

Kapitel 2

Die integrierte Unternehmensplanung als Basis der Bewertung

2.1 Zitate, Mythen und Erwartungen

„Wer Wissen besitzt, trifft keine Vorhersagen. Wer Vorhersagen trifft, der besitzt kein Wissen.“ So schrieb einst Lao-Tse, der legendäre chinesische Philosoph aus dem 6. Jahrhundert v. Chr. 2500 Jahre später meinte Karl Valentin, dass Prognosen schwierig seien, vor allem wenn sie die Zukunft betreffen¹. In den letzten Jahrtausenden scheint sich also nicht besonders viel getan zu haben, was die Prognose anbelangt, und zwar sowohl im Großen wie auch im Kleinen: Wer hätte vor 30 Jahren den Erfolg des PCs vorhersagen können, wer vor 20 Jahren den Zerfall des Ostblocks, wer vor zehn Jahren die Entwicklung des Internets? Genauso wenig wie Erfindungen lassen sich gesellschaftliche Strömungen, technischer Fortschritt, Veränderungen in persönlichen Verhaltensweisen, Modeerscheinungen oder auch gesetzliche oder regulatorische Eingriffe des Staates oder demografische Entwicklungen vorhersagen, die einen viel größeren Anteil am Wert eines Unternehmens haben können als die detailgenaue und kurzfristige Prognose der Umsätze, Aufwandsquoten oder Beschäftigtenzahlen. Empirischen Untersuchungen zufolge liegen die Fehlerquoten professioneller Finanzanalysten über einen Zeitraum von 24 Monaten denn auch zwischen 93 und 95 %, auf Sicht von 12 Monaten liegt der Prognosefehler zwischen 43 und 47 %².

Dessen ungeachtet basiert eine ganze Industrie auf dem Versuch, die Zukunft vorherzusagen. Zentraler Bestandteil jedes Broker-Reports ist die Prognose der zukünftigen Umsatz-, Ertrags- und Liquiditätsströme. Sie machen den Löwenanteil der Arbeit eines Finanzanalysten aus und scheinen aus Sicht des Investors entscheidend für seine Performance zu sein. Wie ist dieser Widerspruch möglich? Bei einer Unternehmensbewertung ist es nicht wichtig, jedes einzelne Element der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz korrekt bis auf die zweite Nachkommastelle vorherzusagen; wichtig ist vielmehr, einen integrierten Business Plan zu erstellen, der einer Überprüfung standhält: Wer eine Verdoppelung der Umsätze prognostiziert, ohne eine Anpassung der Mitarbeiterzahlen einzuplanen oder dies ohne subs-

¹ Ein Zitat, das vereinzelt auch Winston Churchill und Mark Twain zugeschrieben wird.

² Vgl. Montier (2008, S. 2).

tantielle Investitionen erreichen will, wird einen Belastungstest sicherlich nicht überstehen. Ein guter Teil des obligatorischen One-on-One zwischen Vorstand und Institutionellem Investor wird daher mit der möglichen Entwicklung des Unternehmens zugebracht, mit der Entwicklung von Umsätzen und den damit verbundenen Investitionen, mit Aufwendungen und Trends bei den Marktanteilen. Weniger geht es dabei um den konkreten Finanzplan, sondern um die diesem zugrunde liegenden Annahmen. Denn eine Finanzplanung zu erstellen basiert nicht auf Wahrsagung, sondern ist die Operationalisierung einer bestimmten Meinung. Diese Meinung muss mit der historischen Performance des Unternehmens und den Finanzplanungen der Wettbewerber³ in Einklang stehen und mit bestimmten Grundregeln des Wirtschaftens, die allerdings dermaßen grundlegend zu sein scheinen, dass sie in der Realität leider häufig gebrochen werden. Eine implizite DCF-Bewertung von Google, Apple und Research in Motion, unzweifelhaft drei Wachstumswerten par excellence, hätte Anfang Januar 2008 ergeben, dass in ihren damaligen Aktienkursen ein durchschnittliches jährliches Wachstum von über 40 % eingepreist worden war, welches diese Unternehmen über einen Zeitraum von etwa zehn Jahren erzielt hätten müssen. Gewiss, derartige Wachstumsraten scheinen im Bereich des Möglichen, allerdings hätte eine vergleichende Analyse ergeben, dass die drei Unternehmen nicht nur schneller hätten wachsen müssen als alle anderen Unternehmen, die jemals existiert haben, sondern auch, dass sie den Durchschnittswert (von 22 % p. a.) über den genannten Zeitraum beinahe hätten verdoppeln müssen⁴.

Das Problem ist nun, dass sich über die Techniken, mit denen die Prognosearbeit verrichtet werden soll, in der Literatur nur vereinzelt hilfreiche Hinweise finden. Bestenfalls ist die Finanzplanung eine untergegangene Wissenschaft, denn an Universitäten wird sie nicht gelehrt und selbst MBA-Studenten absolvieren ihren Studiengang ohne tiefer gehendes Wissen buchhalterischer Zusammenhänge. Immerhin wird vermerkt, dass zu einer ordnungsgemäßen Bewertung „aufeinander abgestimmte Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Finanzplanungen“⁵ aufgestellt werden sollen.

Eine wichtige Hilfe bei der Detailarbeit ist eine Regel, die an den Kapitalmärkten ausgesprochen selten verletzt wird. Sie lautet: Der Gewinner von gestern ist der Gewinner von morgen und der Verlierer von gestern ist der Verlierer von morgen⁶. Diese „Goldene Regel der Ertragsprognose“ besagt, dass sich, sofern keine triftigen Gründe dies verlangen, keine einzelne Aufwandsquote im Zeitablauf dramatisch verändern sollte. Anders als etwa im Sport sind die Trends im realen Wirtschaftsleben sehr viel langfristiger ausgeprägt. Überraschungssieger gibt es kaum, und wenn, dann sind sie noch seltener vorherzusagen als Pokalpleiten von Bundesligisten gegen Amateurvereine. Unternehmen, die eine gute Marktstellung innehaben,

³ Lee (1999, S. 414) erklärt diesbezüglich, dass „the essential task in valuation is forecasting“, und dass es Planung wäre, „that breathes life into a valuation model“.

⁴ Vgl. Montier (2010, S. 68).

⁵ Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2002) Tz. 106.

⁶ Das technische Pendant dieser Regel sind langfristige Trendlinien, so dass die technische und die fundamentale Aktienanalyse doch gemeinsame Wurzeln haben.

die einen Bestseller im Produktportefeuille haben, die ein visionäres Top-Management beschäftigen und von hohen Markteintrittsbarrieren profitieren, tun dies in der Regel nicht nur eine Periode, sondern viele. Am anderen Ende des Spektrums befinden sich die „ewigen Restrukturierer“ und Dauer-Sanierer, Unternehmen, die gefühlt jedes zweite Quartal eine unvorhergesehene Sonderposition in ihrer Ertragsrechnung verbuchen, die dafür verantwortlich ist, dass letztlich doch das angestrebte Jahresziel verfehlt wurde. Hier tummeln sich Unternehmen mit niedrigem Markenbekanntheitsgrad, schlechtem Image und mangelhafter Kapitalmarktsprache. Sie erwirtschaften Margen, die deutlich unter dem Branchendurchschnitt liegen. Für beide Gruppen gilt, dass ihre Profitabilitätskennziffern, sofern keine exogenen Schocks wie Rezessionen drohen, meist nur in relativ engen Grenzen schwanken.

Gemäß dieser Philosophie investiert Warren Buffett, der bereits angesprochene und vermutlich erfolgreichste Investor des letzten Jahrhunderts. Er sucht nach Unternehmen, die einen andauernden Wettbewerbsvorteil aufweisen, die er „economic moats“⁷ nennt, ökonomische Burggräben also. Je tiefer die Burggräben sind, desto länger gelingt es einem Unternehmen, die Wettbewerber in Schach zu halten und desto länger kann es Renditen erzielen, die höher sind als die Kapitalkosten zu ihrer Erzielung. Moats sind also ökonomische Charakteristika, die es einem Unternehmen ermöglichen, strukturelle Überrenditen zu erzielen. Strukturell bedeutet dabei, dass diese Burggräben geeignet sind, diese Überrenditen über einen längeren Zeitraum zu erzielen. Der Five-Forces-Ansatz von Porter mag helfen, die ökonomischen Burggräben – falls vorhanden – zu identifizieren. Darüber hinaus ergeben sich ökonomische Burggräben

- bei immateriellen Vermögensgegenständen wie Markenmacht, Patenten und regulatorischen Gesetzmäßigkeiten: Doch nicht jede Marke ist gleich von einem Burggraben umgeben. Nur wenn sie die maximale Zahlungsbereitschaft des Kunden abschöpfen, wie zum Beispiel bei bestimmten Luxusgüterherstellern, oder helfen, die Suchkosten der Konsumenten zu minimieren und gleichzeitig ein befriedigendes Ergebnis versprechen, wie zum Beispiel bei Google oder Starbucks, haben Marken die Eigenschaft eines economic moats. Kein Burggraben umgibt daher einen Textilhersteller wie Puma, der zwar viel Geld für F&E und Werbung ausgibt, sich aber nicht grundsätzlich von Adidas oder Nike abheben kann. Auch Patente können Burggräben sichern, aber nur über einen begrenzten Zeitraum. Regulatorische Gesetzmäßigkeiten können zwar zeitlich unbefristet sein, sind jedoch nicht markteffizient und können von den politischen Entscheidungsträgern jederzeit in Frage gestellt werden, was den Burggraben zuschüttet – man denke nur an die jährlichen Kürzungen der Solarförderung in Deutschland.
- aus dem First-Mover-Advantage, dem Vorteil des ersten, der ein Geschäftsfeld besetzt: Diese können in der Regel in jungen Industrien besetzt werden, wenn die Marktanteile noch nicht fest vergeben und Industriestandards noch nicht etabliert sind. Typische Beispiele für derartige Pioniergewinne, die auch in späteren

⁷ Buffett (1995).

Phasen des Industriezyklus aufrechterhalten werden konnten, sind Microsoft im Markt für Betriebssysteme, Amazon im Markt für Internetversand oder Google bei Internetsuchmaschinen.

- aus kompetitiven Kostenvorteilen, für Warren Buffett der entscheidende Faktor zum Aufbau eines Burggrabens: „But the ultimate key to the company’s success is its rock-bottom operating costs, which virtually no competitor can match“⁸. Weitere Ursachen für ökonomische Burggräben sind Wechselkosten der Kunden, Netzwerkeffekte und auch die Fokussierung auf eine Nische kann einen Wettbewerbsvorteil verschaffen.

Grundsätzlich basiert die Prognose der Geschäftsplanung auf dem Status Quo. Externes Wachstum durch Übernahmen oder der Verkauf von Unternehmensteilen wird nicht in die Planung aufgenommen. Nur wenn sich ein Unternehmen im dauerhaften Akquisitionsmodus befindet und in regelmäßigen Abständen kleinere Konkurrenten übernimmt, kann aus den M&A-Aktivitäten der Vergangenheit ein durchschnittliches Übernahmeziel errechnet werden, das dann in die zukünftige Prognose modelliert wird. Prominentes Beispiel sind Beteiligungsgesellschaften oder Immobilienunternehmen: Bei letzteren könnte aus der durchschnittlichen Zahl der erworbenen Wohnungen der vergangenen Jahre auf die in Zukunft vermutlich zu erwerbenden Wohnungen geschlossen werden. Verhält sich das Unternehmen dagegen erratisch in seinen M&A-Aktivitäten, sollten Übernahmen nicht prognostiziert, sondern mit dem Status Quo verfahren werden.

Damit wird bereits angedeutet, dass für eine Unternehmensplanung zunächst sämtliche zur Verfügung stehenden Vergangenheitsdaten systematisch zu analysieren und um wesentliche betriebsfremde, einmalige oder periodenfremde Posten zu bereinigen sind. Ohne eine detaillierte Kenntnis der in den Jahren vor dem Bewertungsstichtag erwirtschafteten Ergebnisse kann eine Zukunftsprognose zukünftiger Ergebnisse kaum plausibilisiert werden. Kritiker mögen einwenden, dass der deutsche Kaufmann für das Gewesene nichts gibt; diesem sei mit einem Spruch Mark Twains entgegnet, der meinte, dass „History doesn’t repeat itself, but it rhymes“⁹. Die zur Verfügung stehenden Informationen, also unter anderem Geschäftsberichte, Quartalsabschlüsse, Unternehmenspräsentationen und ad hoc-Meldungen, und zwar sowohl die vom Unternehmen als auch die von seinen wesentlichen Wettbewerbern, sind anschließend in den Datensatz zu integrieren. Der Jahresabschluss stellt dabei die wichtigste einzelne Informationsquelle für einen Aktionär dar. Daher ist es kein Wunder, dass das Management versucht, das Unternehmen im Geschäftsbericht im besten Licht erscheinen zu lassen, sofern dies mit den Buchhaltungsrichtlinien noch irgendwie in Einklang ist. Investoren sollten daher Jahresabschlüsse stets mit einem gehörigen Maß an Skepsis lesen und insbesondere versuchen, das zwischen den Zeilen Befindliche zu erkennen. Von der Bedeutung vergleichbar mit dem Jahresabschluss ist der Wertpapierprospekt, der vor jedem öffentlichen Angebot von Wertpapieren und vor jeder Börsenzulassung an einem geregelten Markt veröffentlicht

⁸ Buffett (1995).

⁹ Zitiert nach Knoop (2010, S. 161).

werden muss. Im Gegensatz zum Jahresabschluss wird der Wertpapierprospekt von den Fachabteilungen des emittierenden Unternehmens (zum Beispiel Rechts- und Steuerabteilung, Rechnungswesen, Investor Relations) und in Zusammenarbeit mit einer oder mehreren Investmentbanken, mit spezialisierten Kanzleien und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften erstellt, ist jedoch umfangreicher als ein Abschluss und gleichzeitig informativer.

Bevor diejenigen Informationen herausgefiltert werden können, die für die Bewertung von Bedeutung sind, müssen zunächst sämtliche am Markt verfügbaren Informationen beschafft werden. Erst nachdem der Investor – ähnlich einem Informationsprozessor – alle verfügbaren Informationen aufgesaugt und komplexe Sachverhalte auf einfache reduziert hat, werden die wesentlichen Treiber der Unternehmensentwicklung offengelegt. *Die* Treiber, denn in einer komplexen Wirtschaftsordnung wäre es naiv anzunehmen, dass sich Aktienkurse einem einzigen Faktor unterordnen würden. Insofern kann die Unternehmensbewertung mit einem Puzzle verglichen werden: Solange nur einzelne Puzzlestücke auf dem Tisch liegen, ist noch kein Motiv zu erkennen. Je mehr Puzzleteile zusammengefügt werden, desto deutlicher wird das Gesamtmotiv. Aber erst mit dem letzten Puzzlestück erschließt sich dem Investor das Sujet – Kursziel und Anlageurteil. Der Schlüssel für eine aussagekräftige Unternehmensbewertung liegt also in den zur Verfügung stehenden Informationen, besser gesagt, in der Fähigkeit, aus den gesammelten Informationen die richtigen auszuwählen und hieraus auch die richtigen Schlussfolgerungen zu ziehen.

