

Vorwort

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

⁵ Vgl. Jonas M (2009).

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

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

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

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

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

München
im August 2011

Peter Thilo Hasler

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