



# ARBEITSPAPIERE DER NORDAKADEMIE

ISSN 1860-0360

Nr. 2009-08

## Unternehmensbewertungen in der (Finanz-)Krise?

Prof. Dr. Ralf Kesten

November 2009

Eine elektronische Version dieses Arbeitspapiers ist verfügbar unter:  
<http://www.nordakademie.de/arbeitspapier.html>



Köllner Chaussee 11  
25337 Elmshorn  
<http://www.nordakademie.de>

## **Unternehmensbewertungen in der (Finanz-) Krise?**

von Prof. Dr. Ralf Kesten

NORDAKADEMIE, Köllner Chaussee 11, 25337 Elmshorn,  
ralf.kestens@nordakademie.de

### **1 Problemstellung**

Unternehmensberater, wertorientierte Controller, Steuer- und Wirtschaftsprüfer sind in der Praxis für vielfältige Bewertungsaufgaben verantwortlich. So führen diese bspw. Bewertungen rund um die Bestandsentwicklung von Halb- und Fertigfabrikaten durch, schätzen die Wirtschaftlichkeit von Investitionsprojekten ein bis hin zur Bewertung von Unternehmensbereichen im Sinne von subjektiven Preisgrenzenermittlungen aus Käufer- oder Verkäufersicht. Die drei herausgegriffenen Beispiele unterscheiden sich durch den „Grad der Ergebnisunsicherheit“: So weist eine Bestandsbewertung eine deutlich geringere Komplexität und Subjektivität auf als eine Unternehmensbewertung. Gerade letztere ist aufgrund der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise massiv in Verruf geraten und damit auch jene Berufsstände, die sich auf Fragen der Unternehmensbewertung spezialisiert haben.

Wenn selbst Finanzvorstände und Forschungsinstitute keine Prognosen mehr wagen wollen, wenn (Leit-)Zinssätze, die einen Bestandteil des Diskontierungszinssatzes im Rahmen der Discounted Cash Flow-Bewertung von Projekten, Units oder Unternehmensgruppen darstellen, nahe null Prozent liegen, Betafaktoren für das weit in der Bewertungspraxis verankerte Capital Asset Pricing Model (CAPM) in den letzten 18 Monaten Purzelbäume schlagen, schwindet in der Praxis bei manchem Manager der Glaube an die Sinnhaftigkeit, langfristige Cash Flow-Prognosen zu erstellen und abzuzinsen. Für Skeptiker eine gute Gelegenheit, den „finanzmathematischen Budenzauber“ ein für allemal zu ersticken. Was uns die Skeptiker allerdings nicht verraten, ist die Alternative: Verzicht auf systematisches Durchdenken, Begründen, Diskutieren und den Mut zu haben, stimmige bzw. intersubjektiv nachprüfbarere Zukunftsbilder vom operativen Geschäft zu generieren. Ich nenne das „Wegwerfen von Rationalität“ im Rahmen der Unternehmensführung – auch wenn ich jederzeit zugebe, dass unsere Ratio stark begrenzt ist. Die völlige Intuition ohne rational motivierte „checks and balances“ endet meist im Chaos und mittelfristig in der Insolvenz. Neben dieser Grundsatzposition verweise ich aber auch auf ganz handfeste Gründe, warum gerade das Bewerten komplexer Sachverhalte in der Praxis in Krisenzeiten dringend gebo-

ten erscheint: Beteiligungen im Finanzanlagevermögen müssen auf Werthaltigkeit geprüft werden. Ob eine Sanierung lohnt, ist auch von der geschätzten künftigen Wertentwicklung abhängig, für die ein dynamisches Rechenverfahren sachlogisch zwingend erscheint. Nur durch Finanzpläne in den Business Plänen lassen sich neue Venture Capital Geber finden oder bestehende beruhigen. Eine finanziell bewertete Idee zur weiteren Zukunft eines Unternehmens eröffnet überhaupt die Chance auf eine erneute Kreditprolongation. Die Beispiele lassen sich nahezu beliebig fortführen. Denn eins ist quasi naturgesetzlich wahr: Auch in Krisenzeiten sind unternehmerische Entscheidungen zu treffen. Und Entscheiden heißt Bewerten. Man mag dazu neigen, eher „qualitativ“ zu bewerten, bspw. eine Check- oder Argumentationsliste mit allen Pros und Contras anzufertigen oder etwas verfeinert mit einem Scoringmodell mit unterschiedlich gewichteten Entscheidungskriterien zu arbeiten. Einziges Problem: Sehr oft benötigen wir eine monetäre Quantifizierung. Bspw. kann eine Sanierung des Kerngeschäftes nur gelingen, wenn man Nebengeschäftsbereiche veräußert. Doch zu welchem Preis? Und welche „Wertbandbreite“ können wir akzeptieren, damit die Sanierung im Kerngeschäft gelingt? Welche Vorstellungen haben die Shareholder? Wir sind in der Praxis also im finanziellen Bewertungszwang verfangen. Es gibt kein Entkommen. Es gibt lediglich verschiedene Rechenalternativen bzw. Bewertungsmethoden. Und die Auswahl bedeutet eine erhebliche Verantwortung und Mut. Denn während man Checklisteninhalte argumentativ je nach kritischer Lage bzw. Sicht der Dinge „dehnen“ kann, sind einmal publizierte Zahlen im Kopf der Menschen schnell verankert. Jeder, der einem Top-Manager mal Zahlen präsentieren musste, weiß was ich meine.

Entscheidungszwang ist Bewertungszwang. Daher stellt der Beitrag populäre Bewertungsmethoden aus dem Bereich der Unternehmensbewertung anhand von als relevant empfundenen Auswahlkriterien gegenüber und versucht eine Abwägung: Welcher Methodik sollte man sich in der Krise eher anvertrauen?

## 2 Methoden zur Unternehmensbewertung und Kriterien zur begründeten Methodenauswahl: Ein kurzer und subjektiver Überblick

In Abb. 1 werden die wichtigsten Methoden zur Unternehmensbewertung hinsichtlich ihrer zentralen Blickrichtung bzw. Fragestellung wiedergegeben. So fragt der Substanzwert- bzw. Rekonstruktionswertansatz insbesondere danach, was unter der Annahme einer fiktiven Nachbildung eines zu bewertenden „Targets“ denn an Cash hineinstecken sei. Man ist also auf der Suche einer zulässigen Investitionsauszahlung. Daher charakterisiere ich diesen Ansatz als „inputorientiert“. Abb. 2 zeichnet die Grundidee bzw. den Rechenansatz nach.