Die verwendeten Informationsquellen reichen

- von allgemein verfügbaren Daten aus Geschäfts- und Zwischenberichten, ad hoc-Statements, Fact Books und Unternehmensbroschüren, Mitarbeiter- und Aktionärszeitschriften sowie Finanzanzeigen über
- allgemein verfügbare, personalisierte Angaben, die ein Investor während der Hauptversammlung, auf Pressekonferenzen, Investorenveranstaltungen oder aus Fernseh- und Radiointerviews erhält, und
- allgemein verfügbare, inoffizielle Unternehmensdaten wie Angaben von Rating-Organisationen, Marktforschungsinstituten, Zeitungen und Zeitschriften, Industriekontakte und den Aussagen von Wettbewerbern, bis hin zu
- personenspezifischen Daten aus Einzel- oder Gruppengesprächen mit dem Management oder den Investor Relations-Mitarbeitern.

Je nach Bedarf sind in einer Unternehmensanalyse mindestens drei¹⁰, im Idealfall jedoch bis zu zehn Jahresabschlüsse zu analysieren, da erst dann die Auswirkungen eines kompletten Konjunkturzyklus untersucht worden sein dürften. Nur auf diesem Weg erhält man einen Einblick in die konjunkturelle Abhängigkeit des Geschäftsmodells, in die im Zeitablauf getätigten Investitionen, die Ertragsentwicklung und das unternehmerische Risiko. Darüber hinaus ist (insbesondere bei Wachstumsunternehmen) über die Analyse der Jahresabschlüsse hinaus, auch auf unterjährige Quartalsberichte zurückzugreifen, selbst wenn diese nicht in derselben Granularität

¹⁰ Vgl. Born (1995, S. 77).

publiziert werden wie Jahresberichte¹¹. Anschließend sind die aus der Vergangenheit destillierten Erkenntnisse aufzubereiten, da die aus Jahres- und Quartalsabschlüssen gewonnenen Kennzahlen nicht sofort in geeigneter Form vorliegen. Um eine Vergleichbarkeit der Datenlage gewährleisten zu können, sind insbesondere außerordentliche, nicht wiederkehrende Aufwendungen oder Erträge, sofern sie wesentlich sind, zu bereinigen (siehe im Detail Kap. 2.5). Darunter zählen unter anderem Erträge aus dem Erwerb von Unternehmen, so genannte Erträge aus Bargain Purchase, oder Buchgewinne aus dem Verkauf von Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen, Restrukturierungsaufwendungen beispielsweise aus dem Abbau von Mitarbeitern oder der Schließung von Betriebsstandorten. Ziel muss es sein, die Ertragslage eines Unternehmens möglichst unverfälscht darzustellen.

Doch ein Unternehmen ausschließlich anhand von Vergangenheitsdaten zu analysieren ist ähnlich einem Autofahrer, der nur in den Rückspiegel schaut. Basierend auf den Erkenntnissen der Vergangenheit und der Vergleichsunternehmen sind die Ertragskraft am Bewertungsstichtag einzuschätzen und die zukünftigen Erfolgsdeterminanten unter Berücksichtigung der erwarteten Umwelt- und Marktbedingungen zu prognostizieren. Über die Granularität der Finanzplanung gibt es unterschiedliche Meinungen. Wie später gezeigt wird, kann der Prognosezeitraum häufig in mehrere Phasen unterschiedlicher Granularität eingeteilt werden: Die erste Phase umfasst einen Zeitraum von einem bis drei Jahren, in dem detaillierte, vollständig integrierte Planungen der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Kapitalflussrechnung erstellt werden. Nach dieser Detailplanung beginnt die Grobplanung. In dieser mittel- bis langfristigen Prognose wird von den einzelnen Ertrags- oder Bilanzpositionen abstrahiert und Plandaten der ersten Phase werden mehr oder weniger pauschal in die Zukunft extrapoliert. Dabei wird in der Regel mit rückläufigen Wachstumsraten gerechnet. Die dritte Phase des Terminal Value kann über verschiedene Werte berechnet werden; häufig verwenden Analysten einen so genannten „Terminal Value-Multiplikator“, der auf den Barwert des Cashflows im letzten Jahr der Planungsphase angelegt wird.

Für die Erstellung der kurz- wie mittelfristigen Unternehmensentwicklung steht folgende Alternative offen:

- Zum einen kann das durchschnittliche Wachstum während des vergangenen Konjunkturzyklus ermittelt und für die Prognose der Zukunft herangezogen werden. Vor allem wenn das Unternehmen in einer zyklischen Branche tätig ist, sollte der Prognosehorizont mindestens einen vollständigen Konjunkturzyklus abdecken. Diese Vorgehensweise ist jedoch nur für stabile Unternehmen in der Reifephase geeignet. Für Unternehmen, die sich noch in ihrer Wachstumsphase befinden, wird sie zu einer tendenziellen Überschätzung des Unternehmenswachstums führen, für unprofitable Unternehmen kann sie gar nicht angewendet werden.
- Fehlen kritische Informationen über die Kerndaten eines Unternehmens, können die gesuchten Wachstumsraten alternativ aus einer geeigneten Peergroup ab-

¹¹ Insbesondere die detaillierte Aufschlüsselung der Bilanzpositionen kann bei Quartalsberichten entfallen.

geleitet werden. Die Präzision der Ergebnisse ist allerdings von der Ähnlichkeit der Vergleichsunternehmen abhängig (vgl. zu Durchführung und Problemen der Peergroup-Bewertung ausführlich Kap. 7.2).

In jedem Fall hat die Prognose des Unternehmenswachstums über eine integrierte Gesamtplanung zu erfolgen, die Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung sowie Kapitalflussrechnung umfasst. Warum das so ist, soll ein Beispiel veranschaulichen: Um das vorgesehene Umsatzwachstum zu erreichen müssen mehr Rohstoffe gekauft werden, was Auswirkungen auf die Umsatzkosten, die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie den Bestand an Vorräten hat. Unter Umständen ist der Umsatzanstieg nur durch einen Aufbau zusätzlicher Produktionskapazitäten möglich, da bereits an der Kapazitätsgrenze gearbeitet wird oder die bestehenden Anlagen für die Produktion der neuen Produkte nicht geeignet sind. Die dadurch ausgelösten Investitionen in Sachanlagen haben einen Anstieg des langfristig gebundenen Vermögens zur Folge, der in der Regel durch einen Aufbau von Verbindlichkeiten finanziert werden muss. Der Verkauf der Produkte wiederum erfordert die Einstellung zusätzlicher Vertriebsmitarbeiter, bedingt höhere Werbeausgaben, höhere Reisekosten, eventuell auch den Aufbau zusätzlicher Niederlassungen, womöglich auch im Ausland, was mit zusätzlichen Overhead-Kosten verbunden ist, kurzum: auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen steigen an. All diese Positionen stehen in einem bestimmten Gleichgewicht zueinander, dessen Eintritt sich von Unternehmen zu Unternehmen, von Branche zu Branche unterscheidet. Werden einzelne Komponenten nicht richtig geschätzt käme es in der realen Welt rasch zu einer Vollauslastung der Produktionskapazitäten, und die Maschinen würden überlastet ebenso wie die Vertriebs- und Verwaltungsangestellten. Nur durch eine konsistente und integrierte Gesamtplanung des Unternehmens kann ein Kollaps des Systems vermieden werden.

Dennoch werden bereits die Grundregeln der Planungskonsistenz in der Bewertungspraxis häufig verletzt, manchmal unbewusst, nicht auszuschließen ist aber, dass dies auch zur Manipulation des Investors geschieht. Um derartigen Tricks auf die Schliche zu kommen, kann man sich der DuPont-Formel behelfen, ein auf dem ROE basierender, weithin verbreiteter Ansatz. Dieser zerlegt die Eigenkapitalrendite in drei finanzielle und operative Bestandteile, die aus dem Vermögen und dem Eigenkapital eines Unternehmens abgeleitet werden können. Typischerweise wird das DuPont-Modell wie folgt dargestellt (Angabe ohne Zeitindex):

$$\text{ROE} = \frac{\text{NetInc}}{\text{Umsatz}} \frac{\text{Umsatz}}{\text{Vermögen}} \frac{\text{Vermögen}}{\text{EK}}. \quad (2.1)$$

Damit entspricht die Eigenkapitalrendite dem Produkt aus Nachsteuermarge, Vermögensumschlag und finanziellem Leverage. Die Nettorendite ist eine Funktion der betrieblichen Effizienz und der Steuerquote des Unternehmens, der Vermögensumschlag ist abhängig von den Investitionsentscheidungen des Managements, sowohl kurzfristig, bezogen auf das Working Capital, als auch langfristig, bezogen auf das Sachanlagevermögen. Das Working Capital-Management wiederum umfasst ins-

besondere das Lagerbestandsmanagement und die Optimierung der Forderungen. Der dritte Term, der die Bilanzrelationen beschreibt, ist eine Funktion der Finanzierungsentscheidungen des Managements. Zwar sind diese nicht unmittelbar mit den betrieblichen Entscheidungen des Vorstands verbunden, sie sind dennoch ursächlich für deren erfolgreiche Durchsetzung. Eine noch weitergehende Zersplitterung des ursprünglichen Modells gelingt uns durch Substitution der Nettoumsatzrendite:

$$\text{ROE} = \frac{\text{NetInc}}{\text{EBT}} \frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} \frac{\text{EBIT}}{\text{Umsatz}} \frac{\text{Umsatz}}{\text{Vermögen}} \frac{\text{Vermögen}}{\text{EK}}. \quad (2.2)$$

Aus dem ersten Term, der dem Wert $(1 - \tau)$ entspricht, folgt, dass die Eigenkapitalrendite umso größer ist, je niedriger der Grenzsteuersatz τ ist. Der zweite Term entspricht $(1 - i)$ und besagt, dass die Eigenkapitalrentabilität umso höher ist, je niedriger die Zinszahlungen i sind. Der dritte Term entspricht der betrieblichen Profitabilität, die natürlich ebenfalls positiv mit der Eigenkapitalrendite korreliert ist. Der vierte Term entspricht dem Vermögensumschlag, einem Maßstab für betriebliche Effizienz: Ein Vermögensumschlag von 0,90 bedeutet, dass ein Unternehmen 90 € an Umsatz generieren wird, nachdem 100 € investiert wurden. Der fünfte Term entspricht dem finanziellen Leverage, das heißt, dass die Rendite auf das Eigenkapital umso höher ist, je höher das Fremdkapital im Verhältnis zum Eigenkapital ist.

Beispiel 2.1: Das Du Pont-Modell in der Praxis Zu bewerten sind zwei Logistikunternehmen A-Log und B-Log. Für die Periode t weisen sie folgende Schlüsselgrößen bei Umsatz und Ertrag auf:

Mio. €	A-Log	B-Log
Umsatz	1.188,0	249,8
EBIT	711,0	152,6
in% der Umsätze	59,8 %	61,1 %
EBT	145,1	33,9
in% der Umsätze	12,2 %	13,6 %
Nettoergebnis	95,0	22,4
in% der Umsätze	8,0 %	9,0 %

Auf allen Ertragsebenen weist B-Log deutlich höhere absolute und relative Profitabilitätskennzahlen als A-Log auf. Die Passivseite der Bilanz der beiden Unternehmen gestaltet sich wie folgt:

Mio. €	A-Log	B-Log
Eigenkapital	476,0	98,1
Fremdkapital	756,0	156,9
Bilanzsumme	1.232,0	254,9

Damit ergeben sich aus dem DuPont-Schema folgende Kennzahlen:

	A-Log (%)	B-Log (%)
NetInc/EBT	65,5	66,1
EBT/EBIT	20,4	22,2
EBIT/Umsatz	59,8	61,1
Umsatz/Vermögen	96,4	98,0
Vermögen/EK	334,8	260,0
ROE	25,8	22,8

Mit einer Eigenkapitalrentabilität von 25,8 % ist A-Log augenscheinlich profitabler als B-Log, das nur einen Wert von 22,8 % erreicht. Für B-Log sprechen dagegen höhere operative Margen und eine bessere Kapitaleffizienz (98,0 % vs. 96,4 %). Dass die Eigenkapitalrendite von A-Log dennoch höher ist als die von B-Log, liegt an dem hohen finanziellen Leverage von A-Log, das eine Eigenkapitalquote von lediglich 38,6 % aufweist, während B-Log mit 46,3 % deutlich stabilere Bilanzrelationen aufweist. Damit ist absehbar, dass A-Log eine im Konjunkturzyklus volatilere Ertragsentwicklung aufweisen wird: In Boomphasen wird die Eigenkapitalrendite deutlich über der von B-Log liegen, in Zeiten der wirtschaftlichen Abkühlung tendenziell darunter.

Wie nachstehendes Beispiel zeigt, ist die DuPont-Formel auch als Frühindikator hervorragend geeignet.

Beispiel 2.2: Früherkennung einer Verschlechterung der Ertragslage Bei Umsätzen von 1.188,0 Mio. € erwirtschaftet der Logistikdienstleister A-Log aus Beispiel 2.1 ein Nachsteuerergebnis von 95,0 Mio. €, was einer Nettorendite von 8,0 % entspricht. Diese hohe Profitabilität stammt aus Pioniergewinnen, ermöglicht durch eine neuartige Dienstleistung. Das kurz- und langfristige Vermögen beläuft sich auf 432,0 bzw. 800,0 Mio. €, das Eigenkapital liegt bei 476,0 Mio. €, das kurz- und langfristige Fremdkapital bei 756,0 Mio. €. Zur Vereinfachung liegen die Neuinvestitionen auf Höhe der Abschreibungen und der erwirtschaftete Cashflow wird zum Jahreswechsel vollständig an die Aktionäre ausgeschüttet. Das Unternehmen wächst mit 8,0 %, und zwar auf der Ebene der Umsätze, des Nettoergebnisses und des Working Capitals. Auf den ersten Blick erscheint diese Planung vernünftig und konsistent.

Wir betrachten zunächst die Gewinn- und Verlustrechnung für die drei Perioden $t - 1$ bis $t + 1$:

Mio. €	$t - 1$	t	$t + 1$
Umsatz	1.100,0	1.188,0	1.283,0
Nettoergebnis	88,0	95,0	102,6
ROS (%)	8,0	8,0	8,0

Das Ergebnis nach Steuern entwickelt sich parallel zu den Umsätzen, die Nettoumsatzrendite bleibt dementsprechend konstant bei 8,0 %.

Anschließend werfen wir einen Blick auf die Bilanz des Logistikunternehmens:

Mio. €	t – 1	t	t + 1
Kurzfristiges Vermögen	400,0	432,0	466,6
Sachanlagevermögen	800,0	800,0	800,0
Bilanzsumme	1.200,0	1.232,0	1.266,6
Eigenkapital	500,0	476,0	450,1
Kurzfristige Verbindlichkeiten	400,0	432,0	466,6
Langfristige Verbindlichkeiten	300,0	324,0	349,9
Bilanzsumme	1.200,0	1.232,0	1.266,6

Kurzfristiges Vermögen und kurzfristige Verbindlichkeiten, beides Bestandteile des Working Capitals, wachsen gleichmäßig mit 8,0 % an, das Sachanlagevermögen bleibt konstant bei 800,0 Mio. € (da die Abschreibungen gleich den Neuinvestitionen sind) und das Eigenkapital als Residualgröße verändert sich in dem Maße, dass die Bilanzsumme der Passivseite der der Aktivseite entspricht. Eine Thesaurierung der Cashflows findet nicht statt. Dieser friedliche Gesamteindruck wird schnell gestört, wenn wir einen Blick auf die Eigenkapitalrendite werfen.

