

Technische Universität Ilmenau
Fakultät für Wirtschaftswissenschaften
Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition
Univ.-Prof. Dr. rer. Pol. Ralf Trost

Diplomarbeit

Fachgebiet Finanzwirtschaft/Investition
Sommersemester 2009

Bewertung von Fußballclubs

*Eine Untersuchung zur Anwendung von Vergleichswertverfahren für die
Bewertung deutscher Fußball-Bundesligaclubs*

Diplomarbeit zur Erlangung des akademischen Grades
Diplom-Kaufmann
an der Technischen Universität Ilmenau

Betreuer:

Dipl.-Kfm. Alexander Fox

Endnote: 1.7

vorgelegt von:

Weimar, Daniel

Matrikel-Nr.: 37463

Medienwirtschaft, Matr. 2003

Helmholzring 2e, 98693 Ilmenau

Telefon: 0163 – 23 42 544

Email: daniel.weimar@hotmail.de

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis.....	VI
A Einleitung	1
B Wirtschaftliche Betrachtung deutscher Fußball-Bundesligaclubs	4
1. Der Fußballclub als Fußballunternehmen.....	4
2. Charakteristika von deutschen Fußballunternehmen.....	5
2.1. Gängige Rechtsformen.....	5
2.2. Finanzierungs- und Ausgabenstruktur	6
2.2.1. Innenfinanzierung.....	6
2.2.2. Außenfinanzierung	11
2.2.3. Ausgabenstruktur	13
2.2.4. Prognoseprobleme durch die Abhängigkeit von sportlichen Erfolgen	14
2.3. Kapital- und Vermögensstruktur.....	15
2.4. Risiken	16
3. Vergleich mit Clubs anderer europäischer Ligen	17
C Vergleichswertorientierte Unternehmensbewertung.....	25
1. Grundlagen zur Unternehmensbewertungslehre	25
2. Konzept der vergleichswertorientierten Bewertung	28
2.1. Das Bewertungsmodell	29
2.2. Bewertungskonzeptionen.....	31
2.3. Anwendung	34
3. Formen marktorientierter Multiplikatoren.....	34
3.1. Equity-Multiplikatoren	35
3.1.1. Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV).....	35
3.1.2. Price-Earnings to Growth Ratio (PEG-Ratio).....	38
3.1.3. Kurs/Cashflow- Verhältnis (KCF)	39
3.1.4. Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)	41
3.1.5. Bewertung von Equity-Multiplikatoren	43
3.2. Entity-Multiplikatoren	44
2.2.1. Enterprise-Value (EV).....	44
3.2.2. Enterprise-Value / EBIT und auf dem EBIT beruhende Größen	45
3.2.3. Enterprise-Value / Umsatz	47
3.2.4. Enterprise-Value / Capital-Employed (CE)	48
3.2.5. Bewertung von Entity-Multiplikatoren	49
3.3. weitere Multiplikatoren.....	50

3.4. Zusammenfassende Übersicht über mögliche Multiplikatoren	52
4. Ablauf der Multiplikatorbewertung.....	53
D Eignung der Vergleichsverfahren zur Bewertung deutscher Fußball-	
Bundesligaclubs	60
1. Auswahl geeigneter Multiplikatoren	60
2. Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen	63
3. Wertermittlung.....	67
4. Bewertung der Ergebnisse	72
E Zusammenfassung	75
Anhang.....	78
Literaturverzeichnis	88

B Wirtschaftliche Betrachtung deutscher Fußball-Bundesligaclubs

1. Der Fußballclub als Fußballunternehmen

Als zentralen Gegenstand der Unternehmensbewertung sieht *Seppelfricke*⁵ die „[...] Ermittlung des Wertes von Unternehmen [...]“. Erscheint diese Definition generell als eindeutig, ergeben sich bezüglich der Betrachtung von Fußballclubs, besonders in Deutschland, einige Probleme, da Fußballclubs größtenteils als eingetragene Vereine geführt werden. Damit stellt sich die Fragen, ob ein Verein überhaupt als Unternehmen gesehen werden kann und ob die Dimension der Erträge ausreichend ist, um eine Bewertung überhaupt notwendig zu machen. Ein Blick auf die aktuellen 56 Proficlubs⁶ in Deutschland zeigt, dass hervorgerufen durch steigenden Kapitalbedarf⁷ in den letzten Jahren (z.B. steigende Transfergehälter, Stadionumbauten usw.), bereits 22 Clubs eine Ausgliederung der Profiabteilungen in eine Kapitalgesellschaft vollzogen haben. In diesen Fällen kann eindeutig von Fußballunternehmen aus rechtsformeller Sicht gesprochen werden.

