, das heißt die Verzinsungsansprüche aller so genannten Stakeholder, im Wesentlichen der Eigenkapital- und Kreditgeber, aber unter Umständen auch der Arbeitnehmer (über die Pensionsrückstellungen) und der Minderheitsgesellschafter (über die Ergebnisanteile Dritter) sowie sämtlicher, zur Erwirtschaftung dieser Ansprüche eingesetzter Vermögenswerte. Erst nachdem die Ansprüche der Fremdkapitalgeber, der Arbeitnehmer und der Minderheitsgesellschafter vom Enterprise Value subtrahiert wurden, ergibt sich als Residualgröße der Marktwert der Ansprüche der Eigenkapitalgeber an die Gesellschaft.

Innerhalb dieser beiden Bewertungsmethoden gibt es wiederum jeweils zwei grundlegende Ansätze: Die intrinsisch-absolute Methode¹⁸ und den relativen marktwertebasierten Ansatz, bei dem der Unternehmenswert über eine Vergleichsgruppe abgeleitet wird. Während der intrinsische Ansatz den „inneren“ Marktwert des Unternehmens oder des Eigenkapitals über die aus der Gesellschaft selbst stammenden Ertrags- oder Cashflow-Ströme ermittelt, greift der relative oder Vergleichswerteansatz auf eine vergleichende Bewertung der Werttreiber eines Unternehmens mit denen anderer Unternehmen zurück. Effiziente Kapitalmärkte vorausgesetzt leitet der Vergleichswerteansatz also weniger eine absolute Höhe des Unternehmenswertes her, als eine relative, also ob eine Aktie angemessen bewertet ist im Verhältnis zu ihren Referenzwerten. Abgeleitet wird der Unternehmenswert im Multiplikatorverfahren auf zwei Wegen: Entweder anhand von aktuellen Börsenkursen, den Marktmultiplikatoren, wo Multiplikatoren anhand von nach Branche und Risikostruktur vergleichbaren Unternehmen abgeleitet werden, oder anhand von (M&A-) Transaktionen, wo sich der Unternehmenswert aus einer strategischen Bewertung inklusive Übernahmeprämie ergibt.

Ob eine Bewertung über intrinsische Verfahren erfolgt oder über die Zuhilfenahme von Referenzunternehmen, die Wahl der Methodik hat Konsequenzen, die bis in den philosophischen Bereich reichen: Beruht doch die vergleichende Bewertung einer Aktie auf der impliziten Annahme, dass die am Kapitalmarkt für andere Unternehmen zu beobachtenden Bewertungskennzahlen im Durchschnitt richtig seien,

¹⁸ Ein Konzept, das bereits auf Benjamin Graham und David Dodd zurückgeht; vgl. Graham und Dodd (1940, S. 17).

obwohl der Kapitalmarkt jedes einzelne der beteiligten Unternehmen fehl bewertet haben mag. Der Vergleichswerteansatz unterstellt damit, dass der Kapitalmarkt einzelne Unternehmen zeitweilig zwar durchaus fehlerhaft bewerten kann, *in the long run* Aktien jedoch zu ihrem angemessenen Wert gehandelt werden. In Phasen, in denen die Gesamtmärkte stark über- oder unterbewertet sind, also zum Beispiel während Bewertungsblasen, wird der Vergleichswerteansatz dazu führen, dass stark überbewertete Unternehmen mit weniger stark überbewerteten Unternehmen verglichen werden und damit die Blasenbildung verlängert oder im Extremfall sogar verstärkt wird. Der intrinsische Ansatz dagegen nimmt die Position eines allwissenden Investors ein, der nicht nur die zukünftige Ertragslage des Unternehmens korrekt vorhersagen kann, sondern die Zahlungsströme auch mit dem richtigen Zinssatz diskontiert. Durch dieses Vorgehen wird ein aktuell gültiger Unternehmenswert ermittelt, der unabhängig ist von den Geschehnissen an den Kapitalmärkten, insbesondere unabhängig von den Geschehnissen in anderen Unternehmen.