Gemäß Formel (2.1) ergibt sich die Eigenkapitalrendite durch Division des Nettoergebnisses durch das zur Finanzierung des Ertrags zur Verfügung stehende Eigenkapital. Da in der Bilanz nur Stichtagswerte aufgenommen werden, sind zur Berechnung der Eigenkapitalrendite Vorjahreswerte zu verwenden. Damit ergeben sich folgende Renditekennzahlen:

Mio. €	t – 1	t	t + 1
Nettoergebnis	88,0	95,0	102,6
Eigenkapital	500,0	476,0	450,1
ROE (%)		19,0	21,6

Eine höchst erstaunliche Entwicklung. Wir verwenden gleichmäßige Wachstumsannahmen auf allen Ebenen und dennoch kommt es zu einem Anstieg der Eigenkapitalrendite. Haben wir wirklich alles richtig gemacht?

Vermutlich nicht. Denn es dürfte höchst unrealistisch sein, ein Umsatzwachstum im hohen einstelligen Prozentbereich zu erzielen, ohne dass gleichzeitig in Maschinen und langfristige Produktionsmittel investiert werden muss.

In der Realität sind Preissteigerungen in dieser Größenordnung nur selten durchzusetzen, so dass der Umsatzzuwachs nur durch einen Absatzanstieg ermöglicht werden kann. Dieser ist aber im Modell nicht wiedergegeben, was

eine Reihe von Fragen aufwirft. Zum Beispiel: Womit kann ein steigender Kapitalumschlag gerechtfertigt werden? Oder: Wenn Umsatzwachstum quasi ohne Nebenbedingungen möglich ist, wie lange kann dieser Zustand aufrechterhalten werden?

Wie weit man in die Zukunft blicken muss hängt von der Vorhersagbarkeit (im Jargon der Investmentbanker auch Visibilität genannt) des Geschäftsmodells ab, also von der Anzahl der Perioden, die vernünftigerweise prognostiziert werden können. Bei innovativen Unternehmen, die sich am Beginn ihrer Wachstumsphase befinden, ist naturgemäß ein längerer Zeithorizont in Betracht zu ziehen als bei einem etablierten Unternehmen, das sich bereits der Reifephase annähert und für das Dutzende von Geschäftsberichten vorliegen. Die Ursache hierfür ist, dass bei jungen Unternehmen die Ertragsvolatilität wesentlich stärker ausgeprägt ist als bei reifen Unternehmen. Junge Unternehmen, die sich inmitten ihrer Wachstumsphase befinden, müssen sich erst noch finden, müssen neue Nischen besetzen – was auch schief gehen kann –, so dass die Volatilität der Ertragsentwicklung ungleich größer ist. Je weiter man in die Zukunft blicken muss, desto ungenauer wird naturgemäß die Prognose. Erwartungen jenseits des folgenden Geschäftsjahres sind auch weniger Ergebnis eines ausgefeilten, vollständig integrierten Top-Down-Ansatzes, sondern mehr Ausfluss persönlicher Überzeugungen. Infolge der bestehenden Unsicherheiten ist jede Prognose oder Planungsrechnung immer auch subjektiv. Durch die Verknüpfung der Prognosen mit den Vergangenheitsdaten und den definierten Annahmen wird jedoch zumindest eine objektive Nachprüfbarkeit der Planungsrechnung sichergestellt.

In der Praxis können die angestrebten Daten auf vier Wegen prognostiziert werden:

- Über Absolutzahlen bzw. über absolute Veränderungen gegenüber der entsprechenden Vorjahresperiode,
- über prozentuale Veränderungen gegenüber der Vorjahresperiode,
- über die Veränderungen von auf den Umsatz oder die Gesamtleistung bezogene Quoten, beispielsweise der Materialeinsatzquote, und
- über spezielle Finanzkennzahlen.

2.2 Die Detailplanung der Gewinn- und Verlustrechnung

Ausgangspunkt jeder Detailplanung sind die Umsatzerlöse¹². Ihre korrekte Prognose ist unbestritten das wichtigste singuläre Element der Finanzprognose. Umsatzwachstum bringt in der Regel steigende Kosten mit sich, ein erhöhtes Working

¹² Vgl. für eine analytische Herangehensweise an die Unternehmensplanung: McKenzie (2003, S. 189 ff.).

Capital muss finanziert werden ebenso wie Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen, was wiederum Auswirkungen auf die Abschreibungen in der Folgeperiode hat. Ob steigende Umsätze auch zu höheren operativen Erträgen und letztlich auch zu höheren Cashflows führen, ist damit ex ante unklar und hängt größtenteils von der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells ab. Zwar führt auch die Senkung der Kosten zu einem Ansteigen des Ergebnisses, aber die Alternative über steigende Umsätze ist die stilvollere und zugleich nachhaltigere, da mögliche Kosteneinsparungen bereits nach kurzer Zeit ausgeschöpft sind und weitere Ergebnissteigerungen dann nicht mehr möglich sind. Allerdings sind Umsätze häufig nur in begrenztem Maße von der Unternehmensführung steuerbar, da sie stark von Außeneinflüssen wie Wettbewerbsintensität, Währungsrelationen oder dem technologischen Fortschritt geprägt werden. Wenngleich Umsätze weniger volatil sind als Erträge, ist dennoch die Prognose der Umsatzwachstumsrate eine der schwierigsten Aufgaben der Planung.

Abgesehen davon, dass vorab zu klären ist, wie hoch die aktuelle Kapazitätsauslastung ist, mit welchen Erweiterungsinvestitionen zu rechnen ist und ob die zur Umsatzplanung erforderlichen Vorprodukte in ausreichendem Umfang zur Verfügung stehen, können Umsätze grundsätzlich über die folgenden sechs Wege prognostiziert werden:

- Die Übernahme der Management-Guidance,
- die Auswertung der Daten von Wettbewerbern,
- die Extrapolation der Vergangenheit,
- die Schätzung des Preis/Mengengerüsts,
- die Schätzung der Marktanteile (Top-Down-Ansatz) und
- die Schätzung des durchschnittlichen Umsatzbeitrages eines Kunden (Bottom-Up-Ansatz).

Die analytisch trivialste Vorgehensweise ist die mehr oder weniger unkritische Übernahme der vom Management ausgesprochenen Guidance. Dies hat Vor- und Nachteile. Zu den unbestrittenen Vorteilen zählt, dass der Analyst sich für seine Fehlprognose nicht rechtfertigen muss, ganz nach dem Motto: „Wenn das Management schon nicht in der Lage ist, den Umsatz richtig vorherzusagen, wie könnte ich es dann sein?“ Darüber hinaus weiß der Analyst immer genau, wie er die später veröffentlichten Daten einzuschätzen hat: Wurde die Guidance von allen Analysten übernommen und vom Unternehmen übertroffen, wird die Aktie voraussichtlich steigen, wurde der Consensus verfehlt – und es gibt genügend Beispiele dafür, dass selbst die Verfehlung um wenige Cent mit einem gravierenden Kursverfall abgestraft wurde – dann wird die Aktie voraussichtlich fallen. Weniger wichtig für die Kurskorrektur ist dabei das Ausmaß des Verfehlens, sondern vielmehr die Tatsache, dass das Vertrauen der Investoren in die Fähigkeiten des Managements enttäuscht wurde oder, ebenso unangenehm, dass Zweifel an der grundsätzlichen Planbarkeit des Geschäftsmodells aufkommen. Naturgemäß steht diese Vorgehensweise dem Analysten oder Investor nur dann offen, wenn das Management überhaupt eine entsprechende Umsatz-Guidance veröffentlicht. Eine derartige wird – wenn überhaupt – meist nur für das laufende Geschäftsjahr veröffentlicht, länger in die Zukunft reichende Projektionen des Managements sind ausgesprochen selten.

Vergleichbar, aber doch mit höherem Anspruch, ist es, die Umsatzprognose auf die Angaben und Abschlusszahlen von Wettbewerbern zu reflektieren, sofern diese in vergleichbaren Geschäftsbereichen tätig sind. Finanzanalysten und Fondsmanager haben sich tendenziell auf bestimmte Sektoren oder Asset-Klassen spezialisiert. Das preis- oder absatzpolitische Instrumentarium eines Referenzunternehmens hat in jedem Fall Auswirkungen auf den Umsatz des betrachteten Unternehmens, und zwar umso mehr, je abgeschotteter die Nische und je größer die Wettbewerbsintensität ist. So wird eine negative Ergebnisentwicklung eines Halbleiterherstellers in der Regel Umsatz- und Ertragsanpassungen bei allen Halbleiterherstellern nach sich ziehen. Zu klären sind dabei Fragen über die Höhe der Wettbewerbsintensität in den wesentlichen Produktgruppen, die Höhe der Markteintrittsbarrieren, die Marktanteile der wichtigsten Wettbewerber und ihre zeitliche Entwicklung, das Ausmaß (sofern vorhanden) des Wettbewerbsvorsprungs gegenüber anderen oder die Bedeutung von Substitutionsgütern

Analytisch ebenso wenig tiefgründig ist die Extrapolation des Vergangenheitsdaten und -trends. Bei einer Trägheitsprojektion wird unterstellt, dass die Zukunft sich ähnlich der Vergangenheit entwickeln wird. Hatte ein Unternehmen in den vergangenen fünf Jahren eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 8 %, ist es sinnvoll anzunehmen, dass es auch in den kommenden fünf Jahren eine Wachstumsrate aufweisen wird, die mehr oder weniger in dieser Größenordnung liegen wird. Die Extrapolation von Vergangenheitsdaten macht demnach vor allem in reifen, unzyklischen Industrien Sinn, in denen zum Beispiel Güter des täglichen Bedarfs verkauft werden. Stromversorger oder Nahrungsmittelhersteller wären ein Beispiel hierfür, Industrien also, in denen der technische Fortschritt gering ist und sich bestehende Marktanteile kurzfristig nicht signifikant verschieben. Durch die Anwendung dieser Methode entzieht sich der Analyst jedoch einer eigenständigen Einschätzung der zukünftigen Ereignisse. Das ist zugleich einer der entscheidenden Nachteile dieser Vorgehensweise. Neueinführungen können scheitern und die Wettbewerbsintensität kann sich unerwartet verstärken – durch Extrapolation wird die Fundamentalanalyse zu wenig mehr als einem Abbild der Consensus-Schätzungen degradiert. Für diese Methode spricht, dass Umkehrpunkte ohnehin schwer zu prognostizieren sind – wenn überhaupt. Wer kann allen Ernstes von sich behaupten, das Scheitern eines neuen Automodells vorherzusagen zu können, den Misserfolg des jüngsten Hollywoodblockbusters? Wer konnte den Turnaround von Apple vorherzusagen, nachdem der Computerhersteller Mitte der 1990er Jahre beinahe insolvent war?

Unter Umständen macht die Extrapolation von Vergangenheitsdaten auch für echte Wachstumsunternehmen Sinn, selbst wenn für diese nur eine kurze Unternehmenshistorie existiert und unter Umständen sehr pauschale Wachstumsannahmen zu treffen sind. Da sich historisch hohe Umsatzwachstumsraten im Zeitablauf aufgrund des Basiseffekts abschwächen, liegt die Umsatzwachstumsrate des Jahres t tendenziell über der des Jahres $t+1$, die des Jahres $t+1$ tendenziell über der des Jahres $t+2$. Ein Unternehmen, dessen Erlöse in t mit 18 % und in $t+1$ mit 12 % angestiegen sind, wird daher in Periode $t+2$ vermutlich ein einstelliges Wachstum aufweisen. Schwieriger wird das Vorgehen bei einem Unternehmen, das in t mit

250 % und in $t+1$ mit 180 % gewachsen ist. Für dieses dürfte für $t+2$ keine fundierte Unternehmensplanung möglich sein: Alles zwischen 50 und 150 % erscheint im Bereich des Möglichen.

Wesentlich anspruchsvoller als die drei bisher genannten Verfahren ist die Schätzung der Umsätze über ein detailliertes Preis/Mengengerüst. Grundsätzlich kann ein Anstieg der Umsätze durch

- eine Erhöhung der Preise,
- eine Erhöhung der Absatzmengen,
- eine Verbesserung im Produktmix,
- eine günstige Entwicklung der Wechselkurse und
- eine Kombination dieser Faktoren

hervorgerufen werden. Bei mehreren Produkten n kann diese Vorgehensweise natürlich analog für jedes einzelne Produkt vorgenommen werden.

$$\text{Umsatz} = \sum_{n=1}^N p_n x_n, \quad (2.3)$$

wobei p_n und x_n Symbole für den Preis und die Absatzmenge des Produkts n sind. Für eine Umsatzplanung sind detaillierte Annahmen über das historische Preis/Mengengerüst erforderlich, und zwar auf Segment- und zum Teil sogar auf Produktebene („Bottom Up-Planung“), die in die Zukunft übertragen werden müssen. Zu beantworten sind also Fragen, die die Breite der Kundenbasis betreffen, Abhängigkeiten von einzelnen Kunden und die Intensität der Kundenbindungen. Ein Automobilanalyst könnte über die gegebenen Listenpreise, die Rabattsätze oder andere Erlösschmälerungen sowie die erwarteten Absatzzahlen je Modelltyp den Umsatz eines Autoherstellers in die Kalkulation einbeziehen. Zusätzlich verfeinert werden kann die Produktplanung durch eine Regionalplanung, insbesondere wenn vom Management eine explizite Internationalisierungsstrategie ausgegeben wurde. Erleichtert wird die Prognose über ein Preis/Mengengerüst, wenn ein kausaler Zusammenhang zwischen den Umsätzen und einer makroökonomischen Größe besteht. Beispielsweise sind Einzelhändler wesentlich stärker vom privaten Konsum und damit von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung abhängig als von den Aktionen ihrer Wettbewerber. Ihre Umsatzprognose wird damit zum überwiegenden Teil von einer marktstrategischen Einschätzung der Binnenkonjunktur geleitet sein. Auch demographische Faktoren können ursächlich für eine Umsatzprognose sein, etwa für einen Pflegeheimanbieter, der von der zunehmenden Überalterung der Gesellschaft profitiert. Neben den gesamtwirtschaftlichen Einflussfaktoren gibt es zahlreiche industriespezifische Größen, die für eine Umsatzprognose nicht missachtet werden dürfen. So kann für auftragsbezogene Branchen zur Planung der Umsätze der Auftragseingang herangezogen werden. Auch der Auftragsbestand und die erhaltenen Anzahlungen gelten als Frühindikatoren für die weitere Geschäftsentwicklung. Eine in diesem Zusammenhang häufig verwendete Kennzahl ist die so genannte Book to Bill-Ratio, die

zum Beispiel in der Informationstechnologie für einige Teilbranchen veröffentlicht wird und als

$$\text{BtB} - \text{Ratio} = \frac{\text{Auftragseingang}_t}{\text{Umsatz}_t} \quad (2.4)$$

definiert wird. Eine Book to Bill-Ratio von größer als Eins kennzeichnet einen Markt, in dem die Nachfrage das aktuelle Angebot übertrifft. Für diesen Markt wird mittelfristig ein Wachstum erwartet. Sollte die angesetzte Umsatzplanung nicht zur Entwicklung der Book to Bill-Ratio oder anderer Vorlaufindikatoren passen, sollte die Plausibilität der Umsatzplanung nochmals überprüft werden.