Trotzdem bleibt, vor allem in Deutschland, das Problem der verbleibenden eingetragenen Vereine, welche nicht direkt als Wirtschaftsunternehmen gelten können. *Siegloch*⁸ sieht hierbei keine großen Unterschiede zwischen Vereinen und Unternehmen, da auch in Vereinen die für die Identifizierung von Unternehmen herangezogenen Merkmale (Zweckgebilde, Funktionseinheit, Markteinbindung und Preisgestaltung) nachweisbar sind. Auch *Klimmer*⁹ zieht viele Parallelen zwischen den Charakteristika von Fußballclub und Unternehmen. So können die vom sportlichen Erfolg abhängigen Zuschauereinnahmen als qualitätsabhängige Nachfrage, der Aufstieg als Erschließung neuer Märkte, die Teilnahme an internationalen Wettkämpfen als Internationalisierung und die kontinuierliche sportliche Leistung als bleibende Qualitätsstandards gesehen werden.

Neben diesen Struktur- und Aufbauähnlichkeiten zu klassischen Unternehmen, kann ebenfalls die Ertragskraft der Clubs als Hinweis auf die Behandlung als Wirtschaftsunternehmen dienen. So erzielten die Clubs im Lizenzfußball 2006/2007 einen Gesamtertrag von 1,7 Milliarden Euro und ein durchschnittliches EBITDA von 8,26 Millionen Euro pro

⁵ Zitat Seppelfricke (2003), S.1.

⁶ Siehe Anhang, Tabelle 10: Deutsche Profivereine und ihre Gesellschaftsform der Profiabteilungen.

⁷ Vgl. Schewe/Littkeman (2002), S.66.

⁸ Vgl. Siegloch (2001), S.12, für genauere Ausführungen siehe Siegloch (2001), S.3 ff.

⁹ Vgl. Klimmer (2003), S.55.

Verein.¹⁰ Alleine die FC Bayern München AG erzielte ein EBITDA von 53,5 Millionen Euro.¹¹ Diese finanziellen Ergebnisse lassen sich ohne Probleme mit denen erfolgreicher mittelständischer Unternehmen oder sogar Aktiengesellschaften vergleichen.¹² Nicht zu übersehen sind weiterhin Steuerabgaben in Form von Körperschafts- und Gewerbesteuer im Lizenzfußball 2006/2007 von über 549 Millionen Euro¹³, was zusätzlich für die Behandlung der Vereine als Unternehmen spricht.

Der Wirtschaftszweig Fußball ist damit in den letzten Jahren so relevant und ertragskräftig geworden, dass Profifußballclubs als von ökonomischen Zielen geleitete Wirtschaftsunternehmen gesehen werden können.

2. Charakteristika von deutschen Fußballunternehmen

2.1. Gängige Rechtsformen

Hinsichtlich der Rechtsformen von Fußballclubs existieren einige Unterschiede zwischen der Bundesliga und anderen europäischen Profiligen. Der englische Verband ermöglichte bereits 1896 den heimischen Clubs eine Umwandlung in eine Kapitalgesellschaft in Form einer „limited Company“,¹⁴ während der DFB erst ab 1998 die Ausgliederung der Profiabteilungen in eine Kapitalgesellschaft in Form einer GmbH, GmbH & Co. KGaA oder AG genehmigte.¹⁵ Seitdem kam es in Deutschland verstärkt zur Ausgliederung der Profiabteilungen in Kapitalgesellschaften.¹⁶ Gründe für eine Umwandlung sind vielfältig. So haftet bspw. der Vorstand eines Vereins persönlich bei Verletzungen gegen die Steuerabgaben oder es kann durch eine partiell steuerpflichtige Profiabteilung zur steuerlichen „Infektion“ des gesamten Vereins kommen.¹⁷ Des Weiteren bleiben einem Verein zahlreiche Finanzierungsformen aus Eigen- oder Fremdkapital versagt.¹⁸ Zusätzlich bietet die Kommanditgesellschaft den Vorteil der steuerneutralen Ausweisung stiller Reserven, weshalb die Mehrzahl der Profiabteilungen als GmbH & Co. KGaA registriert sind.¹⁹

¹⁰ Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.166 & 172.

¹¹ Vgl. FC Bayern – „Bilanz“ (2008), S.2.

¹² Zum Vergleich: die Zanox-AG erzielte 2006 ebenfalls ein EBITDA von 8 Mio. €, Vgl. o.A. www.golem.de vom 22.05.2007.

¹³ Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.77.

¹⁴ Vgl. Zacharias (1999), S.57.

¹⁵ Vgl. §16c der DFB-Satzung (Download im Internet unter www.dfb.de).

¹⁶ Siehe Anhang, Tabelle 10: Deutsche Profivereine und ihre Gesellschaftsform der Profiabteilungen.

¹⁷ Vgl. Ernst & Young – „Bälle, Tore und Finanzen III“ (2006),S.39.

¹⁸ Vgl. Ernst & Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S.35, weitere Ausführungen unter Punkt 2.2.2.

¹⁹ Vgl. Ernst & Young – „Bälle, Tore und Finanzen III“ (2006),S. 41.

