

## Peter Thilo Hasler Typische Fehler in der Unternehmensbewertung

And the only mistake, led to rumours unfound,  
Led to pressures unknown, different feelings and sounds.  
Joy Division (1977-1980) britische Band

Auch dem geübtesten Finanzanalysten oder Investor unterlaufen Fehler, denn, wie Einstein sagte, „anyone who has never made a mistake has never tried anything new“. Gemeint sind damit nicht die Defizite, die sich aus dem Unvermögen des Bewerter ergeben, zukünftige und damit unsichere Parameter wie Umsätze, Kosten, Dividenden oder Cashflows korrekt zu prognostizieren. Die Zukunft ist nicht vorhersehbar und die Unterstellung eines homo oeconomicus bildet nur einen Teil der Wirklichkeit ab. Am allerwenigsten vorhersehbar sind die freien Entscheidungen des Menschen, so dass das Zuverlässigste einer Prognose ihre Unzuverlässigkeit ist. Gemeint sind auch nicht die Defekte, die aus der Abstrahierung der Realität entstehen, denn über Prämissen lässt sich leidlich diskutieren, nicht aber über die aus ihnen abgeleiteten Schlussfolgerungen. Gemeint sind vielmehr die Defizite, die aus dem Bewertungsprozess an sich entstehen. Diese Defizite lassen sich in der Bewertungspraxis in vier Gruppen klassifizieren:

- ✦ Fehler bei der Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung,
- ✦ Fehler bei der Bestimmung der Diskontierungssätze,
- ✦ Fehler bei der Anwendung der Bewertungsmodelle und
- ✦ Fehler bei der Berechnung der Kapitalbasis.

Sie sollen auf den folgenden Seiten detailliert vorgestellt werden. Manche beruhen auf Flüchtigkeiten des Bewerter, andere entstehen aus dem chronischen Zeitmangel des Berufsalltags, wieder andere aus einer fehlerhaften Anwendung des Gelernten. Sie zu vermeiden ist in der Regel problemlos möglich. Der Schwerpunkt des Beitrags liegt auf intrinsischen *Bewertungsverfahren* wie Dividenden- oder Cashflow-Diskontierungsmodellen, aber auch die gängigen *Bepreisungsverfahren* wie KGV, EV/Umsatz oder EV/EBIT sind, wie wir sehen werden, nicht ohne Fallen.

### Fehler bei der Analyse von GuV, Bilanz und Kapitalflussrechnung

It is a capital mistake to theorize before one has data.  
Arthur Conan Doyle (1859-1930), britischer Arzt und Krimiautor

Fehler bei der Auswertung der Vergangenheitsdaten treten vor allem dann auf, wenn sich der Bewerter auf die Analyse von nur einem oder zwei Geschäftsjahre beschränkt. In einem derart kurzen Auswertungszeitraum dürfte es kaum möglich sein, die geschäftstypischen Vorgänge und die Besonderheiten des Unternehmens und seiner Industrie umfassend kennenzulernen. Schon aus zeitökonomischen Gründen kann zwar nicht immer das für eine aussagekräftige Bewertung notwendige Ideal von zehn verfügbaren Jahresabschlüssen erfüllt werden, aber die Analyse von fünf Abschlüssen sollte für eine ernst zu nehmende Bewertung nur in Ausnahmefällen, etwa bei der Einschätzung junger Unternehmen in der Frühphase des Lebenszyklus unterschritten werden.

Insbesondere die unzureichende Bereinigung von Einmaleffekten kann gravierende Fehleinschätzungen zur Folge haben. So werden häufig historische Finanzdaten nicht vollständig um Sondereinflüsse bereinigt. Werden dann die kurzfristigen Entwicklungen der Vergangenheit unreflektiert in die Zukunft fortgeschrieben, sind meist Hockeystick-artige Prognosen die Folge. Die auftretenden Fehler fallen besonders ins Gewicht, wenn konjunkturelle Sondereinflüsse missachtet oder durchschnittliche jährliche Wachstumsraten in unzulässiger Weise über einen arithmetischen und nicht einen geometrischen Durchschnitt abgeleitet werden.