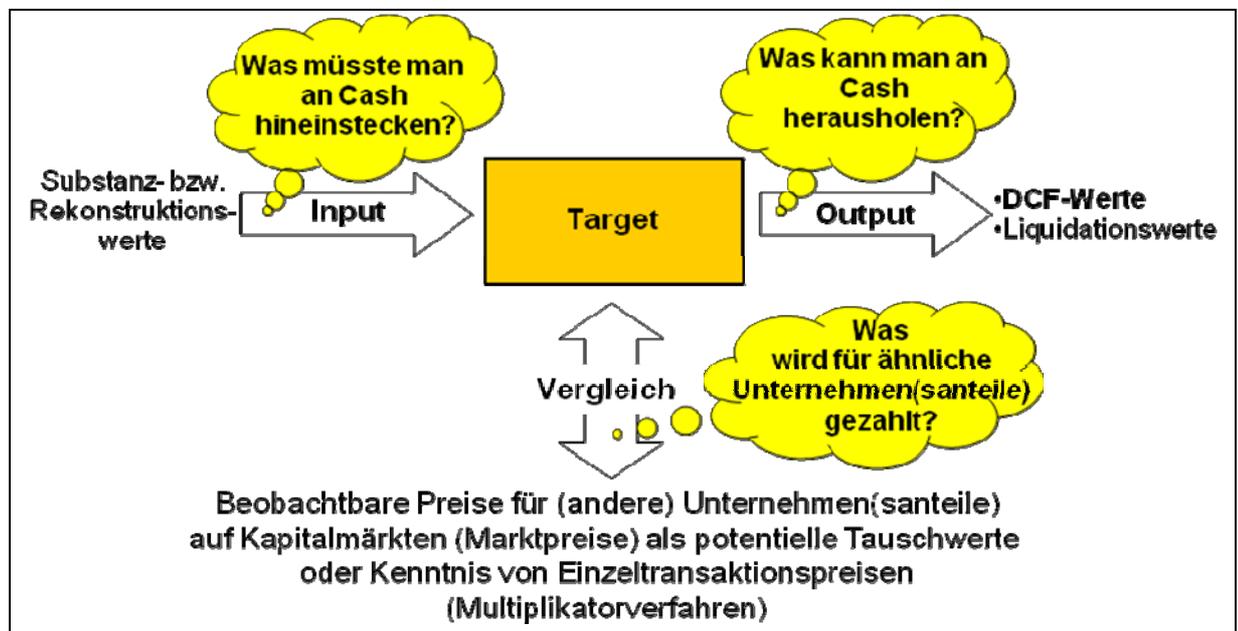


Abb. 1: Die methodischen Blickwinkel im Rahmen von Unternehmensbewertungen

Der Gruppe der „vergleichsorientierten Verfahren“ ordne ich das bei Finanzanalysten so populäre Multiplikatorverfahren zu. Zentrale Leitidee dieses Ansatzes ist es, das für vergleichbare Güter auch vergleichbare Preise zu gelten haben. Kennt man bspw. den Kaufpreis eines Vergleichsunternehmens (bspw. Bergwerk V wurde zu 100 Mio. EUR verkauft) und legt eine das Unternehmen charakterisierende Kennzahl fest (bspw. das Kohlevorkommen von V beträgt 10 Mio. Tonnen), dann muss ein neu zu bewertendes Bergwerk U, das über den halben Kohlevorrat von V verfügt (also 5 Mio. Tonnen), auch zum halben Preis bewertet werden. In Abb. 3 wird dieser Ansatz formal dargestellt. Im Beispiel würde der sog. Multiplikator (Kaufpreis je Tonne) 10 EUR/Tonne betragen. Multipliziert mit dem

Rohstoffvorkommen beim Bergwerk U führt zur Wertindikation oder Preisprognose von 50 Mio. EUR. Sind Vergleichsfirmen an der Börse notiert, lassen sich ihre Börsenkurse als Marktpreise nutzen, die ein Richter als Verkehrswerte interpretieren würde. So ist wohl der populärste Marktpreismultiplikator das sogenannte Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV).

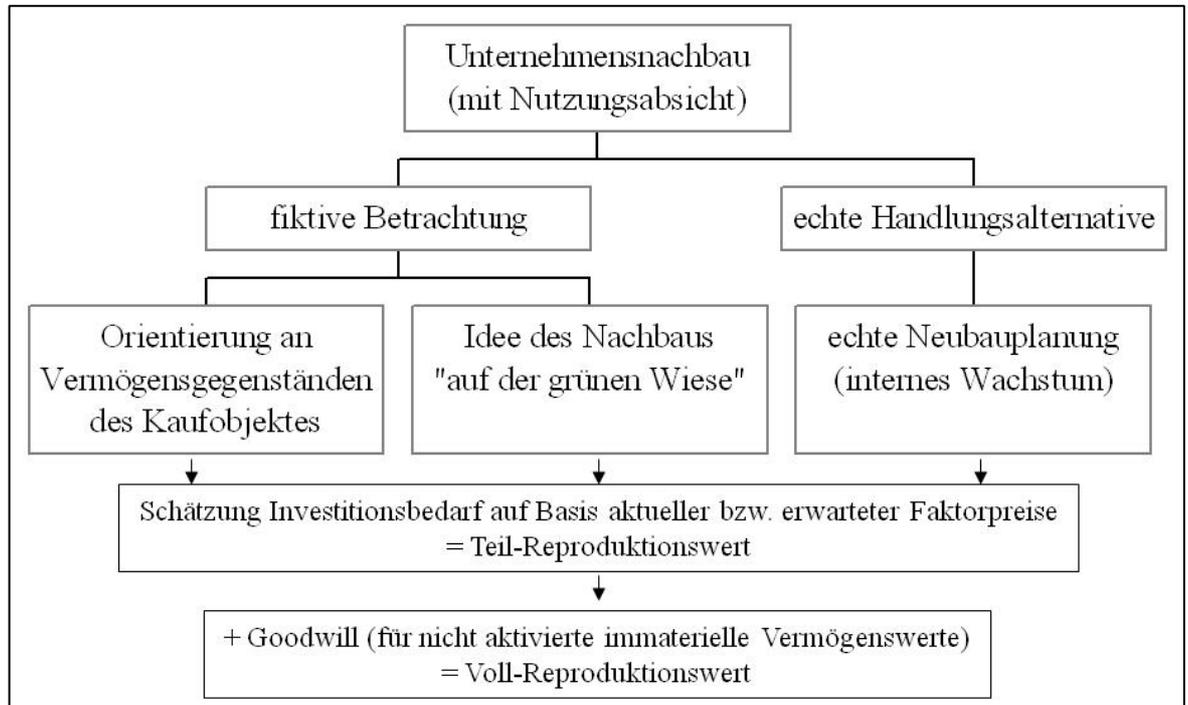


Abb. 2: Der Substanz- bzw. Rekonstruktionswertansatz



Abb. 3: Der vergleichsorientierte Multiplikatoransatz

Zu den „outputorientierten Verfahren“ zähle ich den Liquidationserlösansatz sowie die Discounted Cash Flow-Verfahren (DCF-Ansatz).

