

Wert-Ideen.Berlin

- Value Investing
- Liberale Philosophie
- Kritischer Rationalismus
- Österreichische Schule
- Finanzanalyse
- Rechnungslegung
- Kapitalmarkt
- Wertorientierte Steuerung

Wert-Ideen.Berlin

- wissenschaftlich fundiert
- lesbar und übersichtlich
- kritisch-rational
- nachhaltig und relevant
- fallibilistisch und realistisch
- komplexitätsreduzierend
- freiheitlich-liberal
- wertorientiert



Value Investing & Ideen (VI&I)

2. Jg. (2017), WIB-Blog Nr. 12 vom 31.01.2017

VI&I-Rubrik:

PreKo – Der Presse-Kommentar

*Gefährliche Blasen und irrational-
überschwängliche Muppets bei der
Aktienbewertung.....* 1
(Andreas Haaker)

Impressum..... 5




VI&I-Herausgeber
PD Dr. Andreas Haaker
Haaker@Wert-Ideen.Berlin
www.Wert-Ideen.Berlin



Foto: © Andreas Haaker 2017

Gefährliche Blasen und irrational-überschwängliche Muppets bei der Aktienbewertung

In seinem lesenswerten FAZ-Beitrag „Gefährliche Blasen“ stellt der Ökonom *Gunter Schnabl* (2017) klar:

„Wissenschaftlich wird eine Blase als Abweichung der Preise von den Fundamentaldaten definiert. Beispielsweise steigen die Aktienkurse über den tatsächlichen Wert der Unternehmen, der sich als Gegenwartswert der zukünftigen Einkommenszuflüsse errechnet.“

Damit wird dem individuellen Anleger eine rein rechnerische Überprüfungsmöglichkeit für das sog. Bewertungsniveau (Über-, Normal oder Unterbewertung) suggeriert, die nur irrational-überschwängliche Muppets nicht anwenden. Der zur Bestimmung des Bewertungsniveaus einer Aktie als Vergleichsmaßstab erforderliche „tatsächlichen Wert der Unternehmen, der sich als Gegenwartswert der zukünftigen Einkommenszuflüsse errechnet“, ist aber problematisch und manipulierbar. Nur in Grenzen lässt sich die Rechnung realwirtschaftlich fundieren (vgl. im Folgenden *Haaker* 2016).

Blasenbildung widerspricht der kuriosen Annahme, dass der Marktpreis (P) stets dem Wert (V) entspricht ($P = V$). Der Wert ergibt sich z.B. durch die Diskontierung der zukünftigen Dividenden (D) bzw. bei Vollausschüttung durch Abzinsung der erwarteten Gewinne (G) mit dem Kapitalkosten (k). Bei dauerhaft konstanten Gewinnen sollte gelten:

$$P = G/k = V$$

Die einfache Formel zeigt: Damit ein hoher Marktpreis (P) als sog. Fair Value ($P = V$) anzusehen ist, muss G entsprechen hoch oder k hinreichend niedrig sein. Bei $P = 2000$, $G = 100$ und k



VI&I-Autor:
Kontakt:



PD Dr. Andreas Haaker
Haaker@Wert.Ideen.Berlin
www.Wert-Ideen.Berlin

**Blasenbildung widerspricht der kuriosen Annahme:
 $P = V$**

= 10 % wäre die Interpretation von P als Fair Value (d.h.: $P = V$) fraglich:

$$P = 2000 \neq G/k = 100/0,1 = 1000 = V$$

Das Zauberwort der Marktmodellgläubigen heißt dann: Wachstum (mit der Rate g wie „g-türt“). Wird $g = 5\%$ angenommen, dann ist die „Fair-Value-Welt“ vordergründig wieder in Ordnung:

$$P = 2000 = G/(k-g) = 100/(0,1-0,05) = 2000 = V$$

Die Wachstumsrate ist jedoch bei Vollausschüttung ($D = G$) mangels Innenfinanzierung aus einbehaltenen Gewinnen erklärungsbedürftig, weshalb z.B. eine Ausschüttungsquote von nur $\alpha = 50\%$ berücksichtigt werden kann:

$$P = 2000 \neq (G \cdot \alpha)/(k-g) = (100 \cdot 0,5)/(0,1-0,05) = 1000 = V$$

Problem: $P \neq V$! Um bei dieser Ausschüttungsquote ($\alpha = 50\%$) wieder auf $P = V = 2000$ (Fair Value) zu kommen, müsste das Wachstum im Beispiel zielgenau auf $g = 7,5\%$ „nachadjustiert“ werden:

$$P = 2000 = (G \cdot \alpha)/(k-g) = (100 \cdot 0,5)/(0,1-0,075) = 2000 = V$$

Das setzt eine entsprechende realwirtschaftlich zu erwartende Rendite (r) voraus, denn es gilt:

$$g = r \cdot (1-\alpha)$$

Bei $g = 7,5\%$ heißt das für die realwirtschaftliche Rendite der Investition:

$$0,075 = r \cdot (1-0,5) \rightarrow r = 0,075/0,5 = 0,15 = 15\%$$

Mit $r = 15\%$ ginge die Gleichung also „wunschgemäß“ auf:

$$P = 2000 = (G \cdot \alpha)/(k-g) = (G \cdot \alpha)/(k-r \cdot (1-\alpha)) = (100 \cdot 0,5)/(0,1-0,075) = 2000 = V$$