Doch Vorsicht ist geboten: Nicht selten verlieren Investoren und Finanzanalysten den Sinn für das Wesentliche, wenn eine Prognose sich zu sehr in Details verliert. Auch sollte man sich zur Bewahrung der Konsistenz davor hüten, relativ grobe Annahmen über die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts, die Wechselkurse oder den Ölpreis mit sehr detaillierten Erwartungen über die Preisentwicklung einzelner Produkte oder Produktkategorien zu vermischen.

Problematisch gestaltet sich die Umsatzprognose über Preis/Mengengerüste immer dann, wenn große Teile des Absatzvolumens auf eine neue Grundlage gestellt werden, beispielsweise weil ein Softwarehersteller ein neues Release oder ein Autohersteller ein neues Modell auf den Markt bringt. In diesen Fällen können die Abweichungen der Modellannahmen von der tatsächlichen Entwicklung verhältnismäßig groß sein. Darüber hinaus sind bei einer Umsatzprognose anhand vergangenheitsbasierter Preis/Mengengerüste ungewöhnliche Preisentwicklungen zu bereinigen. Beispielsweise können bei verschiedenen Stahl- oder Rohstoffunternehmen exorbitante Preisentwicklungen der relevanten In- oder Output-Bestandteile kaum in die Zukunft fortgeschrieben werden. In diesen Fällen ist es von Interesse, welcher Anteil der Umsatzentwicklung auf den Anstieg der Rohstoffpreise zurückzuführen ist und welcher auf eine Mengenausweitung. Angebracht ist diese Vorgehensweise insbesondere bei zyklischen Unternehmen oder bei Rohstoffunternehmen, bei denen selbst die am besten positionierten Unternehmen oft als Preisnehmer ihre Produkte zum Marktpreis absetzen müssen. Eine Unternehmensbewertung hat dies zu berücksichtigen.

Alternativ zu den vier bislang besprochenen Vorgehensweisen bietet es sich an, die Umsätze des Unternehmens anhand der erzielbaren Marktanteile zu schätzen. Ausgehend vom gesamten Marktpotenzial MP der Industrien, in denen das Unternehmen präsent ist, ergibt sich der Umsatz des Unternehmens über

$$\text{Umsatz} = \sum_{n=1}^N \rho_n \text{MP}_n, \quad (2.5)$$

wobei ρ_n den Marktanteil des Unternehmens am Gesamtmarkt repräsentiert. In Managementpräsentationen kommt dieser Top Down-Ansatz üblicherweise bei

Startup-Unternehmen zum Tragen, da in Ermangelung von Erfahrungswerten die Marktgröße der beste Indikator für das Umsatzpotenzial ist.

Für eine Ermittlung des Gesamtmarktvolumens sind Fragen zu beantworten, die das Alleinstellungsmerkmal des Unternehmens betreffen, die Positionierung des Unternehmens in der Wertschöpfungskette, die Höhe der prognostizierten Wachstumsraten der adressierten Zielmärkte, mögliche strukturelle oder regulatorische Änderungen, von denen die Absatzmärkte betroffen sein könnten, oder Währungsrisiken, die das Absatzpotenzial beeinflussen könnten. Analysten greifen zur Bestimmung des gesamten Marktpotenzials üblicherweise auf die Daten von Marktforschungsinstituten zurück; zum Beispiel bietet das US-Marktforschungsunternehmen Gartner verlässliche Kennzahlen für verschiedene IT-Teilmärkte an.

Probleme ergeben sich aus der fehlerhaften Definition des adressierten Marktes: Was ist der relevante Markt für einen Fernsehsender wie ProSieben oder RTL? Ist es nur der deutsche Markt des Werbefernsehens? Oder zählt der europäische dazu? Sind nicht auch Substitutionsgüter Teil des für einen werbefinanzierten Fernsehsender relevanten Marktes, also Blue-ray und DVD oder etwa das Kino? Was ist mit dem Bezahlfernsehen, das nur in sehr geringem Maße vom Werbemarkt abhängig ist? Und wie sind Internet oder Gaming zu behandeln, die noch nicht einmal Bestandteil der Wertschöpfungskette Video – im Gegensatz zu anderen Entertainmentformaten wie Audio oder Print – sind? Grundsätzlich sollten „Märkte“ daher möglichst eng definiert werden. Hierfür sind die wichtigsten Treiber zu identifizieren, die das für den Konsum der Produkte ursächliche Verhalten bestimmen. Im Fall eines Fernsehsenders zählen ausschließlich deutsche werbefinanzierte Free TV-Sender zum relevanten Markt. Anders dagegen bei Autoherstellern. Hier macht eine nationale Sichtweise keinen Sinn, da die Märkte global sind. Unter Umständen kann jedoch eine soziologische Aufteilung der Märkte in Luxus-, Premium- und Massenhersteller geboten sein.

Ist der Markt erst definiert, zählt es zu den nur schwer beherrschbaren Reflexen des Menschen, sich über die Marktwachstumsraten Gedanken zu machen. Die Bandbreite reicht von Wachstumsmärkten mit zweistelligen Wachstumsraten über reife Märkte, die sich mit dem Gesamtmarkt entwickeln, bis hin zu schrumpfenden Märkten. Zyklische Märkte wiederum sind mal das eine, mal das andere. Das Marktwachstum zu prognostizieren ist nicht einfach. Schon Insider haben geirrt, man denke nur an Thomas Watson, einem Vorstand von IBM, der einen Weltmarkt von „vielleicht fünf Computern“ gesehen haben will. Um eine Planung über die Top-Down-Methode zu plausibilisieren, kann beispielsweise auf die Annahmen und Prognosen von Konjunktur- und Marktforschungsinstituten zurückgegriffen werden. In Deutschland geben die Gesellschaft für Konsumforschung und das ifo Institut für Wirtschaftsforschung monatlich die Ergebnisse ihrer Umfragen bekannt, die als Frühindikator für die Konsumenten- und Produzentenerwartungen gelten. Gleichfalls sind Aussagen von Wettbewerbern und ihre Implikationen auf die Absatzplanung des zu bewertenden Unternehmens zu überprüfen. Auch die erwartete Inflationsentwicklung ist bei der Nominalplanung zu berücksichtigen.

Beispiel 2.3: Umsatzplanung Ein deutschlandweit tätiger Textileinzelhändler plant im kommenden Geschäftsjahr sein vor mehreren Jahren eingeleitetes Expansionsprogramm abzuschließen. Zusätzlich zu den bestehenden 350 Filialen ist die Eröffnung von weiteren 24 Filialen vorgesehen. Erst danach soll über eine Ausweitung der Geschäftsaktivitäten ins Ausland nachgedacht werden. Die Erfahrungen der Vergangenheit haben gezeigt, dass eine neu eröffnete Filiale erst im zweiten Jahr die konzerndurchschnittlichen Umsatzwerte erfüllt, im Jahr ihrer Eröffnung liegt die Auslastung im Durchschnitt bei nur 50,0 %. Konzernweit werden im laufenden Geschäftsjahr Erlöse in Höhe von 875,0 Mio. € erwartet. Aufgrund des weltweiten konjunkturellen Abschwungs rechnen die führenden Wirtschaftsexperten nicht mit einem nennenswerten Anziehen des privaten Konsums. Wie ist die Erlösentwicklung zu planen?

Infolge der aktuellen Wirtschaftskrise und des intensiven Wettbewerbs im textilen Einzelhandel dürfte das organische Wachstum des Filialeinzelhändlers in den kommenden beiden Jahren vernachlässigbar sein. Im Fokus der Umsatzplanung sollte daher das externe Wachstum über Filialeröffnungen stehen. Ohne weitere Angaben kann von einer gleichmäßigen Verteilung der Filialeröffnungen ausgegangen werden. Im Durchschnitt werden also zwei Filialen pro Monat eröffnet. Das durchschnittliche Umsatzvolumen einer Filiale liegt bei 2,5 Mio. €. Damit ergibt sich im ersten Jahr ein zusätzliches Erlösvolumen aus den neu eröffneten Filialen von

$$24 \cdot 0,5 \cdot 2,5 \cdot 50 \% = 15,0,$$

also von 15,0 Mio., und im zweiten Jahr von

$$24 \cdot 2,5 \cdot 100 \% = 60,0,$$

also von 60,0 Mio. €. Konzernweit ergeben sich damit nach Erlösen von 875 Mio. € im laufenden Jahr Umsätze in Höhe von 890 Mio. € im nächsten und 935 Mio. € im übernächsten Jahr. Ohne Berücksichtigung von Preisveränderungen kann ein Umsatzwachstum von 1,7 % im nächsten bzw. 5,1 % im darauf folgenden Jahr modelliert werden.

Das diametrale Gegenteil der Top-Down-Methode ist der Bottom-Up-Ansatz, die sechste und letzte Methode zur Umsatzprognose. Hier werden die Erlöse eines Unternehmens aus der Aggregation einzelner Kunden prognostiziert. Geschätzt wird also die durchschnittliche Zahl der Kunden n und ihr durchschnittlicher Umsatzbeitrag ARPU, ein Akronym für Average Revenue Per User. Diese Vorgehensweise ist unter anderem in abonnentenbasierten Geschäftsmodellen wie dem Pay-TV, im Internet oder im Mobilfunk üblich. Der Umsatz des Geschäftsbereichs i ergibt sich damit aus

$$\text{Umsatz}_i = n_i \cdot \text{ARPU}_i. \quad (2.6)$$

Die Planung erfolgt grundsätzlich auf Jahresbasis und – falls vorhanden – auch auf Quartalsebene. Wird eine quartalsweise Prognose erstellt, sind Saisonalitäten in der Erlösentwicklung zu berücksichtigen: Einzelhandels- und Softwareunternehmen zum Beispiel erzielen bis zu 40 % ihrer Jahresumsätze im Weihnachtsquartal.

Basierend auf den Erlösen folgt die Prognose der operativen Aufwendungen (Opex). Unter der Voraussetzung, dass ein Unternehmen in einem Zustand der maximalen Effizienz arbeitet, würde ein 10%iger Anstieg der Umsätze auch mit einem 10%igen Anstieg der Kosten einhergehen. Da sich die fixen Kosten, wie der Name schon sagt, nicht in Abhängigkeit von den Umsätzen entwickeln, kommt es bei einem Umsatzanstieg in der Regel zu einer unterproportionalen Entwicklung der Kostenquoten. Auf die Gefahr hin der Übersimplifizierung angeklagt zu werden, stehen Unternehmen drei grundlegende Strategien zur Differenzierung im Wettbewerb offen¹³:

- Entweder sind die Unternehmen Kostenführer, das heißt sie streben eine Niedrigpreisstrategie an, um von homogenen Produkten möglichst große Stückzahlen abzusetzen; niedrige Margen können dadurch überkompensiert werden.
- Oder sie sind fokussierter Produktführer und bieten eine gezielte Auswahl von Produkten an, die von den Kunden besonders wertgeschätzt wird, aber von anderen Unternehmen nicht angeboten werden (kann); in diesem Fall ist das Unternehmen zwar hochmarginig, das Absatzvolumen aber relativ gering.
- Alternativ dazu kann sich ein Unternehmen auch auf eine regionale Nische fokussieren, die von anderen Wettbewerbern nicht adressiert wird, zum Beispiel im ländlichen Raum.

Welche Strategie letztlich eingeschlagen wird, hat Auswirkungen auf die Margen des Unternehmens, die Umschlagshäufigkeit des Kapitals und andere betriebswirtschaftliche Kennzahlen. Der Leser wäre überrascht, wenn er erführe, wie oft professionelle Investoren Aktien erworben haben, ohne dass sie sich im Klaren darüber gewesen waren, worin die strategischen Wettbewerbsvorteile des Unternehmens gelegen haben. Denn damit Kostenführerschaft funktioniert, muss diese Philosophie ein Unternehmen von oben bis unten durchdrungen haben. Jeder Cent muss aus dem Produkt und dem Unternehmen gleichsam herausgepresst werden, jede betriebliche Ineffizienz eliminiert, jede Kostenposition optimiert werden. Das Investitionsniveau ist auf gleichbleibend hohem Niveau, die Produktionskapazitäten sind stets auf dem neuesten Stand. In der Regel gibt es Skaleneffekte in der Produktion und im Einkauf, so dass Kostenführer meist auch die größten Spieler in ihrer Branche sind. Kostenführerschaft funktioniert natürlich nur, wenn die Kunden preissensitiv sind; in der Luxusgüterindustrie taucht sie also eher selten auf. Wer regelmäßig Unternehmen besucht, bekommt schnell ein geschultes Auge für das Kostenbewusstsein des Managements: Wenn zum Beispiel ein mittelgroßer Hamburger IT-Dienstleister in hochglänzenden Mitarbeiterbroschüren über den letzten

¹³ Vgl. Porter (1980).

Betriebsausflug (inklusive Ehepartner) nach Mallorca berichtet, kann es diesbezüglich nicht sonderlich weit her sein.

Der Produktführer unterscheidet sich von seinem Wettbewerber durch seine Produktpalette. Ist der Kunde bereit, für diese eine Prämie zu bezahlen, die die Differenzierungskosten übersteigt, kann diese Strategie erfolgreich sein. Der gute Ruf des Anbieters, der Markenname, ist in der Regel von größerer Bedeutung als beim Kostenführer, daher spielen in dieser Gruppe Werbe- und Marketingmaßnahmen eine bedeutende Rolle.

Die Materialaufwandsquote kann über den erwarteten Produktmix abgeleitet werden. Ihre enorme Bedeutung erlangt die Materialaufwandsquote dadurch, dass sie in Einzelfällen, z. B. bei Einzelhandelsunternehmen oder Fernsehsendern, über 90 % des Umsatzes ausmachen kann. Mit anderen Worten: Bei diesen Unternehmen werden 90 % der erwirtschafteten Erlöse über eine einzige Zahl „erklärt“ – nicht selten ohne dass im Anhang des Geschäftsberichts auch nur eine weiterführende Information bereitgestellt wird¹⁴. Sind Teile der Materialaufwendungen zudem dispositiven Charakters, wie dies beispielsweise bei den Programmkosten eines Fernsehsenders der Fall ist, kann bereits durch eine geringfügige Änderung der Materialaufwandsquote jedes beliebige operative Ergebnis herbeigeführt werden. Zum Glück steht die Materialaufwandsquote jedoch durch produktionstechnische Gegebenheiten in einem mehr oder weniger festen Zusammenhang zum Umsatzmix. Insofern bleibt, ausgehend von der aktuellen Rohertragsmarge bzw. einem vergangenheitsbasierten Durchschnittswert, nur zu analysieren, ob aufgrund des Produktmixes und der erwarteten Preisentwicklung auf den wichtigsten Beschaffungsmärkten mittelfristig eine Verbesserung oder eine Verschlechterung der Rohertragsmarge zu erwarten ist. Auch sollten die Prognosen durch eine dezidierte Preiserwartung der wichtigsten Inputfaktoren untermauert werden; so sind für die Chemieindustrie beispielsweise Prognosen über den Ölpreis unerlässlich, für Planungen in der Stahlindustrie sollten explizite Annahmen über die mittelfristig erwarteten Eisenerzpreise vorgenommen werden. Auf Unternehmensebene sind ferner Kosteneffekte aufgrund bestehender Produktionskapazitäten, Economies of Scale oder Neuproduktanläufe zu berücksichtigen. Insofern kann eine im Zeitablauf steigende Materialaufwandsquote hervorgerufen werden durch

- steigende Preise für das eingekaufte Material,
- eine ungünstige Entwicklung des Produktmixes hin zu niedrig margigen Produkten,
- einen erhöhten Materialverbrauch, etwa weil der Produktionsablauf Ineffizienzen aufweist,
- eine ungünstige Entwicklung der Wechselkurse,
- eine geringere Kapazitätsauslastung infolge rückläufiger Umsätze oder
- durch eine Kombination dieser Faktoren.