Beim Liquidationswertansatz bestimmt man unter der Annahme der Unternehmensaufgabe die Menge an Zahlungen für die Eigentümer, die für diesen durch Verkauf der einzelnen Assets nach Abzug der Auszahlungen für die Durchführung der Zerschlagung verbleiben. Liquidationswerte können durchaus auch negativ sein. Abb. 4 informiert über mögliche Auszahlungen im Rahmen dieses Bewertungsansatzes.

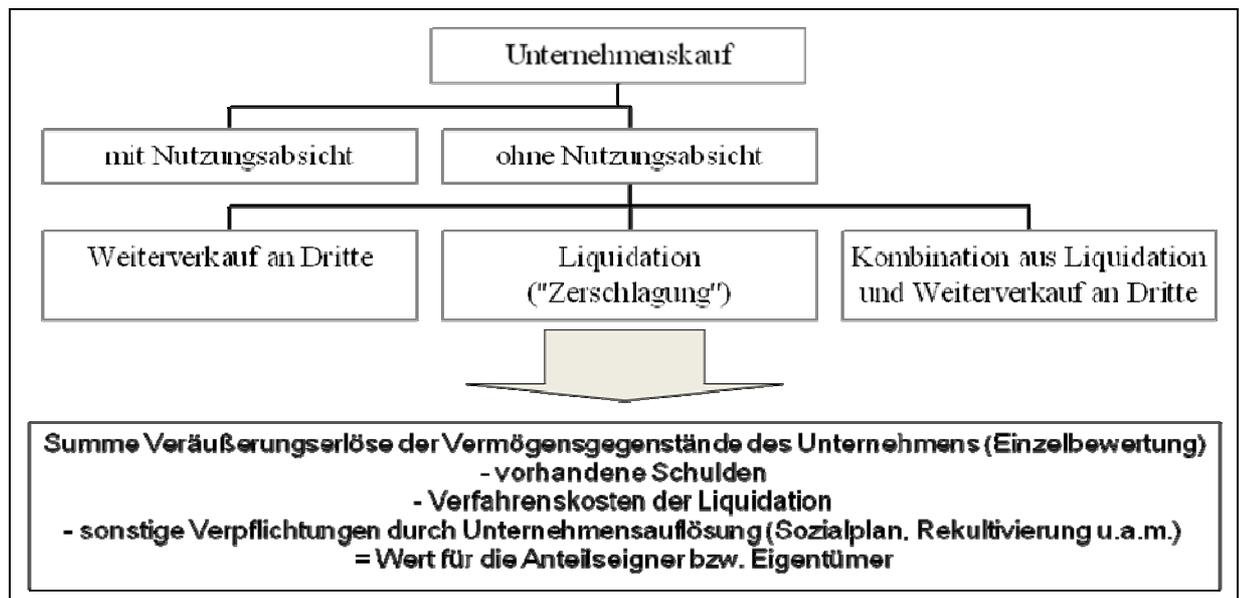


Abb. 4: Der Liquidationswertansatz

Den vierten Ansatz leite ich mit einem Zitat von Kruschwitz/Löffler ein: „Um die Grundidee der DCF-Verfahren zur veranschaulichen, verwenden wir eine Analogie aus der Landwirtschaft: Eine Kuh ist so viel Wert wie die Milch, die sie geben wird. Für Unternehmen und ihren Marktwert bedeutet das: Der Marktwert eines Unternehmens orientiert sich an den künftigen Zahlungsüberschüssen.“ (vgl. Kruschwitz/Löffler, Diskussionspapier FU Berlin, Nr. 265/2002, S. 9). Zentrales Merkmal dieser Verfahrensgruppe ist also das Abschätzen künftig zu erwartender Cash Flows und deren finanzmathematische Verdichtung per Diskontierprinzip auf den heutigen Entscheidungszeitpunkt. Es entsteht ein Present Value (Gegenwarts- oder Barwert), der alle künftigen Zahlungen an die Kapitalgeber auf den heutigen Betrachtungszeitpunkt verdichtet. In der Abb. 5 sind drei Approaches des DCF-Ansatzes dargestellt, die in der Bewertungspraxis zum Einsatz gelangen. Auf eine formale Darstellung möchte ich in diesem Aufsatz komplett verzichten. Vielmehr ist

herauszustellen, dass wir drei Aufgaben zu lösen haben: Cash Flow-Prognose, Abschätzung des Prognosehorizontes und Festlegung von zukunftsbezogenen Diskontierungszinssätzen aus Sicht der Kapitalgeber. Zudem ist auch die Tatsache der Unsicherheit mit zu reflektieren. Das klingt bereits recht anspruchsvoll.

**FTE-Ansatz:**  
Flow To Equity - Zahlungen an die Eigenkapitalgeber bewerten

**WACC-Ansatz:**  
Diskontieren mit **Weighted Average Cost of Capital** - Zahlungen an alle Kapitalgeber bewerten, wobei die Zahlungen unter der Fiktion einer 100%igen Eigenfinanzierung zu prognostizieren sind (Variante: Total oder Capital Cash Flow: die tatsächlichen Zahlungen an alle Kapitalgeber werden mit einem „tax shield-freien“ WACC\* bewertet)

**APV-Ansatz:**  
Zunächst wird das Unternehmen unter Annahme der Schuldenfreiheit bewertet. In einem nächsten Schritt werden die Wirkungen aus der Verschuldung mit in die Bewertung einbezogen

Abb. 5: Der Ansatz des Discounted Cash Flow (DCF-Ansatz)