Problem:

$P \neq V$

Bei $r < 15\%$ wäre $V < P$; z.B. bei $r = 10\%$ (interne Rendite auf einbehaltene Gewinne (r) = Kapitalmarktforderung (k)):

$$P = 2000 > (G \cdot \alpha) / (k - g) = (G \cdot \alpha) / (k - r \cdot (1 - \alpha)) = (100 \cdot 0,5) / (0,1 - 0,05) = 1000 = V$$

Im Zweifel lässt sich P durch Adjustierung der Bewertungsparameter (hier: g) bewertungstechnisch im Sinne eines irrational-überschwänglichen Muppets „verifizieren“ und als Fair Value ($P = V$) „bestätigen“. Allenfalls die Rendite (r) dient als Kontrollgröße für die Wachstumsannahmen für g . Dann stimmt das Bewertungsniveau – zumindest auf dem Papier.

Adjustierung der Bewertungsparameter

Literatur

Haaker, Andreas (2016), Bewertung von nicht marktgehandelten Eigenkapitalinstrumenten zum fair value? (Contra), in: Praxis der internationalen Rechnungslegung (PiR), 12. Jg. (2016), Heft 9, S. 258.

Schnabl, Gunter (2017), Gefährliche Blasen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ) vom 27.01.2017, Nr. 23, S. 18.

Zitierhinweise

Haaker, Andreas, Gefährliche Blasen und irrational-überschwängliche Muppets bei der Aktienbewertung, in: Value Investing & Ideen (VI&I), 2. Jg. (2017) WIB-Blog 12/2017 vom 31.01.2017 [Abruf: www.Wert-Ideen.Berlin].

Haaker, in: VI&I 12/2017 [Abruf: www.Wert-Ideen.Berlin].

Impressum:

Titel: VI&I Value Investing & Ideen (WIB-Blog)

Elektronischer Bezug: <http://www.wert-ideen.berlin/>

Schriftleitung/Herausgeber/Chefredaktion:

PD Dr. Andreas Haaker (Email: Vlundl@Wert-Ideen.Berlin).

Verlag: Dr. Haaker – Wert-Ideen.Berlin UG (haftungsbeschränkt), Muthesiusstraße 28, 12163 Berlin. Standort Berlin. Amtsgericht Charlottenburg/Registergericht: HRB 182079 B. Geschäftsführer: PD Dr. Andreas Haaker. (Email: Verlag@Wert-Ideen.Berlin).

Erscheinungsweise: fortlaufend, nummeriert und datiert, mehrfach pro Jahr.

Urheber- und Verlagsrechte: Alle in diesem Angebot veröffentlichten Beiträge sind urheberrechtlich geschützt. Das gilt auch für die veröffentlichten Gerichtsentscheidungen und ihre Leitsätze, denn diese sind geschützt, soweit sie vom Einsender oder von der Schriftleitung erarbeitet oder redigiert worden sind. Der Rechtsschutz gilt auch gegenüber Datenbanken und ähnlichen Einrichtungen. Kein Teil dieses Angebots darf außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ohne schriftliche Genehmigung des Verlags in irgendeiner Form reproduziert werden. Angebote und Allgemeine Geschäftsbedingungen (AGB) dürfen für Bestellungen jedoch ausgedruckt werden. Der Verlag Dr. Haaker – Wert-Ideen.Berlin UG (haftungsbeschränkt) haftet nicht für unverlangt eingesandte Manuskripte und Fotos.

Haftungsausschluss für Inhalte und Verlinkung:

Alle Angaben und Daten wurden nach bestem Wissen erstellt, es wird jedoch keine Gewähr für deren Vollständigkeit und Richtigkeit übernommen. Der Verlag Dr. Haaker - Wert-Ideen.Berlin UG (haftungsbeschränkt) hat keinerlei Einfluss auf die aktuelle und zukünftige Gestaltung und auf die Inhalte von per Link verknüpften externen Seiten. Deshalb distanziert er sich hiermit ausdrücklich von allen Inhalten aller gelinkten Seiten.