Die Umwandlung in eine börsennotierte Aktiengesellschaft, durch die weiteres Eigenkapital für die enormen Personalkosten akquiriert werden kann, ist in der Bundesliga bisher nur bei Borussia Dortmund im Jahre 2000 vollzogen wurden. Anders in England, wo Tottenham Hotspur bereits 1983, als erster Fußballclub Europas, das „Going-Public“ wagte.²⁰ Da der Gang an den Kapitalmarkt zu hohe Anforderungen²¹ an die Clubs mit noch teilweisen Vereinsstrukturen stellt, ist in naher Zukunft mit keinen weiteren Börsengänge von deutschen Fußballclubs zu rechnen.²²

Es lässt sich festhalten, dass die Fußballunternehmen in Deutschland noch stark in Vereinsstrukturen gefestigt sind, sich jedoch rasant zu gut organisierten Kapitalunternehmen entwickeln. In anderen europäischen Ligen sind die Profiabteilungen bereits zum größten Teil als Kapitalgesellschaften geführt.

2.2. Finanzierungs- und Ausgabenstruktur

2.2.1. Innenfinanzierung

Auf 1.747 Mrd. Euro beliefen sich die Gesamteinnahmen der Bundesliga in der Saison 2006/2007 – Tendenz steigend. Mit einem Umsatzwachstum von 37 % in den letzten vier Jahren kann von einem, seit Jahren anhaltendem, überdurchschnittlichem Wachstum der Sportdienstleistungsbranche gesprochen werden.²³ Diese kontinuierlich steigende Profitabilität ist vor allem auf den neuen Medienvertrag 2007, steigende Sponsoringeinnahmen und den anhaltenden Zuschauerzulauf, verbunden mit einer modernen Stadioninfrastruktur, zurückzuführen.²⁴ Weitere Ursachen für diese positive wirtschaftliche Entwicklung in den letzten Jahren, sind außerdem im verbesserten Management auf Clubseite, wie auch in den strengen Lizenzierungsverfahren²⁵ und Kontrollen durch die DFL zu sehen.²⁶ Hinsichtlich der Struktur der Einnahmen ist besonders der auffallende ausgewogene Mix aus

²⁰ Vgl. WGZ-Bank – „FC Euro AG“ (2004), S.21.

²¹ z.B. größere Transparenz im externen Rechnungswesen, Kapitalmarktfähigkeit – und Kommunikation, Vgl. dazu: WGZ-Bank – „FC Euro AG“ (2004), S.9.

²² Vgl. Ernst & Young – „Bälle, Tore und Finanzen II“ (2004), S. 37.

²³ Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.77.

²⁴ Vgl. Deloitte & Touche – „Football Money League“ (2008), S.2.

²⁵ Neben sportlichen, rechtlichen und administrativen Kriterien, sorgen vor allem die Kriterien über die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit für die Gewährleistung ordentlichen Wirtschaftens bei den Clubs (§2 LO) – so sind die Veröffentlichung von Bilanz, GuV und der Bericht eines Wirtschaftsprüfers Pflicht (§8 LO), ansonsten drohen Strafen oder im Härtefall der Entzug der Lizenz, Vgl. dazu DFL – „Lizenzierungsordnung (LO)“ (2006).

²⁶ Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.18.

verschiedenen Einkommensquellen ein wirtschaftlicher Pluspunkt für die Bundesliga, was eine unverhältnismäßige Abhängigkeit von einzelnen Erlösquellen verhindert.²⁷

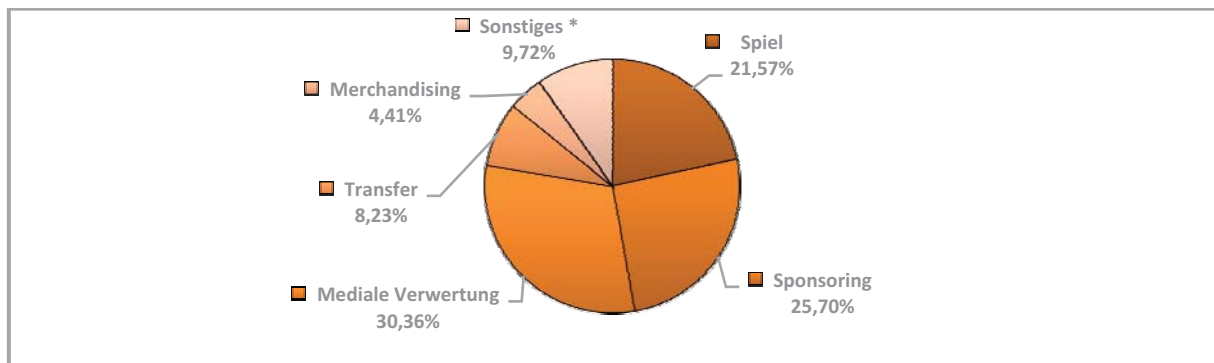


Abbildung 1: Einnahmestruktur deutscher Fußball-Bundesligaclubs 2007/2008
(Datenquelle: DFL - "Bundesliga Report" (2009), S. 145)