Nachdem wir eine (erste) Vorstellung von der Denk- bzw. Funktionsweise der vier Bewertungsansätze haben, müssen wir Beurteilungskriterien formulieren, anhand derer wir die prinzipielle Leistungsfähigkeit einer Methodik einordnen können. In Abb. 6 habe ich einen Kriterienkatalog definiert, der sich in drei Kriterienbereiche gliedert:

Zunächst nenne ich die „Objektivität“ und „Validität“ als formal wichtige Kriterien. Objektivität liegt vor, wenn mehrere Personen unabhängig voneinander bei einem Bewertungsvorgang bei gleicher Methode zum annähernd gleichen Ergebnis kommen. Subjektive Einflussnahme durch den Bewertenden mag zwar vorliegen, sie dominiert aber nicht das Bewertungsergebnis. Da Unternehmensbewertung zukunftsbezogen und damit unter Unsicherheit zu erfolgen hat, ist stets eine subjektive Komponente des Bewertenden unvermeidbar. Daher verstehe ich unter Bewertungsobjektivität vornehmlich ein intersubjektives Nachvollziehen im Rahmen der Vorgehensweise bei der Wertermittlung, das nach herrschender Meinung begründet erscheint.

Ein Verfahren erfüllt das Kriterium der Validität (Gültigkeit), wenn es das abbildet, was es abzubilden vorgibt. Soll also bspw. der heutige finale Grenzpreis eines Investors abgebildet werden, erwartet man am Ende einen monetären Wert, der sich auf den Entscheidungszeitpunkt ( $t=0$ ) bezieht.

<b>Kriterien</b>	<b>Kurzbeschreibung</b>
<b>Formale Kriterien</b>	
Objektivität	Vorgehen und Ergebnisse sind intersubjektiv nachvollziehbar und transparent
Validität	Methode misst die charakteristischen Eigenschaften des Bewertungsobjekts
<b>Inhaltliche Kriterien</b>	
Zukunfts- und Zahlungsorientierung	Methode berücksichtigt die künftigen Entwicklungen des Bewertungsobjektes und kann diesen monetäre Konsequenzen aus Sicht der Bewertungsadressaten zuordnen
Rendite- und Risikostruktur	Methode berücksichtigt die Renditeforderungen unter Berücksichtigung der Risikoeinstellung der Bewertungsadressaten als Ausdruck ihrer finanziellen Nutzenfunktion
<b>Pragmatische Kriterien</b>	
Nachvollziehbarkeit	Methode, ihre Berechnungsschritte und ihre Ergebnisse werden von den Adressaten der Bewertung verstanden
Praktikabilität	Die Methode muss mit vertretbarem personellen, zeitlichen und finanziellen Aufwand eingesetzt werden können

Abb. 6: Kriterien für die Auswahl eines Verfahrens zur Unternehmensbewertung

Das Kriterium der Validität wird durch die inhaltlichen Anforderungen „Zukunfts- und Zahlungsorientierung“ sowie „Rendite- und Risikostruktur“ aus Sicht des Bewertungsadressaten konkretisiert. Bewertung ist zunächst immer eine Subjekt-Objekt-Beziehung, so dass die Zielvorstellungen bzw. die Nutzenfunktion des Bewertungsadressaten (Subjekt) zu berücksichtigen ist. Die Nutzenfunktion eines Menschen ist Ausdruck seines Strebens nach Glück oder Seelenruhe. Nutzenabwägungen charakterisieren den Menschen in unserem Kulturkreis. Nützlichkeits- oder Glücksempfindungen entstehen nicht nur, wenn Menschen Einkommensziele realisieren oder verbessern. In den Wirtschaftswissenschaften herrscht aber die Annahme vor, im Einkommensstreben eine wichtige Handlungsmotivation von Menschen zu sehen. Freilich spielen in der Praxis de facto oftmals auch andere Motive für Firmentransaktionen eine Rolle (bspw. Prestigestreben von Investoren). Es erscheint aber zulässig, die finanzielle Motivation als überragende Zielgröße bei Investorenhandlungen einzuschätzen. So sehen ja auch wir im Privatbereich den Sinn einer Geldanlage in ihrer

Mehrung zwecks Steigerung künftiger Konsum- oder Reinvestitionsmöglichkeiten. Das Erreichen finanzieller Ziele liegt bei der Unternehmensbewertung in der Zukunft und äußern sich in Form von Zahlungen an die Bewertungsadressaten (Eigenkapitalgeber und/oder Fremdkapitalgeber), die dabei die Unsicherheit zu bedenken und bei ihrer Investitions- oder Desinvestitionsentscheidung alternative Handlungsmöglichkeiten im Kalkül berücksichtigen. So muss eine Investition mit der Rendite aus einer risikovergleichbaren Alternativhandlung unter Beachtung der Risikoneigung des Investors verglichen werden. Bewerten heißt also verkürzt: Vergleichen im Lichte finanzieller Investorenziele.

Es folgen abschließend zwei pragmatische Beurteilungskriterien, die regelmäßig von der Bewertungspraxis zu recht gefordert werden: Die Methode bzw. der mit ihr verbundene Prozess muss nachvollziehbar bzw. transparent sein. Insbesondere die Anwender, aber auch die Empfänger der Bewertungsergebnisse müssen die Ergebnisse verstehen können. Last not least ist auf die Praktikabilität im Rahmen des Methodeneinsatzes zu achten: Brauchbare Ergebnisse als Handlungssignale für Investoren, ohne dem Bewertungsteam zu viel Ressourceneinsatz abzuverlangen. Gerade dieser letzte Punkt legt oftmals eine Trade-off-Problematik frei: Gut begründete Resultate erfordern sorgfältige Expertise und entsprechenden Aufwand; bei limitiertem Aufwand leidet die Gründlichkeit und damit die Nachvollziehbarkeit der Ergebnisse. Einziger Ausweg aus diesem Dilemma: Die Tragweite der Bewertung für den Adressaten sollte den Ressourceneinsatz begründen (bspw. wenn Bewertungsfehler bzw. Versäumnisse bei der Datenprognose und der Szenarienbildung die Existenz einer Firmengruppe bedrohen können).