Neben der fehlenden Bereinigung von außerordentlichen Effekten entstehen Inkonsistenzen in der operativen Planung, wenn die grundlegenden Formeln zur Berechnung des zukünftigen Wachstums  $g$ , also

$$g = (1 - \delta)ROE, \text{ für } ROE > 0$$

für Equity-basierte Bewertungsmodelle (wobei mit  $\delta$  für die Ausschüttungsquote und ROE für Return on Equity stehen) und

$$g = (1 - \delta)ROCE, \text{ für } ROCE > 0$$

für Entity-basierte Modelle (mit ROCE als Return on Capital Employed) nicht beachtet werden. Natürlich ist ein Zuwachs in der Kapazitätsauslastung grundsätzlich denkbar, vor allem, wenn sich das Unternehmen aus einem konjunkturellen Tal aufschwingt, in dem ein guter Teil der Produktionskapazitäten brach gelegen war. Dauerhafte Zuwächse sind jedoch unmöglich, und dass sich Produktionskapazitäten auch während der Steady State-Phase ungebremst vermehren, ist ebenso unrealistisch wie ein ungezügelter Anstieg der Pro-Kopf-Umsätze im Zeitablauf.

Vielfach werden nicht nur während der Detailplanungsphase eines Diskontierungsmodells, sondern auch für den Terminal Value modellinkonsistente Wachstumsraten angesetzt. Dann nämlich, wenn übersehen wird, dass es sich bei der Wachstumsrate des Terminal Value um ein die Unendlichkeit abbildendes Wachstum handelt. Für ihre Bestimmung ist daher der aktuelle risikolose Zinssatz zu verwenden. Dies mag auf den ersten Blick überraschen, doch auf den zweiten wird klar, dass letztlich der risikolose Zins nichts anderes ist als die Summe aus Inflations- und (realer) Wachstumserwartung einer Gesellschaft. Zwischen einer risikolosen Anlage und der Wachstumserwartung einer Ökonomie besteht damit ein unüberwindlicher Zusammenhang: In Zeiten einer Rezession mit niedrigen Nominalzinsen (und entsprechend niedrigen Diskontierungssätzen) können für den Terminal Value keine Wachstumsraten angelegt werden, die vom allgemeinen Pessimismus abgekoppelt sind und deutlich höher sind. Demgegenüber fungieren die hohen Zinsen in Boom-Phasen als Korrektiv zu den dann anzulegenden hohen Wachstumserwartungen während der Steady State-Phase. Ein Unternehmensbewerter, der in Rezessionszeiten Wachstumserwartungen aus der vorhergehenden Boom-Phase übernimmt, darf sich nicht allzu sehr wundern, wenn ihm der Kapitalmarkt in seiner Breite dramatisch unterbewertet erscheint.

Neben der fehlenden Modellkonsistenz gibt es auch empirische Gründe, für die Wachstumsrate des Terminal Value niedrigere Wachstumsraten als für die Gesamtwirtschaft zu veranschlagen. Denn es ist eine historische Tatsache, dass viele der heute dominierenden Unternehmen und selbst Industriezweige in absehbarer Zeit ihre Bedeutung einbüßen werden. Ehedem als unantastbar geltende Unternehmen wie Microsoft, GM oder Nokia haben in den letzten Jahren so viele operative Fehlentscheidungen getroffen, dass ein Verschwinden auf Sicht einer Generation nicht mehr ausgeschlossen werden kann.