Spieleinnahmen

Einkünfte aus dem Spielbetrieb generieren sich vor allem aus Ticketverkäufen für die Heimspiele. Abhängig sind die Spieleinnahmen zum Einen vom sportlichen Erfolg in der Bundesliga und zum Anderen von der Teilnahme und vom Abschneiden in den großen nationalen und europäischen Pokalturnieren (DFB-Pokal, Champions-League, UEFA-CUP). Gerade in den internationalen und nationalen Wettkämpfen sind die Stadien zumeist zu 100% ausgelastet und die Eintrittspreise um höher als bei einem Ligaspiel. Auch die per Zufall vergebenen Spieltermine können unter Anderem große Auswirkungen auf die Spielerlöse haben.²⁸

In Europa ist die Bundesliga mit durchschnittlich 38.000 verkauften Karten pro Spiel²⁹ und kontinuierlich steigenden Eintrittszahlen³⁰ Zuschauerspitzenreiter, was insbesondere auch auf wachsende Stadionkapazitäten zurückzuführen ist. Obwohl die Zuschauerzahlen in der Regel konstant bleiben, unterliegen die Einnahmen aus den Spielen einem hohen Risiko und geringer Planbarkeit, da diese stark vom Abschneiden in den Pokalwettbewerben und dem Erfolg im Allgemeinen abhängig sind. Gerät ein über Jahre erfolgreicher Club in den Abstiegskampf, sinken die Zuschauerzahlen oft innerhalb ein paar Wochen merklich, was die ohnehin prekäre finanzielle und sportliche Situation verschärfen kann. Selbst wenn die Qualifikation für einen internationalen Wettkampf gelingt, können die zusätzlichen Kartenverkäufe aus dem Wettbewerb nur schwer geschätzt werden, da nicht absehbar ist, wie

²⁷ Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.66.

²⁸ So waren alle drei Mittwochsspiele von Borussia Dortmund 2007/2008 Heimspiele, was zu einer spürbar geringeren Auslastung des Stadions führte – Vgl. BorussiaDortmund – „Geschäftsbericht“ (2008), S.61.

²⁹ Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.19.

³⁰ Siehe Anhang: Abbildung 31: Entwicklung der Zuschauerzahlen im Lizenzfußball.

viele Spiele der Club im Wettbewerb bestreiten wird. Geringe Prognostizierbarkeit ist somit eine nicht zu unterschätzende Eigenschaft der Spieleinnahmen.

Sponsoring

Zweitgrößte Einnahmequelle ist die Vermarktung von Werbeplätzen. Größtes Vermarktungspotential besitzen Werbeplätze auf Trikots, Werbebanden, Anzeigetafeln, Internet und seit einigen Jahren auch die Stadionumbenennung. Dabei verzeichnen die deutschen Clubs jährlich steigendes Sponsoreninteresse³¹ und sind mit 429 Mio. Euro³² Spitzenreiter in Europa³³. Ebenfalls als attraktiv haben sich in den letzten Jahren die Hospitality-Bereiche in und um die Stadien herausgestellt und generieren bereits nicht zu vernachlässigende Umsätze.³⁴ Vorteilhaft an diesen Einkünften ist die oft langjährige Kooperation mit den Unternehmen, welche große Planungssicherheit verschafft.³⁵

Mediale Verwertung

Die Verwertung der Übertragung- und Medienrechte der Bundesliga im In- und Ausland erfolgt seit den Medienverträgen 2007 zentral durch die DFL bzw. den Ligaverband.³⁶ Daraufhin haben die Erlöse aus Medienverträgen bereits im ersten Jahr die Sponsoreneinnahme als wichtigste Ertragsquelle abgelöst.³⁷ Nach den für 2009 bis 2013 ausgehandelten TV-Verträgen, bekommen die Proficlubs der ersten und zweiten Bundesliga 412 Mio. Euro pro Jahr. Dies sind 7 Mio. Euro mehr aus der zentralen DFL-Kasse gegenüber den alten Verträgen. Ligapäsident *Rauball*³⁸ forcierte vor allem eine lange Laufzeit von vier Jahren beim Abschluss der Verträge, um „Planbarkeit und Verlässlichkeit [...]“ für die Clubs zu gewährleisten, was eine entscheidende Verbesserung zu den vergangenen TV-Verträgen darstellt.³⁹ Obwohl mit dieser zentralen Vermarktung das Solidaritätsprinzip im Vordergrund steht, werden die Medienerträge über einen leistungsabhängigen Schlüssel verteilt, welcher jedoch nicht so gravierende Unterschiede⁴⁰ ermöglicht, wie z.B. in England oder Spanien.⁴¹

³¹ Siehe Anhang: Abbildung 32: Entwicklung des Sponsoreninteresses.

³² Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.166.

³³ Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.18; Ernst&Young – „Bälle, Tore und Finanzen V“ (2008), S.15.