Schließlich kommt eine weitere Unterscheidung zum Tragen: Die zwischen Ertragswert- und Substanzwertverfahren, also zwischen einer Bewertung, die aus der Gewinn- und Verlustrechnung abgeleitet wird oder aus der Bilanz. Bei ersterer entspricht der Unternehmenswert der Summe der abgezinsten zukünftigen betrieblichen Wertschöpfung eines Unternehmens. Der Wert eines Unternehmens ist damit ausschließlich von der zukünftigen Entwicklung abhängig, die Vergangenheit spielt für die Bewertung eines Unternehmens keine oder allenfalls eine geringe Rolle. Der Begriff Substanz bezieht sich dagegen bei einer Unternehmensbewertung auf die materiellen und immateriellen sowie auf die betriebsnotwendigen und die nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände. Im Gegensatz zum Ertragswertverfahren wird beim Substanzwertverfahren das Unternehmen nicht länger als eine operative Einheit betrachtet, sondern als Summe der einzelnen Vermögensgegenstände. Ebenfalls im Gegensatz zum Ertragswert ist der Substanzwert eine tendenziell vergangenheitsorientierte Größe, die wenig über die zukünftige Wertschöpfung eines Unternehmens aussagen kann. Zu unterscheiden ist überdies zwischen Brutto- und Nettosubstanzwert. Der Bruttosubstanzwert entspricht der Summe der in der Bilanz ausgewiesenen Aktiva zu Wiederbeschaffungs- oder Reproduktionskosten. Subtrahiert man hiervon das zu seiner Finanzierung erforderliche Fremdkapital, erhält man den Nettosubstanzwert.

Bewertungsverfahren lassen sich ferner in statische und dynamische Verfahren unterteilen¹⁹. In statischen Bewertungsverfahren wie dem KGV bleiben sowohl die relevanten Ertragskennzahlen als auch die zugrunde liegenden Diskontierungssätze nach einmaliger Festlegung unverändert. Demgegenüber werden im DCF-Modell, einem klassisch dynamischen Verfahren, die Cashflow-Größen über mehrere Perioden hinweg prognostiziert, unter Umständen sogar bis in die Unendlichkeit.

¹⁹ Spieltheoretische Konzepte, in denen zukünftige Cashflows nicht nur vom Verhalten der Vorstände, sondern auch von Kunden, Wettbewerbern u. ä. abhängen, weisen aufgrund der hohen Komplexität einen geringen Operationalisierungsgrad auf und sind daher in der Praxis ohne Relevanz.

Modelle, bei denen der Fortbestand der Gesellschaft unterstellt wird, bilden die überwiegende Mehrheit aller Bewertungsverfahren; bei ihnen wird angenommen, dass ein Unternehmen seine laufende Geschäftstätigkeit über das derzeitige Management hinaus auch in Zukunft unbegrenzt fortsetzen wird. Damit sind grundsätzlich alle zukünftigen Ertragsströme vorherzusagen, eine in der realen Welt wenig praktikable Vorgehensweise. Wird eine Gesellschaft nicht unter dem Grundsatz des Going Concern bewertet, sondern anhand der potenziellen Verkaufserlöse der einzelnen Vermögensgegenstände, spricht man nicht vom Substanzwert, sondern vom Liquidationswert oder vom Break Up-Value eines Unternehmens. Dieser ergibt sich aus den erwarteten Liquidationserlösen der Vermögensgegenstände abzüglich der Kosten der Liquidation.

Abschließend ist auf die Unterscheidung zwischen einer objektivierten und einer subjektiven Unternehmensbewertung hinzuweisen. Dominierte bis in die 60er Jahre des 20. Jahrhunderts die objektive Unternehmensbewertung, nach der der Wert eines Unternehmens unabhängig vom Zweck der Bewertung und den Präferenzen des Investors ermittelt werden soll, hat sich spätestens in den 1970er Jahren die Erkenntnis durchgesetzt, dass es keinen vom Bewertungszweck unabhängigen, wahren, oder objektiven²⁰ Unternehmenswert – der gewissermaßen eine Punktlandung darstellt – geben könne, da

- Käufer und Verkäufer einer Aktie zu einem bestimmten Zeitpunkt dasselbe Datenmaterial unterschiedlich interpretieren, so dass sich auch ihre Einschätzungen über die zukünftige Unternehmensentwicklung unterscheiden;
- individuelle unterschiedliche Risikoneigungen notwendigerweise eine unterschiedliche Unternehmensbewertung zur Folge haben;
- für strategische Käufer eines Unternehmens unter Umständen Parameter eine Rolle spielen, die im Stand-alone-Fall gar nicht bewertungsrelevant sein können, also beispielsweise Synergieeffekte, die Erweiterung der Produktpalette oder der Erwerb von Kundenbeziehungen; darüber hinaus kommen häufig auch nicht-monetäre Aspekte wie Ansehen und Macht oder Erlangung der Marktführerschaft durch Eliminierung eines Wettbewerbers ins Spiel;
- sich die Anlagehorizonte der einzelnen Marktteilnehmer unterscheiden, so dass dieselbe Bewertungsmethode zu mehreren, voneinander abweichenden Kurszielen führen kann.