### **3 Abgleich der Methoden mit den Auswahlkriterien: Nur der DCF-Ansatz überzeugt**

Das formale Kriterium der Objektivität kann bei allen Verfahren als erfüllt gelten. Es gibt mehr oder weniger Verfahrensanweisungen, wie bei jeder Methode vorzugehen ist. Freilich obliegt es dem Bewerter, ob er sich im Praxisfall am idealtypischen Ablauf eines Methodeneinsatzes hält bzw. halten kann. So wird die Objektivität durch Zeitdruck, Ressourcenmangel, Unkenntnis im Detail oder erhöhtem Schwierigkeitsgrad einer Methode beeinträchtigt. So erfordert der Einsatz eines DCF-Verfahren stets Cash Flow-, Nutzungsdauer- und Zinssatzprognosen. Dies spricht eher für empfundene Komplexität in der Anwendung und kann zum „Auslassen“ („Auf das Erstellen eines Best und Worst Case hab ich mal verzichtet. Die Daten die man mir gab hab ich einfach gleich als Erwartungswerte angesehen!“) oder „Überspringen“ („Als Zinssatz hab ich den genommen, der mir mal zugerufen

wurde!“) von Ablaufschritten führen, die die intersubjektive Nachprüfbarkeit und damit auch die Willkürfreiheit limitieren.

Bei der Validität trennt sich aber nun der Spreu vom Weizen. Die Substanzwertansätze wollen ein bestehendes Unternehmen fiktiv nachbauen. Und zwar so, dass die Einkommensziele der Investoren exakt so realisiert werden, wie dies beim Target vermutet wird. Dann aber müsste man ja die künftigen Cash Flows abschätzen und bewerten. Denn neben den materiellen Assets sind es ja gerade die operativen Leistungsprozesse, die Beziehungsstrukturen und dergleichen, die zu Zahlungen führen und damit Nutzen stiften. Während also die Rekonstruktion einer Firma in Form eines Teilreproduktionswertes noch gelingen mag, gibt die Substanzwertmethode keine eigene Antwort auf die Frage, wie man denn die sog. Goodwillkomponenten messen wolle. Denn Goodwill ist kein „Bewertungsrest“, sondern vielmehr der Kern der Fähigkeit einer Firma nachhaltig Geld zu verdienen. Also muss das künftige Geldverdienen gemessen werden; und genau das leistet die Methode nicht. Validität und die sie konkretisierende Zahlungs- und Zukunftsorientierung sowie die Rendite- und Risikostruktur der Investoren werden nicht erfasst. Die Antwort kann nur lauten: Methode völlig ungeeignet und der Rubrik „Methodenhistorie“ zuzuordnen oder ein Fall für den „wissenschaftlichen, aber auch praktischen Mülleimer“.

Betrachtet man nun in gebotener Kürze den Liquidationswertansatz, so stellt man auch hier Defizite bei der Validität und den sie konkretisierenden inhaltlichen Anforderungen fest. Liquidationswerte basieren auf der Annahme Unternehmenszerschlagung. Das Merkmal der Zukunftsorientierung ist nicht erfüllt; es gibt per Methodenverständnis keine. Folglich werden auch keine dauerhaften Einkommensziele verfolgt und das Potenzial an Einkommensmöglichkeiten zumeist nicht ausgeschöpft, denn: originäre Goodwillkomponenten (bspw. loyale Kunden) kann man nicht verkaufen, da es an Sekundärmärkten oder einzelnen Kaufinteressenten fehlt oder völlig unmöglich ist wegen fehlender zivilrechtlicher Eigentumseigenschaft (bspw. kann man niemals Besitzer besonders talentierter Mitarbeiter werden; Humanvermögen kann man sich denken, aber nicht erwerben). Nur wenn die Zukunftsaussichten eines Unternehmens lediglich geringen finanziellen Nutzen erwarten lassen, mag die Handlungsalternative „Aufgeben statt Fortführen“ für den Eigentümer sinnvoller sein. Aber das ist nicht die generelle Intention einer Unternehmensbewertung. Man sucht nicht quasi den „alternativlosen Minimalwert einer Firma.“ Man könnte diesen Bewertungsansatz auch als besonders moralisch bedenklich einstufen. Zerschlagung bedeutet auch komplette Entlassung von Mitarbeitern. Ist aber der „Geist der Bewertung“ vom

Going-concern-Prinzip geprägt, müssen auch personale Ressourcen weiterhin genutzt und entlohnt werden.

Das Multiplikatorverfahren gilt gegenüber den DCF-Ansätzen als einfacher, da man keine explizite Prognose künftiger Cash Flow-Folgen vornehmen und künftige Alternativrenditen zum Diskontieren dieser Cash Flows begründet festlegen muss. Entsprechend ist auch hier die Validität verletzt. Doch was spricht für den Ansatz? Aufgrund der bestehenden Prognose- und Begründungsproblematiken – gerade in Krisenzeiten – könnte man den Einsatz einfacherer Ansätze präferieren. So ist es schnell umgesetzt, auf Basis eines bspw. EBIT-Multiplikators einer Branche ruck zuck eine Wertindikation für das betrachtete Target durchzuführen. Was sagt uns aber ein Multiplikator, der vor der Finanzkrise bspw. bei 10 Werteinheiten je EBIT der Peer Group lag gegenüber nun vielleicht nur noch 3 Werteinheiten je EBIT? Denkt man sich die EBITs konstant, laufen Multiplikatorverfahren lediglich der aktuellen Preis- bzw. Kursentwicklung an der Börse nach. Spekulation bzw. Blasenbildung treibt damit die Bewertungsergebnisse stramm nach oben; Einbrüche an Aktienmärkten zerstören Bewertungsrechnungen – ohne plausiblen Strategiewechsel durch das Management im Unternehmen. Mit fundamentalanalytischer Vorgehensweise aus der Sicht dauerhafter Investorenziele hat das nichts zu tun. Der Einsatz solcher Verfahren sorgt gerade nicht für „Rationalität“ bzw. intersubjektive Nachprüfbarkeit von Bewertungsergebnissen. Insofern würde auch die Objektivität verletzt. Die Bewertung wird zum Spielball der aktuellen Launen und Investorenmoden auf den Kapitalmärkten. Aber ist das nicht gerade der Sinn von Bewerten?