Schließlich ist zum Zeitpunkt des Terminal Value zu berücksichtigen, dass die Kapitalkosten gegen die Kapitalrendite konvergieren. Damit ist ausgeschlossen, dass im Fortführungswert Über- oder Unterrenditen erwirtschaftet werden. Doch keine Regel ohne Ausnahmen. Immer wieder finden wir Unternehmen, die selbst auf sehr lange Sicht höhere Profitabilitätskennzahlen aufweisen als ihre Wettbewerber. Es sind genau diese Unternehmen, nach denen Warren Buffett Ausschau hält. Er nennt sie „economic moats“, ökonomische Burggräben. Je tiefer diese „moats“, desto besser gelingt es einem Unternehmen, mögliche Wettbewerber in Schach zu halten und desto länger kann es Renditen erzielen, die höher sind als die zu ihrer Erzielung hinzunehmenden Kapitalkosten. Ökonomische Burggräben resultieren vielfach aus immateriellen Vermögensgegenständen wie Markenmacht, Patenten und regulatorischen Gesetzmäßigkeiten, aus dem Vorteil als Erster ein Geschäftsfeld besetzt (First-Mover-Advantage) bzw. einen Industriestandard etabliert zu haben, und nicht zuletzt aus kompetitiven Kostenvorteilen – für Warren Buffett bekanntlich der entscheidende Faktor, in diese Unternehmen zu investieren. Nur in diesen Fällen können vom Bewerter auch während der Phase des Terminal Value Rentabilitätskennzahlen angesetzt werden, die zumindest in einem begrenzten Ausmaß die jeweiligen Kapitalkosten übersteigen.

## Fehler bei der Bestimmung der Diskontierungssätze

A bachelor is a guy who never made the same mistake once.  
Phyllis Diller (1917-2012) US-amerikanische Komikerin

Der häufigste Fehler bei der Bestimmung der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten (WACC) ist die Verwendung von Buchwerten anstelle von Marktwerten. Es gibt keinen logischen Zusammenhang zwischen Buchwerten, die historische Anschaffungskosten widerspiegeln, und den aktuellen Marktwerten, die die Entscheidungsgrundlage für eine heutige Investition in ein Unternehmen sein müssen. Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts, lautet ein geflügeltes Wort. Buchwerte sind für eine Investitionsentscheidung vollkommen irrelevant, zumindest solange es unmöglich oder technisch wie wirtschaftlich unzumutbar ist, Vermögensteile in der vorliegenden Form wiederzubeschaffen und solange keine Kenntnis über die zukünftige Ertragslage und -entwicklung des Unternehmens vorliegt. Zudem kann der Buchwert des Eigenkapitals bei langfristig unprofitablen Unternehmen negative Werte annehmen. In diesem Fall müsste der Investor eine Verschuldungsquote von über 100% ansetzen, was vergleichsweise niedrige durchschnittliche Kapitalkosten zur Folge hätte, eine angesichts der fehlenden Profitabilität dieses Unternehmens eine nachgerade widersinnige Situation.

Zur Bestimmung der erwarteten Fremdkapitalkosten werden in der Praxis häufig die Effektivverzinsungen von Unternehmensanleihen vergleichbaren Risikos angesetzt. Diese entsprechen der maximalen Rendite, die ein Gläubiger vereinnahmen kann, wenn die Anleihe bis zum Rückzahlungstag im Depot gehalten wird. Geht das Unternehmen vorher insolvent, geht die Anleihe in Default und die ex post tatsächlich erzielte Effektivverzinsung ist erheblich niedriger als ursprünglich unterstellt. Der Insolvenzanteil der Fremdkapitalkosten darf daher nicht Bestandteil der durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten sein, da diese die erwartete Verzinsung einer Unternehmensanleihe im Fall des Going Concern definieren. Der Unterschied zwischen den erwarteten Fremdkapitalkosten und der vertraglich vereinbarten Effektivverzinsung kann in der Bewertungspraxis erheblich sein, er wird im Bewertungsalltag allerdings leider nur selten beachtet.

Die geläufige Definition der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten WACC (wobei  $r_{EK}$  und  $r_{Debt}$  für die Eigen- und Fremdkapitalkosten,  $EK_0$  und  $Debt_0$  für die Marktwerte des Eigen- und Fremdkapitals und  $\tau$  für die unternehmensspezifische Steuerquote stehen)

$$WACC = r_{EK} \frac{EK_{0,t-1}}{EK_{0,t-1} + Debt_{0,t-1}} + r_{Debt} \frac{Debt_{0,t-1}}{EK_{0,t-1} + Debt_{0,t-1}} (1 - \tau)$$