³⁴ Vgl. BorussiaDortmund – „Geschäftsbericht“ (2008), S.62.

³⁵ Z.B. Verlängerte 2008 EVONIK als Hauptsponsor von Borussia Dortmund um weitere 4 Jahre und SIGNAL IDUNA sogar 8 Jahre als Stadionsponsor - Vgl. BorussiaDortmund – „Geschäftsbericht“ (2008), S.61 ff.

³⁶ Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.22.

³⁷ Vgl. DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.66.

³⁸ Dr. Rauball, Ligapäsident der DFL in: DFL, www.bundesliga.de News vom 30.11.2008.

³⁹ Vgl. DFL, www. Bundesliga.de News vom 28.11.2008.

⁴⁰ Siehe Anhang, Tabelle 11: Verteilung der Medieneinnahmen“.

⁴¹ Max. an Einnahmen für einen ständigen Tabellenführer über 4 Jahre wären 27,3 Mio. und im schlechtesten Fall 11,3 Mio. in der ersten Bundesliga, Vgl. o.A. www.wiwo.de vom 02.02.2006.

Äquivalent zu den Spieleinnahmen sind aber auch die Einnahmen aus der medialen Verwertung stark von den Teilnahmen an nationalen und internationalen Wettbewerben abhängig. So werden die Einnahmen aus der Vermarktung des UEFA-Pokals über Erfolgsprämien und herkunftslandabhängigen Quoten auf die Teilnehmer verteilt. Alleine für die UEFA-Cup Teilnahme bekam jeder Club 2007/2008 einen Festbetrag von 5,4 Mio. Euro. Der bis ins Viertelfinale vorgestoßene FC Schalke 04 kam insgesamt auf 26,9 Millionen Euro Einnahmen, nur über die Verteilung der Vermarktungseinnahmen - bei Gesamteinnahmen 2006/2007 von 114 Mio. Euro⁴² ein wichtiger zusätzlicher Ertragsschub. Aber schon in der aktuellen Saison 2008/2009 schied der FC Schalke in der Gruppenphase aus – anstatt 26,9 Mio. Euro nur noch 5 Mio. Euro, was in Zukunft zu finanziellen Engpässen führen kann⁴³. Zusätzlich können auch Einnahmen von max. 6 Mio. Euro⁴⁴ für den DFB-Pokalsieger starke Schwankungen im Einkommensmix hervorrufen.

Es wird deutlich, dass die Einnahmen aus TV-Rechten zum wichtigsten Ertragsfaktor geworden sind und sogar weiterhin starke Steigerungspotenziale enthalten.⁴⁵ Jedoch sind diese Einnahmen nicht langfristig kalkulierbar und somit großen Schwankungen bzw. starken Risiken unterlegen. Die Clubs, welche die nicht an diesen Wettbewerben teilnehmen, haben durch die neuen Bundesliga Medienverträge ab 2009 größere Planbarkeit der Medieneinnahmen erhalten.

Transfergeschäfte

Vor allem in der Öffentlichkeit wahrgenommen sind starken Zuwächse bei den Ausgaben und Einnahmen aus Spielertransfers. In nur einem Jahr stiegen die Aufwendungen um 14,4 % auf 164 Mio. Euro in der Spielzeit 2006/2007 - im Falle von gesteigerten Marktwerten, eine lukrative Weise zusätzliche Erträge zu generieren. Vor allem der Verkauf von Jugendspielern bietet große Gewinnmargen, da abzüglich der Ausbildungskosten und Vermittlerkosten nahezu 100% Gewinn aus den Verkaufserlösen zu erzielen sind - insbesondere für kleinere Vereine eine bedeutende Einkommensquelle.⁴⁶

⁴² Vgl. Deloitte&Touche – „Football Money League“ (2008), S.3.

⁴³ Vorausgesetzt bei gleichbleibenden UEFA-Cup Prämien.

⁴⁴ o.A. www.sportbasis.com vom 12.06.2008.

⁴⁵ Siehe Anhang: Abbildung 33: Dimension der Medieneinnahmen.

⁴⁶ Der Verkauf von Lukas Podolski erzielt 10 Mio. Euro für den zweitklassigen 1. FC Köln - das waren 3,4% der Gesamterträge aller Zweitligaclubs in der Saison 2006/2007, DFL – „Bundesliga Report“ (2008), S.170.

berücksichtigte Faktoren wie Reinvestitionsrate und Rentabilität beeinflusst, was einen proportionalen Zusammenhang zwischen KGV und Gewinnwachstum ausschließt.¹⁸¹ Ein weiterer Kritikpunkt sind subjektive Einflüsse, da bei hohen Kapitalkosten und damit höherem Gewinnrisiko Zu- oder Abschläge notwendig sind.¹⁸² Zusätzlich haben auch die dem KGV entgegenzubringenden Kritikpunkte bei der Beurteilung des PEG Bestand.¹⁸³