Bewerten stellt zunächst eine Subjekt-Objekt-Beziehung dar (vgl. auch Abb. 7): Ein Bewerter bzw. Entscheider (Subjekt) betrachtet sein Target (Objekt). Als Käufer (K) sucht er eine für sich ultimative („echte“) Kaufpreisobergrenze. Zu Beginn der Verhandlungen wird aber regelmäßig weniger geboten („scheinbare Preisobergrenze“). Spiegelbildlich überlegt sich ein Verkäufer (V) seine kritische Verkaufspreisuntergrenze. Der Start der Verhandlungen gleicht ein wenig einem Pokerspiel: Zunächst werden die „scheinbaren Wertpräferenzen“ offenbart, sog. Argumentationswerte. Sie sollen den potentiellen Kontraktpartner „aus der Reserve locken“. Die „echten“ subjektiven Wertvorstellungen werden zunächst nicht offenbart, um das Verhandlungsergebnis gemäß den eigenen Zielvorstellungen zu gestalten. Sollte auf Basis der „echten Preisgrenzen“ ein positiver Einigungsbereich vorliegen (also: Preisobergrenze Käufer liegt oberhalb der Preisuntergrenze des Verkäufers, wie in Abb. 7 angenommen), wird es zum Verhandlungsergebnis, also zum Preis kommen.

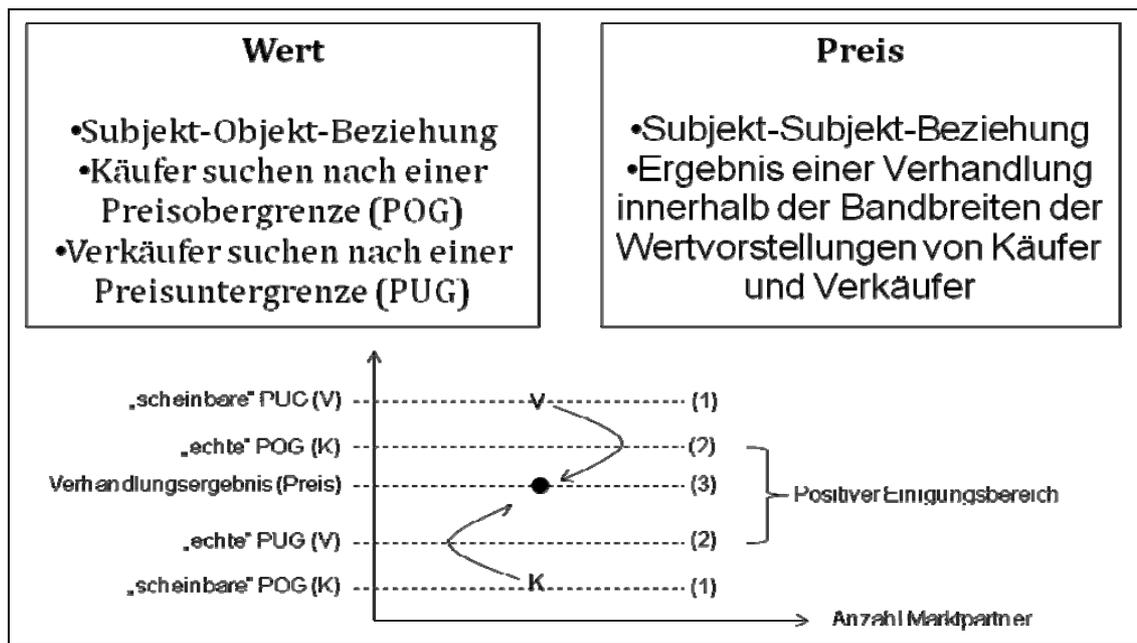


Abb. 7: Der Unterschied zwischen Wert und Preis

Aber welcher Preis am Ende gilt, bleibt im Kern dem Verhandlungsgeschehen innerhalb des Einigungsbereiches überlassen. Auf nahezu vollkommenen Märkten, wie die der Finanzmärkte, stehen sich sehr viele Käufer und Verkäufer nach Unternehmensanteilen gegenüber. Individuelles Verhandlungsgeschick spielt auf dem Aktienmarkt keine Rolle, da es eine objektivierbare Preisbildung nach dem Mehrheitsabschlussprinzip gibt, die keinen Raum für individuelle Preise lässt – von regionalen Arbitragen mal abgesehen. Es kommt also zum „Durchschnitts- oder Jedermannpreis“, der gerade „besonders zahlungsbereite Käufer“ bzw. „besonders bescheidene Verkäufer“ vor zu hohen bzw. zu niedrigen Einigungspreisen schützt. Hingegen kommen gerade die „besonders gierigen und geizigen Marktteilnehmer“ erst gar nicht in den Aktienhandel hinein. Das Multiplikatorverfahren hat damit diesen „Durchschnittspreisvorteil“ und es basiert auf aktuellen Verhaltensströmungen der Kapitalmarktteilnehmer. Insofern liefert es sehr aktuelle Bewertungsergebnisse aus dem Blickwinkel vieler Investorenmeinungen. Bleibt also die Strategie einer Firmengruppe im Kern unverändert, kann sich doch die Meinung der Investoren drehen, oder? Die Schlüsselfrage ist: Dürfen wir dem Meinungswechsel vertrauen? Beruht er auf substantiellen Argumenten (bspw. ist es sofort einsichtig, dass Diamantenminenaktien sich verbilligen, wenn Geologen begründet sinkende Rohstoffbasen in den Diamantenminen prognostizieren); ganz anders verhält es sich, falls die Investorenmasse einem Meinungsmacher („Kauft Internetaktien!“) oder einer übersteigerten Angstvision („Steigt der Euro weiter,

bricht uns der ganze Export weg!“) blind hinterherlaufen würde – mir würde die fundamentalanalytische Erklärung fehlen bzw. ich würde belastbare Argumente einfordern. Ein letzter Aspekt: Wie kommt es eigentlich zur Preisbildung? Durch Angebot und Nachfrage. Ja, klar. Aber wonach richtet sich die Nachfrage und das Anbieten von Unternehmensanteilen? Nach den künftigen finanziellen Nutzenerwartungen der mitwirkenden Investoren. Und wie schätzen diese ihren künftigen Finanznutzen ab? Durch Diskontieren künftiger Zahlungen: Die DCF-Methodik führt also zu den Preisgrenzen von Anbietern und Nachfragern und ist damit ein Startpunkt, ein Anker, der folgenden Börsenpreisbildung. Das Motto lautet also: „Erst bewerten, dann bepreisen“. Insofern ist das Multiplikatorverfahren nicht völlig eigenständig bzw. indirekt von DCF-Kalkülen abhängig. Das Verfahren nutzt das Verhandlungsergebnis (Preis); eine Wertberechnung aus Sicht einzelner Investoren scheidet damit völlig aus. „Bewertung nach dem Jedermann-Prinzip“ könnte man auch sagen.