verleitet viele Bewerter zu der Annahme, eine Veränderung der Zielkapitalstrukturen könne eins zu eins in alternative Kapitalkosten umgesetzt werden. Allerdings ist zu beachten, dass sich das finanzielle Leverage in zweierlei Hinsicht auf die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten auswirkt: Zum einen über die Gewichte der Marktwerte von Eigen- und Fremdkapital, zum anderen über die Eigenkapitalkosten, die ja selbst wiederum von der Höhe des finanziellen Leverage abhängen:

$$r_{EK} = r_{EK,U} + (r_{EK,U} - r_{Debt})(1 - \tau) \frac{Debt_0}{EK_0},$$

wobei  $r_{EK,U}$  die Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens darstellen. In einer Welt, in der das Theorem von Modigliani-Miller gelten soll, führt jede Veränderung des finanziellen Leverage zu einer entsprechenden Veränderung der Eigenkapitalkosten. Abgesehen vom Steuervorteil führt eine Erhöhung des günstigen Fremdkapitalanteils über einen gleichzeitigen Anstieg der Eigenkapitalkosten daher nicht automatisch auch zu sinkenden WACC.

Auch beim Einsatz von Betafaktoren können sich Fehler einschleichen. Häufig sind große Bandbreiten der ermittelten Werte festzustellen, je nachdem, über welchen Zeitraum die Beta-Werte berechnet wurden. Wenn aber wie in Deutschland etwa 80% der (statistisch relevanten) Betafaktoren in einer Bandbreite zwischen 0,75 und 1,25 liegen, sind Werte von unter 0,5 oder über 2,0 meist Zufallswerte, die statistisch nicht von Belang sind. Insbesondere bei der Diskontierung langfristiger, womöglich unendlicher Zahlungsströme sollten diese Werte nicht verwendet werden, sondern vielmehr Fundamental-Betas aus Vergleichsunternehmen abgeleitet werden.

Insbesondere bei Wachstumsunternehmen sind gerade zu Beginn der Detailplanungsphase negative Cashflows keine Ausnahme. Zur Bestimmung ihrer Barwerte werden diese häufig mit denselben Kapitalkosten diskontiert wie positive Cashflows. Dabei kommt es zu einem logischen Defekt, da der Barwert der negativen Cashflows umso geringer ist, je höher der Diskontierungssatz ist. Dieses Vorgehen kann nicht korrekt sein, da dadurch letzten Endes risikoreichere Projekte höher bewertet würden als risikoärmere, ein Ergebnis, das im Widerspruch zur Risikoaversion des Investors steht. Sinnvoll ist es daher, in Verlustfällen negative Risikoprämien zu verwenden.

## Fehler in der Anwendung der Bewertungsmodelle

A mistake in judgment isn't fatal, but too much anxiety about judgment is.  
Pauline Kael (1919-2001), US-Filmkritikerin

Der unsaubere Einsatz der durchschnittlichen Kapitalkosten in DCF-Modellen ist eine permanente Fehlerquelle, insbesondere wenn Zielquoten für den Marktwert des Eigenkapitals und des Fremdkapitals bereits in der Detailplanungsperiode angelegt werden. In diesem Fall kommt es zu einer tendenziellen Überschätzung des Unternehmenswertes, da es während der Detailplanungsphase in der Regel zu einer Verringerung des Gearing kommt, was wiederum einen Anstieg der WACC zur Folge hat. Dieser Anstieg wird nicht modelliert, wenn die Kapitalquoten bereits zu Beginn der Detailplanungsperiode auf ihre jeweiligen Zielwerte fixiert worden wurden.