Die Unternehmensbewertung ermittelt daher immer nur objektivierte²¹ Unternehmenswerte, die unter Beachtung der Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung und größtmöglicher Ausschaltung von individuellen Ermessensspielräumen des Bewerthers zustande kommen. Während bei einer objektivierten Unternehmensbewertung ein typisierter Grenzsteuersatz angesetzt wird, der auf Unternehmensebene anfallen würde, referiert die subjektivierte Unternehmensbewertung auf die tatsächliche Steuerbelastung auf Seiten des Investors. Danach hat das Unternehmen nicht nur für jeden Bewertungsinteressenten einen eigenen Wert, sondern kann

²⁰ Vgl. Mellerowicz (1952, S. 12).

²¹ Vgl. Künnemann (1985).

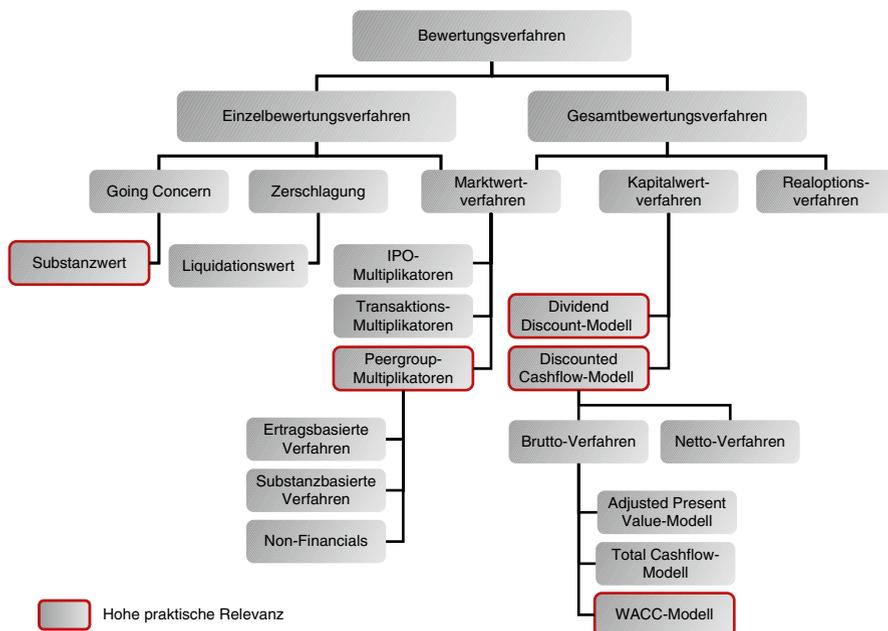


Abb. 1.2 Bewertungsmethoden im Überblick

auch „für ein und dasselbe Subjekt je nach Aufgabenstellung einen durchaus unterschiedlichen Wert haben“²². Diese Sichtweise hat letztlich völlig neue Bewertungsverfahren hervorgebracht und verfeinert, ein Prozess, der auch heute noch nicht abgeschlossen ist und in der Praxis der Unternehmensbewertung dazu geführt hat, dass man sich nur in Ausnahmefällen auf eine einzige Methode beschränkt: In der Mehrheit der Fälle wird man neben einem Hauptbewertungsverfahren auch ein oder mehrere zweitrangige Verfahren einsetzen, schon um die gefundenen Ergebnisse zu plausibilisieren.

Zusammengefasst können die Bewertungsverfahren wie in vorstehender Abbildung dargestellt werden (Abb. 1.2).

Geht man weiter ins Detail und das wird der Leser im weiteren Verlauf dieses Buches, denn es ist besser „to be approximately right than precisely wrong“²³, dann hat er die Wahl zwischen leicht verständlichen Verfahren, die als Anlagerichtlinien eingesetzt werden können, aber meist methodische Defizite aufweisen, und aufwendigen komplexen Methoden mit hoher methodischer Beständigkeit, die dauerhaft zu pflegen durchaus mühsam sein kann. Zu den ersten zählen sicherlich KGV-Multiplikatoren, die aufgrund ihres statischen Charakters und der möglichen Verzerrung durch buchhalterische Vorgänge in den letzten Jahren mehr und mehr in den Hintergrund gedrängt wurden. Bei den zuletzt genannten sind in erster Linie

²² Matschke und Brösel (2005, S. 15).

²³ Buffett (2011, S. 21).