Für eine Prognose der Materialaufwandsquote sind auch die Zulieferer selbst zu betrachten. Wichtige Fragen betreffen unter anderem die Anzahl der Zulieferer, wo-

¹⁴ Vgl. zum Beispiel die Geschäftsberichte von Douglas oder ProSiebenSat.1 Media.

durch Abhängigkeiten von einzelnen Zulieferern festgestellt werden sollen, und die Langfristigkeit der Lieferverträge. Zahlreiche Zulieferbeziehungen sind besser als wenige, ist ein Unternehmen gar von einem einzigen Zulieferer abhängig, sollten einige Warnleuchten angehen, insbesondere wenn der Preis des bezogenen Produkts volatil ist bzw. vom Zulieferer allein fixiert werden kann.

Von ihren Mitarbeitern sprechen Vorstände gerne als ihre „wertvollste Ressource“ – selbst bei überdurchschnittlich hohen Fluktuationsquoten. Für eine Unternehmensbewertung spielt die Qualität des Personals dagegen nur in sehr seltenen Fällen eine Rolle. Im Gegenteil: Einen umfangreichen Personalabbau heißt der Kapitalmarkt häufig willkommen und bedankt sich mit Kursgewinnen. Die Planung der Personalaufwendungen erfolgt grundsätzlich anhand des aktuellen Mitarbeiterstandes und der erwarteten Mitarbeiterentwicklung. Der Mitarbeiterstand ist als Jahresdurchschnittswert und -endwert aus dem Anhang des Geschäftsberichts ersichtlich, in vielen Fällen erfolgt auch eine Angabe der Vollzeitstellen (auch FTE, Full-Time-Equivalents) sowie der Auszubildenden. Durchschnittliche Gehaltsanpassungen können auf Basis der bestehenden Tarifverträge vorgenommen werden. Zu beachten ist, dass in Deutschland ein Unternehmen auf Nachfragesteigerungen relativ leicht mit einem Personalaufbau reagieren kann, umgekehrt jedoch ein Personalabbau bei einem Nachfragerückgang normalerweise mit Restrukturierungskosten und arbeitsrechtlichen Problemen verbunden ist. Daher ist insbesondere der Fixkostenanteil der Personalaufwendungen zu klären. Darüber hinaus ist zu beachten, dass der betriebliche Overhead bei kleinen Unternehmen nicht selten überproportionalen Steigerungen unterworfen ist, zum Beispiel bei einer angestrebten Auslandsexpansion.

Insgesamt kann ein Anstieg der Personalaufwandsquote durch

- einen Anstieg des allgemeinen Lohnniveaus,
- eine Erhöhung der Mitarbeiterzahl,
- eine Entwicklung des Personalbestands hin zu höher qualifizierten Beschäftigten,
- eine Verlagerung der Mitarbeiter in Hochlohnstandorte und
- eine Kombination der genannten Faktoren

ausgelöst werden. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträgen ist zwischen den aus dem betrieblichen Geschäft erwirtschafteten Positionen und den einmaligen, außerordentlichen bzw. periodenfremden Positionen zu unterscheiden. Wiederkehrende sonstige betriebliche Aufwendungen oder Erträge wie Miet-, Marketing-, Transport- oder Reiseaufwendungen oder betriebsfremde Einnahmen aufgrund fester Verträge können bei dieser Sammelposition verlässlich geplant werden, sofern sie in einer festen Relation zum Umsatz stehen und nicht zu erwarten ist, dass sich diese Relation kurzfristig verändern wird. Bei Aufwendungen, die nicht in einer fixen Relation zum Umsatz stehen und bei unregelmäßig wiederkehrenden Positionen ist dies in der Regel nicht möglich. Fixkosten wie allgemeine Verwaltungsaufwendungen oder IT-Kosten sind gesondert zu planen, evtl. in Abstimmung mit dem Management, das hierfür unter Umständen eine gesonderte Unternehmensplanung veröffentlicht.

Ausgehend von den Umsätzen und den prognostizierten Aufwandspositionen errechnet sich das EBITDA des Unternehmens (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization), also das Ergebnis vor Zinsaufwand (oder -ertrag), Abschreibungen und Amortisationen sowie Steuern auf Einkommen und Ertrag. Beliebte wurde das EBITDA in den 1980er Jahren insbesondere bei Leveraged-Buyout-Investoren, die auf der Suche nach Kennzahlen für Unternehmen waren, die kurz vor der Insolvenz standen. Der zugrunde liegende Gedanke war, dass bei Unternehmen, für die keine signifikanten Investitionen anstanden, die nicht liquiditätswirksamen Abschreibungen und Amortisationen für eine Schuldentilgung zur Verfügung stehen würden. Daneben ist das EBITDA eine relativ einfach verständliche Kennzahl, die nicht durch unterschiedliche Abschreibungsmethoden und Steuersätze beeinflusst ist; dies macht sie für einen internationalen Bewertungsvergleich ideal. Erst während der Bewertungsblase des Neuen Marktes gegen Ende der 1990er Jahre wurde das Konzept des EBITDA auch auf weniger kapitalintensive Branchen ausgeweitet, einfach weil viele Unternehmen aufgrund ihrer kurzen Historie auf tiefer liegenden Ertragebenen keine positiven Werte erwirtschaften konnten. Da nun das EBITDA dazu verwendet wurde, einen Unternehmenswert abzuleiten, war nur ein kleiner Schritt zu gehen, diese Kennzahl zu manipulieren. Zu den beliebtesten Manipulationsmöglichkeiten zählt die Kapitalisierung bestimmter, eigentlich betrieblicher Aufwendungen, deren Abschreibungen nicht im EBITDA wiedergegeben werden, oder die Finanzierung von Vermögensgegenständen über Leasing. Darüber hinaus wird die Verwendung des EBITDA eine systematische Fehleinschätzung der tatsächlichen Ertragslage nach sich ziehen, wenn das Geschäftsmodell auf kapitalintensiven Investitionen oder auf externem Wachstum basiert. In beiden Fällen fallen die wesentlichen, die wahre Ertragslage determinierenden Aufwandspositionen erst unterhalb des EBITDA an.

Nach Abzug von Abschreibungen und Amortisationen ergibt sich das operative Ergebnis des Unternehmens, das EBIT (Earnings Before Interest and Taxes). Höhere Umsätze führen in der Regel nicht nur zu einem höheren Betriebsergebnis, auch relativ zu den Umsätzen kann sich das EBIT verbessern. Für diesen Margenanstieg sind so genannte Skaleneffekte (economies of scale) verantwortlich. Diese entstehen durch Fixkostendegression, also dadurch, dass sich Overhead-Kosten unterproportional zum Umsatz entwickeln und dass das eingesetzte Kapital effizienter genutzt wird. Allerdings steigen mit den Umsätzen in der Regel auch die Investitionen in das Working Capital an, da zusätzliche Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und Vorräte vorfinanziert werden müssen. Eine Working Capital-Quote von 20 % bedeutet zum Beispiel, dass 20 % der annualisierten Erlöse eines Unternehmens in Vorräten und Forderungen gebunden sind, die nicht von Lieferantenverbindlichkeiten gedeckt sind. Mit anderen Worten: Ein Fünftel der Jahreserlöse sind zu jedem beliebigen Zeitpunkt des Jahres als Kapital bereit zu stellen, um Zulieferer von Vorräten, Bestandsveränderungen und andere aktivierte Eigenleistungen zu bezahlen. Eine deutliche Umsatzausweitung ist damit häufig aus der Aufnahme von Fremdkapital zu refinanzieren. Vergleichbare belastende Auswirkungen auf die Liquiditätsposition des Unternehmens hat es, wenn ein Unternehmen an seine Kapazitätsgrenzen stößt, da dann Erweiterungsinvestitionen des Anlagevermögens durchzuführen sind.

Die Planung des Finanzergebnisses ist abhängig von der absoluten Höhe der Bruttoverschuldung und des Kassenbestands, den unterstellten Soll- und Habenzinssätzen und der Höhe der Erträge aus Beteiligungen. Das Zinsergebnis selbst ist eine Position, die von der operativen Entwicklung des Unternehmens zunächst unabhängig ist und von Cashflows und der Finanzpolitik eines Unternehmens beeinflusst wird. Insbesondere die Zinsaufwendungen sind mit der absoluten Höhe der Finanzverbindlichkeiten in Einklang zu bringen, wobei Jahresdurchschnittswerte anzusetzen sind. Da die Prognose der Beteiligungserträge eine vollständige Planung der einzelnen Beteiligungsunternehmen und deren erwarteter Ausschüttung zur Folge hätte, kommen aus Vereinfachungsgründen in der Regel Pauschalbeträge zur Anwendung.

Die Prognose der tatsächlichen Steuerquote ist für den Außenstehenden mit besonders hoher Unsicherheit verbunden. Bereits ein ausschließlich in Deutschland tätiges Unternehmen ist mehr als 50 verschiedenen Steuern ausgesetzt, die nicht allein anhand wissenschaftlicher Kriterien konzipiert worden sind. Für die Ermittlung der Steuerquote sind überdies Annahmen über die regionale Verteilung der Aktivitäten auf die verschiedenen Steuerjurisdiktionen zu treffen, über die jeweiligen nationalen Steuersätze und ihre Entwicklung, und über Steuerfreibeträge sowie Ausnahmeregelungen. Darüber hinaus kann die tatsächliche Steuerquote durch latente Steuern oder durch unterschiedliche Abschreibungsmethoden in Handels- und Steuerbilanz vom unternehmenstypischen Grenzsteuersatz abweichen. Zuletzt sind auch steuerliche Verlustvorträge zu berücksichtigen, die ebenfalls einen Wert erhöhenden Einfluss haben. Dass die Mehrheit der Steuern bereits in den anderen Aufwandspositionen berücksichtigt wurde – wie Beispiel die Kraftfahrzeugsteuer – oder einen durchlaufenden Posten darstellt – wie Beispiel die Umsatzsteuer – erleichtert die Arbeit, da man sich im weiteren Verlauf auf Ertragsteuern konzentrieren darf. All das sollte ein Indiz dafür sein, dass die Schätzung der Steuerquote nicht hinreichend möglich ist. Da ein Blick auf historische Steuerquoten hilfreich sein kann, aber nicht muss, ist es nicht überraschend, dass die Frage nach der erwarteten Steuerquote die am häufigsten gestellte Frage während der quartalsweise stattfindenden Conference Calls mit dem Finanzvorstand sein dürfte. Abgesehen von der Detailplanungsphase, in der die tatsächliche Steuerquote angesetzt werden kann, ist für die Bewertung zukünftiger Perioden allein die Grenzsteuerquote entscheidend. Diese liegt in Deutschland für die Körperschaftsteuer einschließlich Solidaritätszuschlag seit 2008 bei 15,825 %. Der durchschnittliche Hebesatz der Gewerbesteuer liegt aktuell bei etwa 430 %, was einem durchschnittlichen Gewerbesteuersatz von etwa 15,1 % gleichkommt. Die Gesamtbelastung von ausschließlich im Inland tätigen Unternehmen liegt damit bei rund 30,9 % des Vorsteuerergebnisses.

Für international tätige Unternehmen, die in vielen Ländern steuerliche Organschaften unterhalten, kann entweder eine durchschnittliche gewichtete (gewichtet anhand der in den jeweiligen Ländern erzielten operativen Vorsteuerergebnisse) Steuerquote ermittelt werden – was für den Bewerter einen beträchtlichen Zusatzaufwand darstellt –, oder vereinfachend davon ausgegangen werden, dass jeder im Ausland erwirtschaftete Euro früher oder später seinen Weg in das deutsche Steuersystem findet und spätestens dann mit dem inländischen Grenzsteuersatz von rund 31,0 % besteuert wird.

Aktiva	Vollständige Bilanz	Passiva	Aktiva	Ökonomische Bilanz	Passiva
Liquidität	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen		Working Capital	Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	Kurzfristige Finanzverbindlichkeiten			Langfristige Finanzverbindlichkeiten	
Vorräte	Langfristige Finanzverbindlichkeiten		Netto-Sachanlagevermögen	Eigenkapital	
Netto-Sachanlagevermögen	Eigenkapital				

Abb. 2.1 Traditionelle Bilanzstruktur vs. Ökonomische Bilanzstruktur

2.3 Einige Daumenregeln der Bilanzprognose

Vor einigen Jahrzehnten war die Prognose der Bilanz wesentlich wichtiger für die Unternehmensbewertung als die Prognose der Gewinn- und Verlustrechnung. Investoren mieden Aktien, die über ihren Buchwerten notierten, sie analysierten das finanzielle Leverage der Gesellschaft und achteten auf den Vermögensumschlag sowie diverse kurzfristige Solvenzkenzahlen. Der Schwerpunkt lag auf materiellen Vermögenswerten, insbesondere auf dem Sachanlagevermögen, also Gebäude und Maschinen, und der Entwicklung des Working Capital. Mit zunehmender Inflation, dem technischen Fortschritt, dem Aufkommen von Mergers & Aquisitions und immateriellen Vermögenswerten verlor die Bilanzanalyse immer stärker an Bedeutung. IP, also Intellectual Property, unterminiert die traditionelle Bilanzanalyse ebenso wie Goodwill nach Übernahmen (Abb. 2.1).

Erleichtert wird die Bilanzprognose dadurch, dass die Planungsannahmen der Gewinn- und Verlustrechnung deckungsgleich mit denen der Bilanz sein müssen. So weisen die meisten Unternehmen einen im Zeitablauf relativ stabilen Kapitalumschlag auf, so dass das Verhältnis aus Umsatz und Gesamtvermögen im Zeitablauf relativ konstant bleibt. Damit wird die Prognose des Anlage- und Umlaufvermögens sowie der Abschreibungen indirekt über die prognostizierten Umsätze vorgegeben. Mit anderen Worten: Die Höhe der zur Realisierung des geplanten Umsatzwachstums erforderlichen Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen unterscheidet sich letztendlich nur vom Reifegrad der Industrie: Reife Unternehmen müssen tendenziell weniger investieren als junge Unternehmen, die die Marktdurchdringung noch vor sich haben. Während sich das Working Capital – zumindest tendenziell! – im Einklang mit den Umsatzerlösen bewegt, verhält sich das Sachanlagevermögen ähnlich den fixen Kosten: Erst wenn eine bestimmte Kapazitätsauslastung nachhaltig überschritten ist, muss das Unternehmen neu in Sachanlagen investieren. In manchen Jahren haben Unternehmen daher hohe Investitionsbedürfnisse, etwa weil sie ein neues Produkt auf den Markt bringen, in anderen niedrige, etwa weil die Kapazitätsauslastung niedrig ist. Weiterhelfen kann ein Blick in die Vergangenheit, etwa um einen Eindruck über die durchschnittliche Investitionshöhe für den Zeitraum eines kompletten Zyklus zu bekommen.