Viele Bewertungsverfahren basieren auf konstanten Diskontierungssätzen, zumindest in den jeweiligen Phasen. Bei Unternehmen, deren Risikostrukturen sich im Zeitablauf verändern, etwa weil das Unternehmen sich am Beginn einer Phase überdurchschnittlichen Wachstums oder in einem Restrukturierungsprozess befindet, in dem risikobehaftete Teile des Unternehmens verkauft werden sollen, wird die vergangenheits- oder zielkapitalstrukturbasierte Ermittlung der Diskontierungssätze zu einer fehlerhaften Berechnung des Unternehmenswertes führen. Gerade in Zeiten unlimitierter Rechnerkapazitäten bietet es sich an, für die einzelnen Jahre unterschiedliche Diskontierungssätze zu verwenden, die dann im Zeitablauf zu kumulieren sind. Das bedeutet zum Beispiel, dass in die WACC des Jahres  $t+3$  sämtliche vorhergehenden WACC eingehen müssen, und zwar gemäß folgendem Zusammenhang:

$$WACC_{t+3} = (1 + WACC_{t+1})(1 + WACC_{t+2})(1 + WACC_{t+3}) - 1$$

oder allgemein:

$$WACC_{t+i} = \prod_{i=1}^n (1 + WACC_{t+i}) - 1.$$

Ebenfalls weit oben auf der Fehlerliste stehen Inkonsistenzen bei der Berechnung des Terminal Value. Wir erinnern uns: Ein bei der Berechnung des Endwertes unterstelltes Wachstum, das über die langfristig angesetzte Wachstumsrate der Gesamtökonomie hinausgeht, ist nicht möglich. Gleichzeitig ist auch eine permanente Schrumpfung der Kapitalbasis nicht möglich, da sich das Unternehmen früher oder später auflösen wird.

Eine weitere, häufig zu beobachtende Fehlerquelle in Bewertungsmodellen ist die Inkonsistenz von Diskontierungsfaktor und zu diskontierender Größe: Werden die Cashflows geschätzt, die Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung stehen, sind als Diskontierungssatz die durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten anzusetzen. Erfolgt dagegen die Ermittlung des Unternehmenswertes über Cashflows to Equity, auf die allein die Aktionäre einen Anspruch haben, muss eine Diskontierung anhand der geforderten Eigenkapitalkosten erfolgen. In dieselbe Kerbe schlagen Inkonsistenzen, wie sie bei der Bildung von Multiplikatoren entstehen können. Prominentes Beispiel ist der Kurs/Umsatz-Multiplikator. Dabei steht im Nenner eine gesamtkapitalspezifische Kennzahl, im Zähler dagegen eine eigenkapitalspezifische. Meist argumentieren die Befürworter dieser Kennzahl damit, dass ja schließlich alle Unternehmen aus der Referenzgruppe gleichermaßen von der Inkonsistenz betroffen seien. Doch lässt sich damit nicht eine Legitimität dieser Kennzahl begründen. Beispielsweise mögen zwei unterschiedlich verschuldete Unternehmen zwar gleich bewertet sein, jedoch ist die Aktie des höher

verschuldeten Unternehmens relativ überbewertet, die des weniger verschuldeten Unternehmens relativ unterbewertet.

Eigen- wie Gesamtkapitalkosten sind nur in Einperiodenmodellen präzise definiert. Kommen sie in Mehrperiodenmodellen zum Einsatz, sind in der Regel Verzerrungen die Folge, da zum Beispiel bei der Berechnung des Terminal Value nicht dieselben Kapitalkosten zum Einsatz kommen sollten wie bei der Bewertung von Zahlungsströmen während der Detailplanungsperiode.

Eigentlich ein Anfängerfehler, taucht er trotzdem immer wieder in Bewertungsmodellen selbst aus profilierten Research-Häusern auf: Die fehlerhafte Diskontierung des Endwertes. Anstelle der korrekten Diskontierung

$$TV_0 = \frac{TV_{T+1}}{(1+WACC)^T},$$

liest man häufig

$$TV_0 = \frac{TV_{T+1}}{(1+WACC)^{T+1}}.$$

Hierbei wird der Fortführungswert – vermutlich aus Symmetriegründen – um eine Periode zu viel diskontiert.

Schließlich ergeben sich auch aus Multiplikatormodellen verschiedene Probleme. Angenommen, die Peergroup sei mit einem EV/EBIT-Multiple von 3,0x bis 11,8x bewertet und der Durchschnittswert liege bei 6,9x. Angesichts einer derart großen Bandbreite sollte sich der Bewerter eher die Frage stellen, ob die Peergroup überhaupt die richtigen Werte enthält und warum ein mathematischer Durchschnittswert eine bewertungsrelevante Funktion übernehmen soll.