3.1.3. Kurs/Cashflow- Verhältnis (KCF)

Während zur Berechnung des KGV die Marktkapitalisierung zum Jahresüberschuss ins Verhältnis gesetzt wird, berechnet sich das KCF auf Grundlage der Cash-Flows. Der Cash-Flow beschreibt alle verfügbaren Mittel (Zahlungsüberschuss / Defizit) im Unternehmen und gibt somit Auskunft über die Ertrags- und Innenfinanzierungskraft eines Unternehmens.¹⁸⁴ Das KCF zielt somit auf die Zahlungsströme und nicht auf die Gewinngrößen im Unternehmen ab.¹⁸⁵

Die Berechnung der Cash-Flows kann auf der Basis aller Zahlungsvorgänge (direkt) oder der GuV und seinen Veränderungen (indirekt) erfolgen. Letztere wird im Rahmen dieser Arbeit vorgestellt, da die nötigen Informationen für eine direkte Ermittlung für gewöhnlich nicht zugänglich sind.¹⁸⁶ Eine sich in Deutschland bewährte indirekte Methode, ist die Ermittlung des Cashflows nach DVFA/SG Definition¹⁸⁷. Diese beruht nur auf Zahlungen auf der Entstehungsseite, weshalb von Cash Earnings gesprochen wird.¹⁸⁸

¹⁸⁰ Vgl. Seppelfricke (2003), S.147.

¹⁸¹ Vgl. Langguth (2008), S.37; Adrian (2005), S.85.

¹⁸² Vgl. Adrian (2005), S.85.

¹⁸³ Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann (2002), S.207.

¹⁸⁴ Vgl. Seppelfricke, P. (2003), S.147; Berner/Rojahn (2003), S.157.

¹⁸⁵ Vgl. Trageser (2005), S.86.

¹⁸⁶ Vgl. Trageser (2005), S.86.

¹⁸⁷ Siehe Anhang, Abbildung 37: Ermittlung der Cash Earnings nach DVFA/SG Methode.

¹⁸⁸ Vgl. Seppelfricke (2003), S.147; Trageser (2005), S.89.

Trageser¹⁸⁹ hält jedoch die nach DVFA/SG ermittelten Cash-Earnings nicht für multiplikatorfähig, da diese Größe keine Nachhaltigkeit besitzt. Er schlägt die Verwendung eines bewertungsrelevanten Cash Earnings vor:

Jahresabschluss/ -fehlbetrag

+/- Bereinigung um einmalige Sondereinflüsse nach Steuern, unabhängig von ihrer Zahlungswirksamkeit

= Nachhaltiger Jahresabschluss/ -fehlbetrag

+/- Korrektur um nachhaltige (regelmäßig anfallende) nicht zahlungswirksame Aufwendungen/Erträge vor Steuern

= Bewertungsrelevante Cash Earnings

+/- Korrektur um Anteile Dritter an Cash Earnings

= Bewertungsrelevante Cash Earnings nach Anteilen Dritter

Abbildung 12: Ermittlung der bewertungsrelevanten Cash Earnings (Quelle: Trageser (2005), S.90.)

Um neben der Nachhaltigkeit auch die Vergleichbarkeit zwischen Unternehmen zu gewährleisten, dürfen Steuerlatenzen aus Verlustvorträgen nicht eliminiert werden.¹⁹⁰ Für einen aussagekräftigen Vergleich ist es darüber hinaus wichtig, bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen auf gleiche Kapitalintensitäten und Investitionssituationen zu achten. Unterschiedliche Investitionssummen in das Umlauf- oder Anlagevermögen vermindern die Vergleichbarkeit des Kurs/ Cash-Earnings-Multiplikators erheblich.¹⁹¹

In Multiplikatormodellen ist immer die Konsistenz zwischen der Referenz- und der Bezugsgröße zu achten, weshalb auch der Wert des Eigenkapitals an die Cash Earnings angeglichen werden muss. Sondereinflüsse mit einmaligem, außerordentlichem oder zeitlich begrenztem Charakter sind separat zu bewerten und zur Marktkapitalisierung anzuhängen bzw. abzuziehen. Für die Berücksichtigung von Stock Options, sind diese Optionen zum Wert des Eigenkapitals hinzuzurechnen.¹⁹²

Bewertung des KCV als bewertungsrelevanter Multiplikator

Die Bereinigung der Cash Earnings um nicht zahlungswirksame Aufwandspositionen, ermöglicht einen international vergleichbaren Maßstab für die Bewertung der Finanz- und

¹⁸⁹ Vgl. Trageser (2005), S.89 ff.

¹⁹⁰ Bei HGB Abschlüssen sind fehlende aktive latente Steuern fiktiv hinzuzufügen. Der Marktwert des Eigenkapitals ermittelt sich dann wie folgt: Bewertungsrelevante Cash Earnings x Multiplikator + Barwert der Steuerersparnisse aus der Nutzung des Verlustvortrages, Vgl. Trageser (2005), S.91.