Das buchhalterische Anlagevermögen ergibt sich aus den historischen Anschaffungskosten, die um die Minderungen aus dem Gebrauch der Anlagen korrigiert werden. Während diese Minderungen in der Theorie den anteiligen Verbrauch der Anlage widerspiegeln sollten, sind sie in der Praxis das Ergebnis einer Konvention: Den Abschreibungen. Den Unternehmen stehen unterschiedliche Abschreibungsmethoden offen, die in Steuer- und Handelsbilanz noch nicht einmal übereinstimmen müssen.

Zur Prognose der Sachanlageinvestitionen (Capex) ist eine Einschätzung über den Zustand des Anlagevermögens hilfreich. Zu diesem Zweck verwendet man zunächst folgende Beziehung:

$$\frac{\text{Buchwert des Anlagevermögens}}{\text{Anschaffungskosten}}. \quad (2.7)$$

Sämtliche hierfür erforderlichen Angaben sind im Anhang der Bilanz ersichtlich. Bei der Quote hat sich folgende Daumenregel bewährt: Eine niedrige Quote von unter 25 % ist ein Indiz dafür, dass das Anlagevermögen der Gesellschaft relativ veraltet sein könnte. Aufgrund niedriger Abschreibungen stellen sich die operativen Margen höher dar als sie dies bei gleichmäßiger Investitionspolitik wären. Dieser Zustand ist jedoch nicht von Dauer. Früher oder später liegen die Produktionskosten über denen der Wettbewerber mit einem modernen Maschinenpark, was hohe Ersatzinvestitionen nach sich zieht. Liegt die Quote dagegen über 75 %, hat das Unternehmen moderne Produktionskapazitäten und die Capex dürften im Zeitablauf zurückgehen.

Zur endgültigen Schätzung der Capex werden diese mit den Abschreibungen verglichen. Liegen die Capex über den Abschreibungen, werden Erweiterungsinvestitionen getätigt, die zu einer Ausweitung der Produktionskapazitäten führen. Der umgekehrte Fall führt zu einer sukzessiven Überalterung des Anlagevermögens, was die langfristige Existenz des Unternehmens aufs Spiel setzt. Gemessen wird dieses Verhältnis anhand des Substanzerhaltungsgrades, also

$$\text{Substanzerhaltungsgrad} = \frac{\text{Nettoanlageinvestitionen}}{\text{Abschreibungen}}. \quad (2.8)$$

Liegt der Substanzerhaltungsgrad dauerhaft über Eins – was angesichts tendenziell steigender Wiederbeschaffungskosten die Regel sein sollte –, steigen die Sachanlagekapazitäten im Zeitablauf an, was auf eine Wachstumsstrategie des Managements schließen lässt. Ist der Substanzerhaltungsgrad dagegen kleiner als Eins, insbesondere über einen längeren Zeitraum, so deutet dies auf einen Substanzverzehr hin. Allerdings könnte ein im Zeitablauf sinkender Substanzerhaltungsgrad auch auf Sale and Lease Back-Verfahren hindeuten oder auf eine Verschiebung der Produktpalette hin zu einem geringeren Anteil an kapitalintensiven Produkten. Genauere Angaben sind aus dem Geschäftsbericht zu entnehmen.

Eine weitere Methode, um die Investitionsbedürfnisse zu prognostizieren, besteht in der Höhe der Umsätze, die jeder investierte Euro planmäßig erwirtschaftet.

Durch Division der erwarteten Erlöse durch das bestehende Gesamtvermögen ergibt sich der Vermögensumschlag des Unternehmens (Asset Turnover ATO), also

$$ATO = \frac{\text{Umsatz}_t}{\text{Assets}_{t-1}} 100. \quad (2.9)$$

Bei einem erwarteten Umsatzwachstum von 100 Mio. € und einem durchschnittlichen Vermögensumschlag von 2,0 sind demzufolge Investitionen von 50 Mio. € erforderlich. Je niedriger der Vermögensumschlag ist, desto ineffizienter ist die Ausnutzung des investierten Kapitals. Ursachen für Ineffizienzen können Überkapazitäten in der Industrie oder Unterbrechungen in der Versorgung mit Rohstoffen sein. Je höher die Quote ist, desto niedriger sind die erforderlichen Investitionen, um eine zusätzliche Einheit an Erlösen zu generieren und desto höher ist die Profitabilität des Unternehmens.

Soll die Umsatzerwartung mit dem Kapitalbestand synchronisiert werden, muss man sich auch über die Zeitdauer im Klaren sein, die erforderlich ist, dass aus Investitionen Umsätze werden. In Formel (2.9) wird von einem mehr oder weniger simultanen Übergang der Investitionen in Umsätze ausgegangen, wie dies beispielsweise in der Softwareindustrie vorstellbar ist. In der Investitionsgüterindustrie besteht demgegenüber ein verzögerter Zusammenhang zwischen Investition und Umsatz. Beispielsweise kann es bei Stahlherstellern mehrere Jahre dauern, bis ein neu errichtetes Stahlwerk seine optimale Kapazitätsauslastung erreicht hat. In diesem Fall wäre (2.9) wie folgt umzuformen (mit der Anzahl n der Perioden bis zur vollständigen Kapazitätsauslastung):

$$ATO = \frac{\text{Umsatz}_t}{\text{Assets}_{t-n}} 100. \quad (2.10)$$

Bezüglich der angemessenen Investitionshöhe ist es sinnvoll zu prüfen, ob in der Vergangenheit erforderliche Investitionen unterlassen worden sind und ein so genannter Investitionsstau vorliegt. In diesem Fall ist die Investitionsquote in den Folgejahren tendenziell höher anzusetzen. Zudem mag es sinnvoll sein zu unterstellen, dass mit steigenden Erlösen das Sachanlagevermögen unterproportional steigen sollte, während die Umschlagshäufigkeit des kurzfristigen Vermögens verhältnismäßig konstant bleibt.

Nach dem Anlagevermögen steht das Umlaufvermögen im Vordergrund des analytischen Interesses. Der Anteil des Umlaufvermögens am Gesamtvermögen vermittelt einen Eindruck über die betriebliche Flexibilität des Unternehmens. Mit sinkender Fristigkeit des Vermögens steigen das Liquiditätspotenzial des Unternehmens und die Reaktionsfähigkeit des Managements auf Änderungen der Kapazitätsauslastung an, während sich umgekehrt der Fixkostenanteil und das leistungswirtschaftliche Risiko verringern. Die gängige Kennzahl zur Einschätzung des Umlaufvermögens ist das Working Capital. Dieses entspricht der Differenz der kurzfristig, also binnen eines Jahres liquidierbaren Aktiva eines Unternehmens und der kurzfristigen, nicht zinstragenden Passiva. Es handelt sich mithin um jene Bi-

lanzpositionen, die direkt mit dem operativen Geschäft verknüpft sind. Da es sich um stichtagsbezogene Größen handelt, sind sie nicht notwendigerweise repräsentativ für die dauerhaften Liquiditätsanforderungen an ein Unternehmen; in vielen Fällen ist eine quartalsweise Berechnung hilfreich. Üblicherweise wird das Working Capital anhand von drei Positionen berechnet, den Vorräten, den Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und den Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen, also

$$WC_t = \text{Vorr}_t + \text{FordLL}_t - \text{VerbLL}_t. \quad (2.11)$$

In der Regel nimmt das Working Capital positive Werte an, langfristig ist seine Veränderung meist an die Entwicklung der Umsätze gekoppelt. Im Falle eines Umsatzwachstums ist dementsprechend Eigenkapital erforderlich, um den gestiegenen Bedarf an Working Capital zu finanzieren. In seltenen Fällen ist das Working Capital negativ und die Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen übersteigen die Summe aus Vorräten und Forderungen aus Lieferungen und Leistungen: Je stärker dann die Umsätze steigen, desto mehr Kapital steht dem Management zu alternativen Zwecken zur Verfügung; das Umsatzwachstum würde sich quasi von selbst refinanzieren.

Working Capital setzt sich also zusammen aus Verkäufen, deren Bezahlung noch aussteht, aus unverkauften Produkten und aus noch nicht bezahlten Einkäufen. Veränderungen im Working Capital unterstreichen den Unterschied zwischen Ertrag und Cashflow: Steigen die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen im Jahresvergleich stärker an als die Umsätze, konnte das Unternehmen einen geringeren Liquiditätsbetrag vereinnahmen als dies durch die Umsatzentwicklung suggeriert wurde. Das Working Capital ist also derjenige Teil des Umlaufvermögens, der nicht durch kurzfristige Verbindlichkeiten finanziert wurde, sondern durch Eigenkapital. Steigt das Working Capital im Zeitablauf an, ist zusätzliches Kapital zu seiner Finanzierung erforderlich. Nicht allzu lange, denn bereits nach kurzer Zeit werden die Vorräte verbraucht, die Außenstände eingefordert, Zulieferer bezahlt. Die zur Finanzierung des Working Capital notwendigen liquiden Mittel werden also nach kurzer Zeit wieder freigesetzt. Dennoch ist das Working Capital nicht liquide, sondern stellt einen dauerhaft zu finanzierenden und damit illiquiden Vermögenswert dar. Denn selbst wenn die einzelnen Komponenten des Working Capital kurzfristiger Natur sind, müssen sie nach ihrem Verbrauch durch neue betriebliche Vermögenswerte ersetzt werden. Sogar in Geschäftsmodellen, die durch starke Saisonalitäten geprägt sind – also beispielsweise dem Einzelhandel – geht das Working Capital niemals auf null zurück; vielmehr kann in der Praxis beobachtet werden, dass die Maximalwerte des Working Capitals selbst bei sehr saisonalen Unternehmen nur etwa doppelt so hoch sind wie ihre Mindestwerte. Ein Unternehmen, das seine Aktiva nicht rechtzeitig in Cash umwandeln kann, kann also in Liquiditätsprobleme geraten, obwohl es sich in einem profitablen Wachstumsmodus befindet.

Auch wenn man aufgrund von Mindestlagerbeständen vermuten könnte, dass sich das Working Capital unterproportional zum Umsatz entwickeln sollte, zeigt die Realität allzu häufig das Gegenteil, ja nicht selten sogar ein unkontrolliertes Wachstum des Working Capitals im Zeitablauf. Ursächlich für derartige Ineffizienzen ist

häufig ein schwaches Unternehmenscontrolling. Auch die populäre Strategie einer vertikalen Vorwärts- und Rückwärtsintegration von Geschäftsbereichen erhöht zwar die Wertschöpfungstiefe eines Unternehmens, trägt aber auch zu einem überproportionalen Anstieg des Working Capitals bei. Schließlich dürfte auch die Aussage des Managements, neue Kundengruppen akquirieren zu wollen, einen überproportionalen Anstieg des Working Capitals zur Folge haben, da es naheliegend ist, dass Neukunden auch durch die Gewährung längerer Zahlungsziele angeworben werden. Interessanterweise wächst das Working Capital in der Anfangsphase einer Rezession weiter an, da kostensenkenden Maßnahmen in der Regel erst mit einer Verzögerung auf die Komponenten des Working Capitals einwirken können. Schnell wachsende Unternehmen, die sich zudem in Industrien bewegen, die von hohen Working Capital-Quoten charakterisiert sind – also zum Beispiel der Einzelhandel – haben dagegen in der Regel hohe absolute Working Capital-Zuwächse.

Für die Prognose des Working Capitals stehen mehrere Optionen offen. Zunächst könnte die absolute Veränderung des Working Capitals des Vorjahres fortgeschrieben werden. Für wachsende Unternehmen mag dies eine wenig adäquate Vorgehensweise sein, da sie rückläufige Working Capital-Quoten unterstellt. Alternativ könnte aus dem Working Capital eine Quote zum Umsatz berechnet werden, entweder indem ein aus mehreren Jahren abgeleiteter durchschnittlicher Prozentsatz zum Umsatz berechnet wird oder indem die Working Capital-Quote des Vorjahres in das Folgejahr fortgeschrieben wird. Setzt man das Working Capital ins Verhältnis zum Umsatzwachstum, ergibt sich daraus die inkrementelle Working Capital-Investitionsquote¹⁵:

$$\text{Inkrementelle WC-Quote} = \frac{\text{WC}_t}{\text{Umsat } z_t - \text{Umsat } z_{t-1}} 100. \quad (2.12)$$

Stabile Beziehungen der beteiligten Parameter vorausgesetzt folgt bei einer inkrementellen Working Capital-Quote von 20 %, dass für die Finanzierung eines Umsatzanstiegs von 100 Mio. € auf 150 Mio. € ein zusätzliches Working Capital von 10 Mio. € finanziert werden muss. Sind all diese Methoden nicht zielführend, etwa weil das Working Capital keinen erkennbaren Gesetzmäßigkeiten gehorcht und keine nachvollziehbaren Quoten gebildet werden können, kann auch eine durchschnittliche Working Capital-Quote aus vergleichbaren Unternehmen abgeleitet werden. In diesem Fall werden allerdings die unternehmensspezifischen Besonderheiten ausgeblendet.

Betrachtet man die Einzelteile des Working Capitals, so gelingt die Analyse der Umlaufintensität eines Unternehmens und die Prognose der Vorräte an Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen sowie der unfertigen Erzeugnisse am besten über die Kennzahl Days in Inventory (DII). Diese Kennzahl misst die Anzahl der Tage, in denen die Vorräte im Unternehmen gelagert werden, bevor sie im Produktionsprozess verkauft werden, also¹⁶

¹⁵ Vgl. Rappaport und Mauboussin (2001, S. 25 und 198 f.).

¹⁶ Vgl. zum Beispiel Berman et al. (2008, S. 149).

$$DII = \frac{\frac{\text{Vorräte}_t + \text{Vorräte}_{t-1}}{2}}{\frac{\text{Herstellungskosten}}{\text{Tag}}} \quad (2.13)$$

Im Zähler steht der durchschnittliche Vorratsbestand des Unternehmens, im Nenner die durchschnittlichen Herstellungskosten je Tag. Je geringer die Kennzahl ist, desto schneller „dreht“ ein Unternehmen seine Vorräte, je höher sie ist, desto länger dauert es, bis ein Unternehmen seinen Vorratsbestand auflösen kann. Ein steigender Umschlag der Vorräte, das heißt eine sinkende Umschlagsdauer, kann auf eine Verbesserung der Lagerhaltung zurückzuführen sein oder auf einen unerwarteten Engpass infolge von Lieferproblemen beim Hauptlieferanten. Entscheidend für die Auswertung der Kennzahl ist in jedem Fall der Trend: So kann ein dauerhafter Anstieg der DII Finanzierungsprobleme nach sich ziehen.