Auch sollte sich der Adressat einer Unternehmensbewertung nicht von allzu tief sinnigen Ableitungen des Bewerter anhand von selbst geschaffenen „esoterischen“ Multiplikatoren blenden lassen. Wenn also zum Beispiel, der Enterprise Value eines Pay TV-Senders durch die Anzahl der Einwohner des von diesem Sender abgedeckten Landes dividiert und dieser Wert anschließend mit dem Anteil des Bruttoinlandsprodukts dieses Landes am Bruttoinlandsprodukts des Kontinents und mit dem Marktanteil des Bezahlsenders multipliziert wird, dann erhält man nach Subtraktion der Nettoverschuldung und anschließender Division durch den Wechselkurs einen Wert, dessen Aussagekraft allenfalls vergleichbar ist mit dem Wert, der sich ergeben würde, wenn man das Alter des Schäferhundes von Herrn Schmidt, dem Hausmeister des Bezahlsenders, mit drei multipliziert.

## Fehler bei der Berechnung der Kapitalbasis

It is a mistake to look too far ahead. Only one link of the chain of destiny can be handled at a time.

Sir Winston Churchill (1874-1965), britischer Staatsmann

War der Ursprung des Industriezeitalters noch durch eine hohe Kapitalintensität der Produktion gekennzeichnet, spielen heute Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten oft eine erfolgsentscheidende Rolle. Dennoch müssen Unternehmen, die nach IFRS bilanzieren, ihre Forschungsinvestitionen im Jahr ihrer Entstehung als Aufwand verbuchen, und auch Entwicklungskosten sind unter bestimmten Bedingungen nicht aktivierungsfähig. Werte, die mit Forschung und Entwicklung geschaffen werden, dürfen also regelmäßig nicht aktiviert werden, sondern verringern durch ihre unmittelbare Verkostung den Unternehmenswert. Durch die Behandlung als Opex (nicht Capex) werden forschungsintensive Unternehmen und Industrien gegenüber reifen Unternehmen und Industrien systematisch benachteiligt.

Um F&E-Aufwendungen im Rahmen einer Unternehmensbewertung zunächst zu kapitalisieren und dann entsprechend ihrer Nutzung abzuschreiben sind Annahmen über die Zeitspanne zu treffen, in der die entwickelten Produkte kommerziell verwertet werden können. Diese Zeitspanne variiert von

Unternehmen zu Unternehmen und Branche zu Branche. In der Pharma- und Biotechnologiebranche sind infolge strikter Zulassungskriterien Verwertungszeiträume von 20 Jahren keine Seltenheit, in der Softwareindustrie sind sie dagegen deutlich kürzer. Nachdem ein nachvollziehbarer Zeitraum festgelegt wurde, werden die kapitalisierten F&E-Aufwendungen als kalkulatorische F&E-Abschreibungen vom operativen Ergebnis in Abzug gebracht. Im Fall einer fünfjährigen Verwertungsdauer können also nach einem Jahr noch 80% des ursprünglichen Vermögenswertes aktiviert werden.

Wird die Kapitalbasis um die bislang verkosteten F&E-Aufwendungen angepasst, müssen diese anschließend aus Konsistenzgründen in der Gewinn- und Verlustrechnung hinzugerechnet werden. Die Differenz zwischen den tatsächlichen F&E-Aufwendungen einer Periode und den jeweiligen Abschreibungen ( $Dep_{F\&E}$ ) auf die kapitalisierten F&E-Aufwendungen entspricht der notwendigen Ergebnisadjustierung:

$$EBIT_{adj} = EBIT_{rep} + F \& E - Dep_{F\&E}$$

Das um F&E-Aufwendungen bereinigte operative Ergebnis ist daher umso höher, je länger der erwartete Auswertungszeitraum ist. Tendenziell wird sich die Kapitalisierung von F&E-Aufwendungen auf das operative Ergebnis in der Pharmabranche stärker auswirken als auf die Ertragslage von Softwareentwicklern. Gleichfalls sind die Auswirkungen stärker bei Unternehmen zu spüren, deren Entwicklungsaufwendungen im Zeitablauf ansteigen; im Zeitablauf rückläufige Entwicklungsaufwendungen könnten theoretisch sogar einen negativen Effekt auf das adjustierte EBIT haben.