¹⁹¹ Vgl. Trageser (2005), S.92.

¹⁹² Vgl. Trageser (2005), S.93.

Ertragskraft eines Unternehmens.¹⁹³ Vor allem die Einbeziehung nachhaltiger, nicht zahlungswirksamer Aufwendungen bzw. Erträge ist als Vorteil, gegenüber rein auf Ertragsgrößen bezogene Bezugsgrößen (EBIT, DVFA/SG), zu sehen. Einflüsse durch planmäßige Abschreibungen bzw. verschiedene Abschreibungspolitiken sind nicht möglich.¹⁹⁴ Diese Unabhängigkeit begründet einen wesentlichen Vorteil des KCV gegenüber dem KGV.¹⁹⁵

Obwohl eine Beeinflussung durch Abschreibungen ausgeschlossen wird, eröffnen unterschiedliche Rechnungslegungen trotzdem einige bilanzpolitische Spielräume¹⁹⁶ und machen grenzüberschreitende Unternehmensvergleiche schwierig. Gleiches gilt für die Sensibilität gegenüber unterschiedlichen Steuerbelastungen, da das KCV auf Größen nach Steuern beruht.¹⁹⁷

Verwässerungen der Aussagekraft durch unterschiedliche Verschuldungsgrade sind, wie auch beim KGV, nicht auszuschließen, da auch die bewertungsrelevanten Cash Earnings nach Abzug der Fremdkapitalzinsen definiert sind.¹⁹⁸ Durch die Konzentration auf die Entstehungsseite dienen die bewertungsrelevanten Cash Earnings nicht für Aussagen über die tatsächliche Liquiditätslage des Unternehmens. Deshalb sollte das Kurs/Cash Earnings Verhältnis lediglich als Ergänzung des KGV gesehen werden, vor allem wenn Bewertungs- und Vergleichsunternehmen ähnliche Finanzierungsstrukturen und Kapitalintensitäten aufweisen.¹⁹⁹

3.1.4. Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)

Sind bisher nur Stromgrößen als Bezugsgrößen dargestellt worden, so findet mit dem Einsatz des Buchwertes auch eine Bestandsgröße Anwendung unter den Equity-Multiplikatoren. Definiert ist das KBV als Quotient aus dem Marktwert des Eigenkapitals und dem Buchwert des Eigenkapitals. Durch die Einbeziehung von Substanzwerten in die Betrachtung, gilt das KBV als sehr praktikabel für die Aufdeckung von Unter- und Überbewertungen²⁰⁰.

¹⁹³ Vgl. Seppelfricke (2003), S.147; Berner/Rojahn (2003), S.155.

¹⁹⁴ Vgl. Trageser (2005), S.94; Berner/Rojahn (2003), S.157.

¹⁹⁵ Vgl. Langguth (2008), S.37; Seppelfricke (2003), S.148; Trageser (2005), S.94.

¹⁹⁶ Ansatz von Anlagen im Bau, Aktivierung von F+E Aufwendungen.

¹⁹⁷ Vgl. Seppelfricke (2003), S.148; Langguth (2008), S.39; Trageser (2005), S.94.

¹⁹⁸ Vgl. Seppelfricke (2003), S.148, Trageser (2005), S.94.

¹⁹⁹ Vgl. Trageser (2005), S.92 ff.

²⁰⁰ Zu beachten: nicht zwangsläufig deutet ein niedriges/hohes KBV auf eine Unter-/Überbewertung hin, erst unter Berücksichtigung der Eigenkapitalrendite und im Vergleich zu einer Gruppe von Vergleichsunternehmen mit gleiche Ertragskraft, Wachstumsrate und Risikostrukturen, Vgl. Kuhlmann (2005b), S.99.

Demgemäß werden Unternehmen, deren Börsenkurs unter dem Buchwert des Eigenkapitals je Aktie liegt, tendenziell als unterbewertet angesehen.²⁰¹

Für die Berechnung des Eigenkapitals zu Buchwerten gilt folgende allgemein gültige Definition, welche notwendige Bereinigungen enthält um Verzerrungen durch unterschiedliche Bilanzierungsmethoden weitestgehend zu eliminieren:

<p>Gezeichnetes Kapital</p> <ul style="list-style-type: none">+ Rücklagen (Gewinn- und Kapitalrücklagen)+ Bilanzgewinn/ -verlust+ Eigenkapitalanteil des Sopo mit Rücklagenanteil (bei HGB Abschlüssen)- Rücklagen für eigene Aktien (bei HGB Abschlüssen)- Dividende für das Berichtsjahr- Aktivierte Aufwendungen für Ingangsetzung und Erweiterung des- Anteile Dritter <p>= Eigenkapital zu bilanziellen Buchwerten</p>

Abbildung 13: Berechnung des KBV (Quelle: Kuhlmann (2005b), S.95.)