Wie sind die DCF-Verfahren einzuschätzen? Sie benötigen differenzierte Cash Flow-Prognosen, begründete Planungs- bzw. Rechenhorizonte und Diskontierungszinssätze über künftig geforderte Renditevorgaben der Kapitalgeber. Objektivität und Validität gelten als erfüllt, sofern die Kalküle ordentlich ausgearbeitet werden. Aber stellen diese Verfahren in der Krise nicht unerfüllbare Anforderungen? Macht die Finanzkrise mit ihren verbundenen Unwägbarkeiten den DCF-Einsatz also unmöglich?

Seit der Finanzkrise äußern sich Manager, dass sie Prognosen meiden und die Firma „auf Sicht fahren“. Was bedeutet das? Nimmt man ein Bild aus der Seefahrt, so will man sich voll auf das Jetzt konzentrieren, nicht mit anderen Schiffen kollidieren oder gar auf Grund laufen. Man durchquert also gerade eine Nebelbank, die die volle Konzentration auf die Bewältigung dieser aktuellen Anforderung erfordert. Aber was will man im Nebel auf hoher See noch? Man will so gut es geht den eingeschlagenen Kurs beibehalten; also sind keine großen Strategieänderungen in den Unternehmen im Zeitalter der Krise zu erwarten. Man kann dies so zusammenfassen: Kurzfristig bzw. aktuell wird die Krise die Cash Flows und damit auch die Finanzplanung kräftig durcheinander wirbeln. Mittel- bis langfristig sind keine dramatischen Veränderungen in den Cash Flow-Prognosen, wie sie unmittelbar vor der Krise vorlagen, sinnvoll anzunehmen. Es kommt in vielen Fällen nur zu temporären Störungen und zeitlich verzögerter Zielerreichung. Bedenkt man, dass gerade die fernere Zukunft im „Restwertzeitraum“ bzw. im Bewertungsbereich der ewigen Rente den überwiegenden Teil des Unternehmenswertes determiniert, sind katastrophale Wertreduktionen nicht zu erwarten – es sei denn, das „aktuelle Kurshalten im Nebel“ misslingt (end-

gültig). Haben Investoren an den Börsen eher die Erwartung des Misslingens, erklärt dies die Kurseinbrüche einzelner Unternehmen. Trauen Investoren aber einer Firma das Kurshalten zu, gibt es für gravierende Kursabschläge keinen fundamentalen Grund. So finden wir bspw. mit den Aktien von der Deutschen Telekom AG oder der MLP AG zwei von vielen weiteren Beispielen, wo die Finanzkrise keine Kurszerstörungen auslöste. DCF-Kalküle sind also unter der Annahme des Investorenvertrauens nach wie vor sehr sinnvoll einsetzbar, wenn man an die erforderlichen Zahlungsprognosen denkt.

Auch die Festlegung des Planungs- bzw. Rechenhorizontes erscheint in den meisten Fällen unbedenklich, da gerade Kapitalgesellschaften keinem natürlichen Tod unterliegen und daher bewertungstechnisch durchaus als ewig lebend gedacht werden dürfen – sofern man ein weiteres Fortbestehen von 50 oder noch mehr Jahren begründet annehmen darf: Zahlungsfolgen, die 50 Jahre diskontiert werden, haben einen Present Value, der stramm gegen Null geht und damit die Bewertung kaum mehr beeinflussen.

Wie steht es mit den Diskontierungszinssätzen, wenn Zentralbankzinssätze derzeit Richtung Null Prozent fixiert sind und Umlaufrenditen mit Restlaufzeit bis 5 Jahre sehr mager erscheinen? Was wir als risikofreien Basiszinssatz bei einer Going-concern-Bewertung im Geiste eines ewigen Rentenmodells benötigen, sind im Idealfall Renditen von erstklassigen Schuldnern, deren Obligationen eine sehr lange bis unendliche Laufzeit aufweisen. Sehr lang beginnt dabei erst jenseits von 20 Jahren im Rahmen von Zinsstrukturkurvenanalysen. So belegt Jonas (Finanzbetrieb 10/2009, S. 542-543), dass sich die Renditen von Staatsanleihen nur wenig im Langfristbereich aufgrund einer steigenden Zinsstrukturkurve geändert haben. Das Institut der deutschen Wirtschaftsprüfer (IDW) empfiehlt, nach 30 Jahren die geschätzte Rendite fortzuschreiben. Aber wie steht es mit den Risikozuschlägen? Bekanntlich wird das Capital Asset Pricing Model (CAPM) für die Festlegung eines Eigenkapitaldiskontierungssatzes besonders in der Praxis genutzt. Wie steht es um dessen Formel-elemente? Neben dem sicheren Basiszinssatz muss eine Markttrisikoprämie sowie ein Beta-Faktor für das Risikomengenverhältnis zwischen betrachtetem Target und Marktportfolio (angenähert durch einen das Target enthaltenen Aktienindex) abgeschätzt werden. Hat hier die Finanzkrise die Datenlage erheblich verändert? In der Bewertungspraxis nutzt man bevorzugt Studien zur historischen Entwicklung von Markttrisikoprämien. Bspw. liegt diese im Rahmen der Annahmen des CAPMs für Deutschland mehrheitlich zwischen 5 und meist 6% (vor Einkommensteuer privater Investoren). Mögen die Risikoprämien dank des Kursverfalls in 2008 deutlich negativ sein, ihr Gewicht ist angesichts der sehr langen Kurshistorie an den Aktienmärkten unbedeutend. Ich sehe daher keinen schlagenden