Ähnlich den F&E-Aufwendungen werden in der Bewertungspraxis auch die operativen Leasingverpflichtungen häufig vernachlässigt. Da Leasingaufwendungen eine feststehende zukünftige Verpflichtung darstellen, sollte der Finanzierungsanteil auch dem finanziellen Leistungsbereich zugeordnet werden, nicht dem operativen. Ansonsten würde es zu einer Diskriminierung gegenüber Unternehmen kommen, die ihre Investitionen als Kauf mit Fremdfinanzierung oder über Capital Leasing finanzieren. Das operative Ergebnis, in dem die Leasingaufwendungen rein buchhalterisch enthalten sind, wird um den Betrag der impliziten Zinsen zu gering ausgewiesen und ist dementsprechend zu entlasten. Dieser Adjustierungseffekt errechnet sich aus den Vorsteuerkosten des Fremdkapitals des Unternehmens und dem Barwert der operativen Leasingverpflichtungen. Wie bei F&E-Aufwendungen erfolgt die Anpassung nach folgender Formel:

$$EBIT_{adj} = EBIT_{rep} + OpLease - Dep_{Lease}$$

Die Einstufung der operativen Leasingaufwendungen in den finanziellen Leistungsbereich erhöht also das Betriebsergebnis und damit den Freien Cashflow. Es gibt aber auch einen gegenläufigen Effekt auf den Freien Cashflow, der häufig unterschlagen wird: Veränderungen der operativen Leasingbeträge im Zeitablauf sind nämlich als Substitut für Sachanlageinvestitionen zu betrachten. Ausgaben für operatives Leasing erhöhen mithin die Sachanlageninvestitionen und verringern den Freien Cashflow. Die gesamten Capex einer Periode sind demnach die Summe aus den direkten Investitionen und den über operatives Leasing getätigten Investitionen, also

$$Capex_t^{adj} = Capex_t + \Delta Lease_{0,t}$$

Weitere Auswirkungen hat die Kapitalisierung der Leasingaufwendungen auf EV-bezogene Multiplikatoren. So wird sich der EV/Umsatz-Multiplikator durch die Berücksichtigung von Leasing in jedem Fall verschlechtern, da hier zwar der Zähler ansteigt, der Nenner jedoch konstant bleibt. Anders im Fall des EV/EBITDA-Multiplikators, bei dem Zähler wie Nenner gleichermaßen zu adjustieren sind, und zwar im Zähler um die Leasingaufwendungen und im Nenner um die impliziten Zinszahlungen ( $Int_{implizit}$ ):

$$EV/EBITDA = \frac{EK_0 + Debt_0 + Lease_0}{EBITDA + Int_{implizit}}$$

## **Fazit**

Failure is a success if we learn from it.

Malcolm Stevenson Forbes (1919-1990), US-amerikanischer Verleger

Zuzugeben, dass man einen Fehler gemacht hat, fällt schwer. Denn die Erwiderung darauf lautet in der Regel nicht, dass dieses Eingeständnis geschätzt und nach Wegen gesucht wird, derartige Fehler in Zukunft zu vermeiden. Doch gerade an den Kapitalmärkten können Fehler kostspielig und daher nachteilig für die weitere Karriereplanung sein. Dieser Beitrag soll eine Unterstützung für Analysten und Investoren sein, die gängigsten Fehler in der Unternehmensbewertung zu vermeiden.

## **Literatur des Autors zum Thema**

Hasler P T (2011) Aktien richtig bewerten: Theoretische Grundlagen praktisch erklärt, Springer, Berlin-Heidelberg

Hasler P T (erscheint 2013) Die Quintessenz der Unternehmensbewertung, Springer Gabler, Berlin-Heidelberg