Wie auch beim KGV, spielen vor allem die Eigenkapitalrendite, die Eigenkapitalkosten und die Wachstumsrate, bezüglich des Einflusses auf den Multiplikator, eine entscheidende Rolle. Analog zur Herleitung des KGV, ist auch im Falle des KBV vom DDM nach Gordon auszugehen,²⁰² soweit die Eigenkapitalkosten größer als die Dividendenwachstumsrate sind.²⁰³ Unabhängig davon, besteht eine positive Korrelation zwischen dem KBV und dem Verhältnis von Eigenkapitalrendite (ROE) und Eigenkapitalkosten. Übersteigen die ROE die Kosten des Eigenkapitals, so hat auch das KBV einen Wert über eins und es wird eine Wertsteigerung erzielt. Im umgekehrten Fall bleibt das KBV unter eins und es kommt zur Wertvernichtung.²⁰⁴

Bewertung des KBV als bewertungsrelevanter Multiplikator

In der Regel gilt ein objektiv ermittelter Buchwert als guter Substanzwertindikator.²⁰⁵ Somit gilt eine Bewertung mittels des KBV vor allem bei Branchen mit traditionell hohen

²⁰¹ Vgl. Seppelfricke (2003), S.148; Kuhlmann (2005b), S.95.

²⁰² Siehe Anhang, Abbildung 38: Herleitung des KBV aus dem DDM nach Gordon.

²⁰³ Vgl. Kuhlmann (2005b), S.95.

²⁰⁴ Vgl. Kuhlmann (2005b), S.95 nach Günther, „Unternehmenswertorientiertes Controlling“ (1997), S.225.

²⁰⁵ Vgl. Seppelfricke (2003), S.148.

Substanzwerten (Industrieunternehmen) als aussagekräftig.²⁰⁶ In diesen Fällen erweist sich das KBV als sehr praktikabel für die Aufdeckung von Unter- und Überbewertungen.²⁰⁷

Jedoch ermöglicht das KBV keine Aussagen über zukünftige Erfolgspotenziale.²⁰⁸ Weiterhin müssten die Buchwerte der zu vergleichenden Unternehmen, um einen konsistenten Wert zu erhalten, auf eine einheitliche Basis gebracht werden. Umfangreiche Bereinigungen, aufgrund von unterschiedlichsten Bilanzierungsmethoden (Ansatz- und Bewertungswahlrechte) und Rechnungslegungsstandards, wären deshalb für eine Vergleichbarkeit notwendig.²⁰⁹ Weitere Verzerrungen sind bei Unternehmensakquisitionen und der damit verbundenen Aktivierung immaterieller Vermögensgegenstände zu beachten.²¹⁰

Durch häufige Abweichung des bilanziellen Eigenkapitals vom tatsächlichen eingesetzten Eigenkapital, z.B. durch Bildung stiller Reserven, kann es zu unterschiedlichen Bewertungen von Unternehmen mit identischem eingesetztem Eigenkapital kommen.²¹¹

Pauschalaussagen für KBV-Werte sind auch nicht möglich. So können, aufgrund akquisitorischem Wachstum oder einer hohen Verschuldung, profitable Unternehmen ein KGV von unter eins aufweisen. Auch ein überdurchschnittlich hohes KBV kann, z.B. in Fällen von Wachstumsunternehmen, als angemessene Bewertung gesehen werden.²¹²

Trotzdem gilt festzuhalten, dass die notwendigen Daten leicht zu erfassen sind und das KBV vor allem durch die Ausschaltung des unternehmensspezifischen Risikos als stabile Bewertungsgröße gelten kann.²¹³ Im Gegensatz zum KGV ist eine Anwendung auch in Verlustsituationen möglich und Verzerrungen können durch Peer-Group-Vergleiche mit passenden Vergleichsunternehmen eingegrenzt werden.²¹⁴

3.1.5. Bewertung von Equity-Multiplikatoren

Problematisch, hinsichtlich der Verwendung von Equity-Multiplikatoren, ist der starke Einfluss des Verschuldungsgrades auf die Eigenkapitalkosten und somit auf die Vergleichbarkeit von Unternehmen mit unterschiedlichen Kapitalstrukturen.²¹⁵ Deshalb sind

²⁰⁶ Vgl. Langguth (2008), S.39.

²⁰⁷ Vgl. Seppelfricke (2003), S.148.

²⁰⁸ Vgl. Seppelfricke (2003), S.149.

²⁰⁹ Vgl. Seppelfricke (2003), S.149; Langguth (2008), S.39; Kuhlmann (2005b), S.100.

²¹⁰ Vgl. Langguth (2008), S.39; Kuhlmann (2005b), S.100.

²¹¹ Vgl. Kuhlmann (2005b), S.101.

²¹² Vgl. Kuhlmann (2005b), S.101.

²¹³ Vgl. Langguth (2008), S.39; Kuhlmann (2005b), S.101.

²¹⁴ Vgl. Kuhlmann (2005b), S.101.

²¹⁵ Vgl. Langguth (2008), S.37 nach Löhnert/Böckmann.