Die zweite Komponente des Working Capitals sind die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen. In der Regel führt ein Anstieg der Umsätze zunächst zu einem Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und erst danach zu einem entsprechenden Liquiditätszufluss. In Abhängigkeit von der Verhandlungsmacht der beiden Vertragsparteien, der Fälligkeitsstruktur der Forderungen, der Zahlungsmoral der Kunden und der Qualität des innerbetrieblichen Mahnwesens ergeben sich unterschiedlich hohe Forderungsbestände. Zur Prognose der Forderungen ist eine Kennzahl hilfreich, die Debitorentage, hierzulande besser bekannt unter dem Anglizismus Days of Sales Outstanding DSO. Diese ergeben sich aus folgender Formel:

$$DSO = \frac{\frac{\text{FordLL}_t + \text{FordLL}_{t-1}}{2}}{\frac{\text{Bruttoumsätze}_t}{\text{Tag}}} \quad (2.14)$$

Die DSO errechnen sich also aus dem durchschnittlichen Bestand an Forderungen aus Lieferungen und Leistungen einer Periode, dividiert durch die während dieser Periode erwirtschafteten Tagesumsätze. Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sind normalerweise unkritisch, zum Problem werden sie erst, nachdem ein Schuldner zahlungsunfähig geworden ist. Als Effizienzkennzahl im klassischen Sinne bedeuten steigende DSO entweder, dass längere Zahlungsziele vereinbart wurden, etwa zu Zwecken der Kundenwerbung, dass Kunden Zahlungsschwierigkeiten haben oder dass sich ihre allgemeine Zahlungsmoral verschlechtert hat. Auch im konjunkturellen Abschwung können sich die Zahlungsmodalitäten der Abnehmer tendenziell verlängern. Dies hat einen Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zur Folge und damit einen Anstieg des Working Capitals. Hilfreich sind die DSO insbesondere, um das so genannte Channel Stuffing zu identifizieren, also ein Verkauf von Waren und Dienstleistungen an Kunden, ohne dass diese sie unmittelbar bezahlen müssen.

Im Anschluss an die Mittelverwendung betrachtet man die Passivseite der Bilanz. Zwei Komponenten des Eigenkapitals bleiben während des Prognosehorizonts konstant: Das Grundkapital und die Kapitalrücklagen. Werden Kapitalerhöhungen

nicht explizit kurzfristig angekündigt, ist das Unternehmenswachstum ausschließlich über eine Erhöhung des Verschuldungsgrades oder den thesaurierten Periodenerfolg zu finanzieren. Eine Veränderung des Bilanzgewinns ergibt sich unmittelbar aus dem thesaurierten Nettoergebnis der Periode:

$$BG_t = BG_{t-1} + \text{NetInc}_t - \text{DivSum}_t. \quad (2.15)$$

Langfristige Rückstellungen bestehen im Wesentlichen aus Pensionsrückstellungen. Ihre Prognose ist von der erwarteten Zahl an Mitarbeitern abhängig und ist demzufolge mit den Personalaufwendungen korreliert. Kurzfristige Rückstellungen, also überwiegend Steuer- und Gewährleistungsrückstellungen, im geringeren Maße auch Urlaubs- und Prozesskostenrückstellungen, bilden die kurzfristig auf das Unternehmen zukommenden finanziellen Risiken ab, deren Höhe und Eintrittszeitpunkt ungewiss sind.

Zwei Solvenzkenzzahlen sollten bei der Bestimmung der Bilanz grundsätzlich im Auge behalten werden. Zum einen das (dynamische) Leverage, gemessen durch die Debt-to-EBITDA-Quote

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Debt}}{\text{EBITDA}}, \quad (2.16)$$

oder, häufiger noch, durch die Net Debt-to-EBITDA-Quote

$$\text{Leverage} = \frac{\text{NetDebt}}{\text{EBITDA}}, \quad (2.17)$$

und zum anderen das Gearing

$$\text{Gearing} = \frac{\text{NetDebt}}{\text{EK}}, \quad (2.18)$$

das vereinzelt auch als Quotient aus Gesamtverschuldung zu Eigenkapital angegeben wird. Daneben gibt es eine ganze Reihe von Finanzkennzahlen, die vornehmlich in der Kreditanalyse verwendet werden. Die wohl bekannteste davon ist die Current Ratio:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Kurzfristiges Vermögen}}{\text{Kurzfristige Verbindlichkeiten}}. \quad (2.19)$$

„Kurzfristig“ entspricht hierbei einer Fälligkeit von weniger als einem Jahr. Die Current Ratio gibt an, ob die Vermögenswerte, die innerhalb eines Jahres in Liquidität umgewandelt werden, ausreichen, um die Verbindlichkeiten zurückzuführen, die innerhalb eines Jahres fällig werden. Ein Wert von größer als Eins bedeutet, dass es für die Gläubiger des Unternehmens eine Sicherheitsmarge bei der Liquidierung

der Vermögenswerte gibt. Bezogen auf die langfristigen Aktiv- und Passivwerte bedeutet eine Current Ratio von mehr als Eins, dass für Vermögenswerte, die in mehr als einem Jahr refinanziert werden müssen, in ausreichendem Maße Mittel zur Verfügung stehen. Ist die Current Ratio dagegen kleiner als Eins, wurden langfristige Vermögenswerte zumindest zum Teil auch durch kurzfristige Verbindlichkeiten oder durch ein negatives Working Capital refinanziert.

Eine Abwandlung der Current Ratio ist die Quick Ratio bzw. der Liquiditätsgrad 2. Grades, aus der geldfernere Vermögensbestandteile ausgeklammert werden, zum Beispiel Vorräte. Der zugrundeliegende Gedanke ist, dass ein bestimmter Teil der Vorräte für den Betrieb des Unternehmens notwendig ist und dementsprechend nicht verkauft werden kann. Vorräte werden demnach als Teil des langfristigen Vermögens angesehen, nicht des kurzfristigen:

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Kurzfristiges Vermögen} - \text{Vorräte}}{\text{Kurzfristige Verbindlichkeiten}} \quad (2.20)$$

bzw.

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Liquide Mittel} + \text{Wertpapiere} + \text{Kurzfristige Forderungen}}{\text{Kurzfristige Verbindlichkeiten}} \quad (2.21)$$

Die Cash Ratio, auch Liquiditätsgrad 1. Grades, die die Barliquidität eines Unternehmens misst, komplettiert das Dreigestirn:

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Cash Equivalents}}{\text{Kurzfristige Verbindlichkeiten}} \quad (2.22)$$

Liquiditätsgrade sind ein Maß dafür, in welchem Umfang ein Unternehmen in der Lage ist, seinen Zahlungsverpflichtungen fristgerecht nachzukommen. Zur Deckung der imminenden Zahlungsverpflichtungen wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur vorgegeben, welche Größen sie einzunehmen haben. So wird zum Beispiel angegeben, dass die Current Ratio größer als Eins sein sollte, damit nicht Teile des Anlagevermögens zur Deckung der kurzfristigen Zahlungsverpflichtungen verkauft werden müssen. Kritische Grenzwerte sind jedoch von der beobachteten Industrie abhängig. Ob die Vermögenswerte zu jedem Zeitpunkt, insbesondere zum Zeitpunkt der Insolvenz, ausreichen, die Zahlungsverpflichtungen eines Unternehmens zu befriedigen, ist für einen Aktionär jedoch von untergeordnetem Interesse. Nicht, dass Liquidität und Zahlungsfähigkeit unwichtig wären, aber ist der Going Concern eines Unternehmens in Frage gestellt, ist der Wert einer Aktie ohnehin kaum noch über Fundamentaldaten zu ermitteln.

Wurden Aktiv- und Passivseite entsprechend geplant, ergibt sich als Residualgröße der Kassenbestand des Unternehmens. Das gleiche Ergebnis erhält man, wenn aus der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz die Kapitalflussrechnung, auch Cashflow-Statement genannt, abgeleitet wird.

2.4 Die Bereinigung von Einmaleffekten: Manipulationen erkennen

Wie profitabel ist eine Gesellschaft? Welche Werte konnten in der Vergangenheit geschaffen werden? Welcher Kapitaleinsatz war hierfür erforderlich? Und mit welchem Risiko wurden diese erzielt? Dies sind fundamentale Ausgangsfragen einer Bewertung, für die die Unternehmensplanung die Grundlage bildet. Schließlich herrscht an den Kapitalmärkten weitgehend Konsens darüber, dass der Wert eines Unternehmens von den zukünftig erzielten Cashflows abhängig ist. Betrachtet man die Erträge als eine Näherungsgröße für Cashflows, folgt daraus, dass der Preis, den ein Investor heute für eine Aktie zu zahlen bereit ist, eine Funktion von zukünftig erzielbaren, wiederkehrenden Erträgen ist. Für nicht-wiederkehrende Erträge gilt dies nicht. Sie werden nicht als Teil des zukünftigen Unternehmenswertes angesehen, von ihnen sind demzufolge die wiederkehrenden Erträge zu bereinigen.

Studenten und Berufsanfänger im Feld der Unternehmensanalyse und -bewertung betrachten den Jahresabschluss eines Unternehmens häufig als einen absoluten Wert. Schließlich wurde er von einem (unter Umständen weltweit tätigen und) staatlich vereidigten Wirtschaftsprüfer erstellt, von einer Reihe hochqualifizierter Finanzbuchhalter geprüft und bei den Steuerbehörden oder der BaFin eingereicht und akzeptiert. Dass sich Jahresabschlüsse verschiedener Unternehmen bis aufs Haar gleichen, trägt den Anspruch wissenschaftlicher Exaktheit noch eine Ebene weiter: In Gewinn- und Verlustrechnung und Bilanz tauchen unternehmensübergreifend dieselben Begriffe auf und als Fundament des Cashflow-Statements formen sie ein integriertes Gesamtbild.

Diese numerische Exaktheit erhält erste Risse, wenn man sich vergegenwärtigt, dass viele buchhalterische Angaben nicht auf tatsächlichen Transaktionen basieren, sondern auf einer subjektiven Schätzung des Managements oder des Wirtschaftsprüfers. Im Idealfall repräsentieren diese Schätzungen eine solide mathematische Interpretation der aktuellen finanziellen Situation des Unternehmens. Ein typisches Beispiel für die Auswirkungen der subjektiven Einschätzung stellen die Buchwerte des Sachanlagevermögens dar, zum Beispiel einer Maschine. Der Kaufpreis der Maschine hat umso weniger mit dem aktuellen Wert gemeinsam, je älter die Maschine ist. Der Wiederbeschaffungswert ist von geringem Nutzen, wenn das Unternehmen nicht beabsichtigt, diese Maschine auf absehbare Zeit erneut zu erwerben, ebenso der erzielbare Verkaufserlös, sofern von einem Going Concern ausgegangen und ein Verkauf nicht in Betracht gezogen wird. Die tatsächliche Ertragskraft des Unternehmens bleibt auf der Strecke, und weil geschickte Finanzvorstände meist gleich mehrere dispositive Positionen zusammenpacken bleibt dem Außenstehenden auch die Bedeutung jeder einzelnen Position unklar.

Wäre es in den Geschäftsberichten der Unternehmen unmittelbar ersichtlich, ob und in welcher Höhe Einmaleffekte aufgetreten sind, indem sie zum Beispiel als außerordentlich, ungewöhnlich oder nicht periodengerecht gekennzeichnet wurden, wäre die Anpassung trivial und rasch beendet. Man würde sie einfach aus dem Spreadsheet tilgen und mit den bereinigten Größen weiterarbeiten. Leider sind in

Unternehmen höchst kreative Menschen beschäftigt, die ihrerseits versuchen, die Einmaleffekte zu verschleiern, so dass deren Identifikation für den Außenstehenden nicht immer einfach ist. Schnell sollte sich der Leser daher von dem Gedanken verabschieden, der Jahresabschluss einer Gesellschaft wäre mehr als ein Marketinginstrument. Dies allein schon deshalb, weil die heute gängigen Buchhaltungsvorschriften für Unternehmen des Industriezeitalters entwickelt worden sind, nicht für Unternehmen des Informationszeitalters. Immaterielle Wirtschaftsgüter haben bei Industrieunternehmen vor 40, 50 Jahren keine Rolle gespielt, bei Software- oder Internetwerten ist dies heute anders. Selbiges gilt für operatives Leasing. Darüber hinaus interessieren auch Elemente, die der Jahresabschluss gar nicht beantworten kann. Wer sind die Gläubiger der Gesellschaft? Wer sind die Eigentümer der Minderheiten? Gibt es inoffizielle Verbindungen zu außenstehenden Dritten? Sind die Konditionen marktgerecht? Und wie ist zum Beispiel mit Unternehmen zu verfahren, die in regelmäßigen Abständen die Restrukturierung ihres Unternehmens bekannt geben? Wenn ein Unternehmen über einen längeren Zeitraum regelmäßig nennenswerte Beträge für Personalabbau oder Umorganisationen zurückstellen muss, kann dies kaum als außerordentlich oder einmalig betrachtet werden. Andere Unternehmen, bevorzugt Large Caps, erwirtschaften jahrein, jahraus signifikante Erträge aus dem Verkauf von Immobilien, obwohl sie sich selbst nicht als Immobilienbestandshalter deklarieren würden. Sind derartige Tatbestände überhaupt bereinigungsfähig?

Unglücklicherweise gibt es unter HGB, IFRS oder US-GAAP darüber hinaus eine Reihe von Gestaltungsspielräumen und Einmaleffekten, die die Berechnung des Bilanzgewinns oder anderer aus dem Jahresabschluss entnommener Daten nicht frei von einer gewissen Bewertungswillkür erscheinen lassen. Angesichts der vielfältigen Bewertungsspielräume ist es kein Wunder, dass Finanzvorstände zuweilen der Versuchung erliegen, irreführende Kennzahlen zu veröffentlichen, die das Unternehmen in einem besseren Licht erscheinen lassen als dies sonst der Fall wäre. In anderen Fällen, etwa zur Vermeidung von Steuerzahlungen oder um sich einen Ertragspuffer für die Folgejahre zu verschaffen, wird die Ertragslage eines börsennotierten Unternehmens schlechter dargestellt. Derartige Effekte, gleich ob die Ertragslage begünstigend oder belastend, müssen in einer seriösen Unternehmensbewertung ausgeblendet werden, da sie langfristig ohne Bedeutung sind.

Es ist üblich, Bereinigungstatbestände in zwei Gruppen zu klassifizieren, nämlich in

- Sondereinflüsse aus ungewöhnlichen oder einmaligen Begebenheiten, die nicht aus der nachhaltigen Geschäftstätigkeit des Unternehmens stammen, also insbesondere neutrale Aufwendungen und Erträge wie zum Beispiel Kauf oder Verkauf von Unternehmensbestandteilen (Discontinued Operations) oder Aufwendungen im Zusammenhang mit der Börseneinführung, und in
- Sondereinflüsse aus der dispositiven Ausnutzung von bilanzpolitischen Bewertungsspielräumen, im angelsächsischen Sprachraum euphemistisch als „Creative Accounting“ bezeichnet, und Ansatzwahlrechten wie zum Beispiel steuerlich nicht anerkannte Rückstellungen oder spezielle Sonderabschreibungen.

Grundsätzlich gilt folgende Regel: Einmaleffekte, die ihrem eigentlichen Wortsinn entsprechend einmalig sind, werden vollumfänglich bereinigt. Einmaleffekte, die regelmäßig wiederkehren, bleiben mit ihrem annualisierten Wert erhalten. Ungeöhnliche Effekte, deren Höhe nicht vorhersehbar ist, bleiben unberücksichtigt, es erfolgt keine Anpassung. Unberücksichtigt sollten insbesondere Währungsgewinne oder -verluste bleiben, obwohl gerade sie regelmäßig von Unternehmen als bereinigungswürdiger Tatbestand klassifiziert werden. Währungen gelten als klassische Vertreter einer Random Walk, die nicht zu prognostizieren sind. Währungsgewinne des einen Jahres werden schnell im darauffolgenden zu Währungsverlusten – und umgekehrt. Am besten also, sie werden bei der Unternehmensbewertung ignoriert.