Grund, historische Durchschnittsprämien gerade jetzt zu verändern; zumal es meines Wissens auch keine verlässliche Methode zur künftigen Marktprämienprognose gibt. Verbleibt der Beta-Faktor: Weicht eine Aktie vom durchschnittlichen Marktrisiko ab, wird die Marktrisikoprämie mit dem Beta-Faktor gewichtet und es kommt zum aktienindividuellen Eigenkapitalkostensatz, der für das (vergleichbare) Target verwendet wird. Wird in der Aktie ein höheres (geringeres) Risiko als im Markt insgesamt gesehen, ist der Faktor größer (kleiner) als Eins und steigert (senkt) somit den Diskontierungszinssatz. Zur begründeten Auswahl eines Beta-Faktors greift man auf historische Börsendaten zurück, die regressionsanalytisch generiert werden. Ist das Target selbst börsennotiert, kennt man das gesuchte Beta bereits dank der veröffentlichten Daten. Ist das Target aus dem Bereich der KMUs, muss man zunächst ähnliche Vergleichsunternehmen (Peer Group) finden und deren Beta-Faktoren zu einem gemeinsamen Beta-Faktor verdichten. Schaut man sich Faktoren der DAX-Unternehmen aus dem Jahre 2006 und 2009 an, so fällt sofort auf, dass Bank- und Versicherungsaktien (bspw. Deutsche Bank und Allianz) circa um 60 bis 80% höhere Beta-Werte aufweisen. Ausdruck des von den Investoren gesehenen Anstiegs der möglichen Schwankungsbreite der erzielbaren Renditen bei Engagements in derartige Finanztitel? Lassen wir Einflüsse aus veränderter Kapitalstruktur beiseite, gilt doch: Tatsächlich konfrontiert die Regressionsanalyse ja nur die Performance von Finanzaktie und DAX-Index. Wächst die Finanzaktie im Kurs stärker als der DAX, wird auch die Regressionsgerade steiler und damit auch der Steigungsparameter dieser Geraden: der Beta-Faktor. Aber was sagt uns dieses generierte Beta? Doch nur, dass die Nachfrage nach Finanzaktie stärker war als die DAX-Titel-Nachfrage im Durchschnitt bzw. insgesamt. Bspw. haben Investoren bei „verprügelten Finanzaktien“ verstärkt zugegriffen in der Hoffnung auf bessere Zeiten und kurzfristig hohen Renditeaussichten. Ob man hier Volatilität bzw. Risikomenge gemessen hat, darf man bezweifeln. Dennoch haben wir nichts Besseres, als Beta-Schätzungen, die die Historie auswerten. Freilich gilt auch hier, dass wir eigentlich künftige Beta-Faktoren benötigen. Entsprechend muss gelten: Nur langfristig berechnete Faktoren dürfen herangezogen werden und man kommt um eine subjektive Einschätzung der künftigen Beta-Veränderung, die sich nachhaltig im ewigen Restwertzeitraum abspielt, nicht herum. So müsste man erneut versuchen abzuschätzen, ob betroffene Aktien bzw. Firmen, deren Beta-Faktor durch die Krise stark verändert wurde, durch ein künftig riskanteres oder eher unverändertes Geschäftsmodell charakterisiert sein dürften. Sofern man auf hoher See im Nebel eher aktuell turbulente Geschäfte bewältigen muss als eine strategische

Kurskorrektur in der Zukunft vorzunehmen gedenkt, spricht dies eher gegen die Verwendung oder Berücksichtigung der stark veränderten „Krisen-Beta-Werte“.

Ich komme damit zur subjektiven Ansicht, dass die Finanzkrise keine gravierenden Veränderungen der Dateneingaben in DCF-Kalküle nach sich zieht. Dies gilt besonders für Firmen des Nicht-Finanzsektors. Bei Unternehmen des Finanzsektors muss man die künftige „Lessons-Learned-Strategie“ antizipieren, was die Bewertung naturgemäß schwieriger macht: Findet ein Strategiewechsel als Ergebnis eines Lernprozesses aus den gemachten Fehlern statt, bspw. Besinnung auf Kerngeschäftsfelder?

Was ist der besondere Vorteil der DCF-Verfahren? Bewerter müssen sich mühsam auf den Weg der operativen Datenprognose machen, die individuellen Verhältnisse im Unternehmen würdigen, Renditeforderungen der Kapitalgeber erforschen und eine sachlogisch korrekte integrierte Finanzplanung mit bewertungsrelevanten Cash Flows vorlegen, die von jedem Kenner der Materie nachvollzogen und damit jederzeit kritisiert, aber auch weiter verbessert werden kann. Datenparameter bzw. „Werttreiber“, die den Unternehmenswert mehr oder weniger beeinflussen, werden sichtbar. Dadurch werden sogar Hinweise auf erste Managementanforderungen freigelegt. Bei unveränderter Strategie, unverändertem Erfolg beim Kampf ums Geld der Kunden und unveränderter Gier und Zuversicht der Kapitalgeber gibt es dann keinen überzeugenden Grund, dass sich Unternehmenswerte massiv ändern sollten. Der tiefere Sinn einer derartigen Bewertung aus Investorensicht ist ja gerade, mit diesen DCF-Werten die Preiswürdigkeit von Unternehmensanteilen an den Kapitalmärkten einschätzen zu können: „Würde ich meine Beteiligung über den Markt zu billig abgeben? Kann ich durch Kauf der Aktie gerade jetzt ein Schnäppchen machen?“ Diese Fragen lassen sich ohne ein Referenzsystem gar nicht beantworten. Die DCF-Verfahren stellen dieses Referenzsystem für Investoren dar. Das gesagte gilt auch für nicht börsennotierte Firmen: Denn da es keine „Schwache-Liste“ für KMUs gibt, muss man bewerten. Und es hilft überhaupt nicht, wenn ein sogenannter „Berater“ uns sagt, dass eine ähnliche Firma mal für das 20-fache des EBIT verkauft werden konnte. Diese Kenntnis von Einzeltransaktionspreisen in Abhängigkeit einer Kennzahl sind als Richtschnur des Handelns völlig ungenügend, da die Transaktion in der Vergangenheit liegt, einmalig war und wir kein sicheres Wissen über das individuelle Verhandlungsgeschick bzw. das situative Bewertungsumfeld erlangen können. Am Ende würde sich wieder die Frage stellen: „Wird das 20-fache des EBIT als Investitionsauszahlung weiterhin zu einem positiven Kapitalwert führen?“ Und damit sind wir wieder beim DCF-Ansatz: Er berechnet uns ja den Present Value als ultimative Kaufpreisobergrenze. Erst durch seinen Vergleich mit der von

uns zu leistenden Investitionsauszahlung („20 mal das EBIT bitte!“) können wir die Preiswürdigkeit erkennen. Ohne DCF geht es nicht – jedenfalls nicht, wenn man um finanzielle Rationalität und begründete Nachvollziehbarkeit in der Bewertung bemüht ist.

**Zum Autor:**

Prof. Dr. Ralf Kesten lehrt an der privaten FH NORDAKADEMIE gAG in Elmshorn im Fachbereich Betriebswirtschaftslehre und verantwortet die Fachgebiete „Rechnungswesen und Controlling“. Seine besonderen Interessen gelten der Unternehmensbewertung sowie den Konzepten zum wertorientierten Controlling.