Die Gewinn- und Verlustrechnung beginnt mit den Umsatzerlösen und schon diese können Quelle der Manipulation sein. Zu den schwieriger zu identifizierenden Beeinflussungen der Umsatzentwicklung zählt die Vorwegnahme zukünftiger Erlösströme, das so genannte Frontend-Loading¹⁷. Das Frontend-Loading führt zu einer überzogenen Darstellung der laufenden Erträge und Profitabilitätskennzahlen und zum Ausweis eines überhöhten Buchwertes. Ein Extremfall für Frontend-Loading war sicherlich Xerox, die im Jahre 2002 Falschbuchungen in Höhe von 6,4 Mrd. \$ einräumen musste, die auf vorgezogene Umsätze bei Leasinggeschäften zurückzuführen waren. Kein Wunder, dass Frontend-Loading ein Liquiditätsrisiko zur Folge haben kann, etwa weil der Kunde seine Rechnungen infolge Insolvenz o. ä. nicht begleicht und Forderungen uneinbringbar werden. Insbesondere in Zeiten der Rezession können derartige Lieferforderungen, die zudem häufig ohne Rückgriffsmöglichkeiten ausgestattet sind, liquiditätsbedrohliche Ausmaße annehmen. Einer Analyse des Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO) zufolge spielt¹⁸ die vorzeitige oder erfundene Verbuchung von Umsätzen in mehr als der Hälfte aller Insolvenzen die entscheidende Rolle. Allerdings muss mit Bedauern festgestellt werden, dass derartige Umsatzmanipulationen für einen Außenstehenden nur in den seltensten Fällen auszumachen sind.

Bei Umsatzmanipulationen, die auf eine Verlängerung von Zahlungszielen zurückzuführen sind, besteht die Gefahr, dass sie aufgrund einer Zahlungsunfähigkeit der Kunden im Zeitablauf an Werthaltigkeit verlieren. Der Verkauf an Kunden mit schlechter Bonität ist eine überaus kurzsichtige Strategie: Langfristig ist die Ertragslage durch Abschreibungen auf Forderungen gefährdet. Auch das so genannte Channel Stuffing zählt zu den kurzfristigen Methoden der Umsatzmanipulation. Hierbei „zwingt“ ein Unternehmen seinem Distributor mehr Produkte auf, als dieser im folgenden Quartal verkaufen kann. Eine potenzielle Gefahrenquelle für Umsatzmanipulation ergibt sich aus der Percentage of completion-Methode. Anlagenbauer oder Immobilienentwickler sind unter Umständen Jahre mit einem einzigen Auftrag beschäftigt. Um zu vermeiden, dass dieser in voller Höhe mit der Übergabe umsatzwirksam wird, werden die Umsätze nach dem jeweiligen Fertigstellungsgrad verbucht. Da das Management den tatsächlichen Fertigstellungsgrad besser kennt als der Wirtschaftsprüfer, besteht die Gefahr, dass ein Auftrag zu 70 % verbucht

¹⁷ Vgl. ausführlich das höchst lesenswerte Buch von Schilit (2010).

¹⁸ Vgl. The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (1999, S. 6).

wird, obwohl er tatsächlich erst zu 60 % abgearbeitet worden ist. Die Umsätze sind damit größer als bei einem Vergleichsunternehmen, das die Erlöse periodisch verteilt. Ein Maß, um die Höhe der Vorwegnahme zu berechnen, sind die so genannten Cash-Umsätze. Sie berechnen sich wie folgt:

$$\text{Cash Sales} = \frac{\text{Umsatz}_t - \Delta \text{FordLL} - \Delta \text{Kundenanzahlungen}}{\text{Umsatz}_t} \quad (2.23)$$

Eine Daumenregel besagt, dass es ein gutes Indiz für Frontend-Loading ist, wenn die Cash-Umsätze stetig unter dem Wert von 0,7 liegen¹⁹. Für eine Prognose der zukünftigen Erlöse mag es in diesen Fällen ratsam sein, die Ist-Daten entsprechend anzupassen.

Bestandserhöhungen betreffen grundsätzlich fertige und unfertige Erzeugnisse. Sie erhöhen zwar die Gesamtleistung und verbessern damit die Ertragslage eines Unternehmens, sind aber unter Umständen auf nicht absetzbare Produkte zurückzuführen. Womöglich war der Anstieg des Umlaufvermögens nur auf eine Änderung der bilanziellen Bewertungsmethoden zurückzuführen. Unternehmen, die an einer besseren Darstellung der Ertragslage interessiert sind, werden die Bestände zu Vollkosten, gegebenenfalls unter Einbeziehung von Fremdkapitalzinsen, bilanzieren. Hierüber sind Aktionäre theoretisch im Anhang des Geschäftsberichts zu informieren, in der Praxis wird dieser Verpflichtung allerdings oft nur unzureichend nachgekommen²⁰. Während die Bestandsveränderungen aus dem Umlaufvermögen stammen, betreffen andere aktivierte Eigenleistungen das Anlagevermögen, insbesondere selbst hergestellte Fertigerzeugnisse, die im Unternehmen genutzt werden können. Auch sie verbessern die Ertragslage des Unternehmens, können aber auf nicht abgesetzte Produkte zurückzuführen sein. Damit wird eine Verbesserung der Ertragslage vorgetäuscht, die operativ nicht gegeben ist.

Zu den potentiell problembehafteten Bilanzpositionen zählen die sonstigen betrieblichen Erträge. Bei ihnen handelt es sich um eine Sammelposition unterschiedlichster Herkunft. Darin werden auf der einen Seite dauerhafte Einnahmen erfasst, die nicht aus dem eigentlichen Geschäftszweck des Unternehmens stammen; Beispiele sind Mieteinnahmen, Kantinenerträge oder Währungsgewinne. Ihr Ausmaß ist häufig vernachlässigbar und für die Unternehmensbewertung unproblematisch. Auf der anderen Seite sind in ihnen auch Einmaleffekte enthalten, die unter Umständen beträchtliche Ausmaße annehmen können. Hierzu zählen u. a. Buchgewinne aus dem Verkauf von Anlagevermögen, Erträge aus der Neubewertung von Immobilien oder Erträge aus der Auflösung negativer Unterschiedsbeträge aus der Kapitalkonsolidierung, die so genannten Erträge aus Bargain Purchase. Sie als „sonstig“ zu bezeichnen, ist nicht selten verharmlosend, in jedem Fall irreführend, zumal ihr Betrag beträchtlich sein kann: Bei Arques Industries, einer auf den Erwerb von notleidenden Gesellschaften spezialisierten Beteiligungsgesellschaft, lagen die Erträge aus Bargain Purchase im Geschäftsjahr 2007 bei knapp 80 % des EBITDA. Oftmals

¹⁹ Vgl. Ferris und Pettitt (2002, S. 146).

²⁰ Vgl. für eine empirische Analyse Ballwieser und Häger (1991); vgl. auch Ballwieser (2007).

handelt es sich also beim sonstigen betrieblichen Ergebnis um überaus heterogene Einmaleffekte, die aus der Ertragsanalyse herauszurechnen sind. In besonderem Maße „betrieblich“ sind diese Erträge damit nicht, schon gar nicht operativ.

Einen mit Frontend-Loading vergleichbaren Effekt auf die Ertragslage hat die Kapitalisierung von Kosten. In völligem Einklang mit international akzeptierten Rechnungslegungsvorschriften ist es den Unternehmen gestattet, bestimmte Aufwandspositionen zu aktivieren und über die Folgeperioden abzuschreiben. Ein populäres Beispiel hierfür sind F&E-Aufwendungen, die insbesondere in der Pharma- und Biotechnologieindustrie aktiviert werden. Kann ihre Aktivierung noch halbwegs nachvollzogen werden, sind es die Gepflogenheiten anderer Unternehmen nicht. Zu nennen sind zum Beispiel Werbe- und Promotionsaufwendungen oder Vertriebsgebühren in der Medienindustrie. Eine derartige Vorgehensweise impliziert eine aggressive Interpretation der Rechnungslegungsspielräume, zumal nachgerade die genannten Aufwandspositionen mit Erlösströmen korreliert sein sollen, die in höchstem Maße riskant und demzufolge kaum zu prognostizieren sind. Mit anderen Worten: Es gibt keine Gewähr, dass die zukünftig zu erzielenden Erlöse in der vermuteten Höhe anfallen werden, unter Umständen fallen überhaupt keine Erlöse an. Darüber hinaus betreffen Werbeaufwendungen in aller Regel nur die Erlöse der laufenden Periode, so dass eine Aktivierung ausschließlich eine Verringerung der Kosten in den anschließenden Perioden zur Folge hat. Impairments dürften bei einer derartigen Aufwandsaktivierung also kaum zu vermeiden sein.

Abschreibungen sind häufig Thema diskretionärer Managemententscheidungen. In den letzten Jahren haben Vorstände in zunehmendem Maße regelmäßige Aufwandspositionen zu Gunsten einmaliger Abschreibungen zurückgestellt. Der Abschreibungszeitraum wird unter- und die Höhe des Goodwills überschätzt, Investitionen in Forschung und Entwicklung werden von manchen Unternehmen kapitalisiert und nicht aufgewendet, in anderen nicht. Der Gipfel an Chuzpe ist erreicht, wenn die Buchwerte von Beteiligungen soweit abgeschrieben werden, dass bei einem späteren Verkauf Buchgewinne erwirtschaftet werden können, die dann vom Management als Wertsteigerung und Beweis ihrer erfolgreichen Investitionspolitik vermarktet werden.

Neben diesen zu bereinigenden Faktoren gibt es eine Reihe von Fragen, die sich ein Investor bei der Analyse der Geschäftszahlen stellen sollte.

- Sind einmalige Bereinigungsfaktoren tatsächlich immer einmalig? Es gibt eine Reihe von Unternehmen, die jahrein jahraus ihre Gewinnverfählungen mit Einmaleffekten rechtfertigen. Mal sind es unerwartete Währungsverluste, mal ein insolventer Großkunde, mal ist ein verlustträchtiger Unternehmensbereich zu restrukturieren, die Gründe sind vielfältig. Es kann sich in der Tat um eine Pechsträhne handeln, es kann aber auch der Versuch des Managements sein, im Grunde betriebliche Ereignisse in die Sphäre des Außerordentlichen zu verorten. In unregelmäßigen Abständen gesteht das Management operative Fehler ein und weil man die letzten Jahresberichte schlecht korrigieren kann, wird mit Zustimmung des Wirtschaftsprüfers einfach der laufende Abschluss um die Sünden aller Vorjahre bereinigt.

- Ist das Unternehmen besonders kreativ im Erfinden neuer Ertragskennzahlen? Populäres Beispiel während der Internetblase war zum Beispiel die Kennzahl EBITDAR, ein Akronym für Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, Amortization and Restructuring, wobei R je nach Intention auch für „Rent“, also Miete, stehen könnte. Noch weniger aussagekräftig ist EBITDARM, der Abkürzung von Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, Amortization, Restructuring and Management Fees, EBITDAX, das für Öl- oder Mienengesellschaften die Explorationskosten außer Acht lässt, oder EBTIDASO, bei dem die Aufwendungen für Stock Options berücksichtigt werden. Angelsächsische Analysten haben inzwischen den Begriff EBBS geprägt, Earnings Before Bad Stuff, und man fragt sich bei diesen Wortschöpfungen allen Ernstes, wann wohl ein Unternehmen erstmals das Konzept des EBAC vorstellen wird, die Earnings Before All Costs.
- Sind bestimmte betriebliche Aufwendungen im Zeitablauf besonders volatil? Üblicherweise schwanken die Aufwandsquoten im Zeitablauf in relativ engen Grenzen, zudem bewegen sie häufig sich in Trends. Kommt es hierbei zu häufigen Trendumkehrungen, ist das ein Indiz dafür, dass in den Aufwendungen nicht-betriebliche Faktoren enthalten sind. Diese sollten in einer tiefergehenden Untersuchung analysiert werden.
- Gelingt es dem Unternehmen – im Gegensatz zu allen Wettbewerbern – über einen ungewöhnlich langen Zeitraum, die Margen kontinuierlich zu steigern? Auf den ersten Blick liefern steigende Margen nur wenig Grund zur Sorge, da sie Zeichen einer guten Marktstellung und einer höheren Produktqualität sind, eines ambitionierten Managements, hoher Markteintrittsbarrieren oder einer geringen Wettbewerbsintensität. Vielfach sind sie Ausdruck von Skaleneffekten, denn je größer ein Unternehmen wird, desto niedriger wird tendenziell sein operatives Leverage. Nichtsdestotrotz ist auch das beste Unternehmen der Welt natürlichen Profitabilitätsgrenzen ausgesetzt. Zu hinterfragen sind daher die Quellen des Wachstums. Vor allem für die Erreichung der kurzfristigen Management-Guidance steht dem Vorstand eine Vielzahl von Quellen offen, die möglicherweise langfristig das Unternehmenswachstum gefährden. So kann bei forschungsintensiven Unternehmen die F&E-Quote zurückgefahren werden, oder bei werbeintensiven Unternehmen die Werbeaufwandsquote, ohne dass dies für einen Außenstehenden unmittelbar ersichtlich wird.
- Befindet sich das Unternehmen auf einem externen Wachstumspfad und wenn ja, kommt es nach Übernahmen regelmäßig zu Gewinnwarnungen? Das kann ein Indiz dafür sein, dass das Unternehmen zu hohe Kaufpreise bezahlt. Mindestens genauso ungewöhnlich ist es, wenn ein Unternehmen unmittelbar nach einer Übernahme seine Management-Guidance nach oben nimmt. Denn in aller Regel zahlen sich Übernahmen erst langfristig aus.
- Weitere Warnlampen sollten aufleuchten, wenn sich die Qualität der Buchhaltung im Zeitablauf verschlechtert: Regelmäßige Veränderungen in der Segmentberichterstattung, häufige Umstrukturierungen von Unternehmensteilen, die Ausnutzung buchhalterischer Spielräume und eine mangelnde Diskussion der Risikofaktoren sind ein Indiz dafür, dass sich ein Unternehmen noch nicht gefun-

den hat²¹. Auch die wiederholte Umbenennung des Unternehmens oder einzelner Geschäftsbereiche fällt in diese Kategorie, einfach weil Unternehmen, die sich nur mit sich selbst auseinandersetzen, wenig Zeit bleibt zur Evaluierung strategischer Entscheidungsalternativen.

- Erstaunlich ist, dass selbst die Verbindlichkeiten eines Unternehmens Bestandteil der Manipulationen sein können. So wurde unlängst bewiesen, dass die größten Banken der USA jeweils kurz vor Quartalsende ihre Verbindlichkeiten um durchschnittlich 42 % gesenkt haben. Gegen Mitte des darauffolgenden Quartals wurden die Verbindlichkeiten dann wieder aufgefüllt²².

²¹ Vgl. auch Frederickson und Miller (2004).

²² Vgl. Kelly et al. (2010).

Aktien richtig bewerten

Theoretische Grundlagen praktisch erklärt

Hasler, P.T.

2011, XX, 484 S. 36 Abb., 2 Abb. in Farbe., Hardcover

ISBN: 978-3-642-21169-0