

Veröffentlicht in

Risiko Manager

Nr. 24/2006

„Rezension: Lutz Kruschwitz, Andreas Löffler: Discounted Cash Flow.
A Theory of the Valuation of Firms“

S. 10

Mit freundlicher Genehmigung
Risiko Manager Redaktion
Bank-Verlag Medien GmbH, Köln

(www.risiko-manager.com)

Fazit

Betrüger organisieren sich. Das zeigt sich direkt bei dem Verkauf von Kreditkartennummern und Identitäten im Internet oder bei dem Aufbau ganzer Firmen zum alleinigen Zweck des Kreditbetrugs, indirekt jedoch auch durch die Weitergabe von Schemata: Erfolgreiche Betrugsstrategien werden nicht nur wiederholt, sondern auch vermittelt; neue Marktteilnehmer werden überdurchschnittlich oft mit Betrugserien überzogen, eine bestimmte Software zur Erstellung von Gehaltsabrechnungen wird innerhalb weniger Monate zum zentralen Merkmal des Kreditbetrugs. Inzwischen werden „Schläferkonten“ eröffnet, bis zu sechs Monate unauffällig als Gehalts-

konten geführt und erst zu einem späteren Zeitpunkt zu Betrugszwecken aktiviert, um die Up-Selling-Strategien der Finanzdienstleister zu nutzen und einen möglichst hohen Betrugsumsatz zu generieren. Diese Strategien werden sich verbreiten und können nur durch gezielten Austausch zwischen den Finanzdienstleistern früh erkannt und bekämpft werden.

Quellenverzeichnis und weiterführende Literaturangaben:

Bundeskriminalamt (Hrsg.) (2006): Polizeiliche Kriminalstatistik 2005 und Zeitreihen der PKS 1987 – 2005, Wiesbaden 2006.

KPMG (Hrsg.) (2006): Studie 2006 zur Wirtschaftskriminalität in Deutschland, Düsseldorf; Berlin 2006.

Steria Mummert Consulting (Hrsg.) (2005): Betrug mit gestohlenem Plastikgeld kostet den Einzelhandel 54 Millionen Euro, Pressemeldung, Hamburg 2005.

PwC (Hrsg.) (2005): Studie zur Wirtschaftskriminalität 2005 – Internationale und deutsche Ergebnisse, Frankfurt 2005.

Autor

Dirk Mayer, Senior Consultant,
SHS VIVEON AG

BUCHBESPRECHUNG

Lutz Kruschwitz, Andreas Löffler: **Discounted Cash Flow. A Theory of the Valuation of Firms**

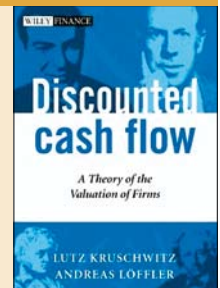
John Wiley and Sons Ltd., 192 Seiten, etwa 50 Euro, ISBN 0-470-87044-3

Der „Bewertungspraktiker“, der einfache Lösungen für konkrete Bewertungsprobleme sucht, wird durch das Buch „Discounted Cash Flow“ möglicherweise auf den ersten Blick enttäuscht sein. Statt einer Vielzahl von Einzellösungen, Fallbeispielen und Anwendungsratschlägen bietet das Buch dagegen einen theoretischen Zugang zur Discounted-Cash-Flow-Methode, der in seiner Stringenz deutlich über die übliche Literatur zur Unternehmensbewertung hinausgeht. Der Leser wird so beispielsweise sensibilisiert für die mehrperiodige Anwendung üblicher Bewertungsmodelle. Kruschwitz und Löffler verdeutlichen in diesem Kontext, dass bei einer solchen mehrperiodigen Betrachtung (unbedingte) erwartete Renditen, Diskontierungszinssätze und Kapitalkosten durchaus keine Synonyme mehr sind. Im Buch wird der Kapitalkostenbegriff stringent als bedingte erwartete Rendite definiert, der jeweilige Informationsstand in den einzelnen Bewertungsperioden wird also explizit berücksichtigt. Der Leser wird hierbei auch sensibilisiert für die restriktiven Annahmen, die der üblichen Verwendung konstanter Diskontierungszinssätze bei der Unternehmensbewertung zugrunde liegen. Auch Kruschwitz und Löffler können dieses Problem nur durch – wie sie selber sagen – „heroische Annahmen“ in den Griff bekommen (nicht stochastisch statt stationär). Positiv hervorzuheben ist die Fundierung der Discounted-Cash-Flow-Methode auf der Grundlage des Theoriegebäudes einer arbitragefreien (risikoneutralen) Bewertung, die bisher hauptsächlich in der Optionspreistheorie angewendet wird, sich aber auch als fruchtbar für die Unternehmensbewertung erweist. Bei einer derartigen arbitragefreien Bewertung wird der Wert einer unsicheren Zahlungsreihe aus bekannten Preisen von Zahlungsreihen abgeleitet, die auf einem arbitragefreien Kapitalmarkt gehandelt werden. Viele der bekannten Probleme der Bewertungstheorie, die sich aufgrund

der wenig realistischen Annahmen beispielsweise des CAPM ergeben, werden damit umgangen.

Neben der Vertiefung des Verständnisses zu theoretischen Grundlagen der Bewertung gibt dieses Buch aber auch den Bewertungspraktikern eine Vielzahl neuer und interessanter Anregungen. Sicherlich hat sich fast jeder, der sich professionell mit der Bewertung von Unternehmen befasst, schon einmal darüber Gedanken gemacht, dass die Annahme eines konstanten Verschuldungsgrads (zu Marktwerten), wie er der bekannten WACC-Methode zugrunde liegt, sicherlich wenig mit der Realität zu tun hat. Welches Unternehmen, das infolge wirtschaftlicher Schwierigkeiten die Hälfte seines Börsenwerts (Marktwert des Eigenkapitals) verliert, würde entsprechend das Fremdkapital ebenfalls um 50 Prozent reduzieren? Für eine adäquate und realistische Berücksichtigung der Finanzierungspolitik in den Kapitalkosten haben sicherlich buchwertorientierte Finanzierungsregeln mehr Praxisbezug. Als vermutlich erstes Fachbuch greift Kruschwitz' und Löfflers „DCF“ die Konsequenzen von buchwertorientierten Finanzierungsregeln für die Unternehmensbewertung systematisch auf. Für einen Leser, der nicht an die Vollkommenheit von Kapitalmärkten glaubt, bleibt nur ein kleines Manko festzuhalten: Die Konsequenzen von Marktunvollkommenheiten für die Bewertung haben Kruschwitz und Löffler nicht thematisiert. Dies war aber offensichtlich auch nicht die Intention des Buches.

Zusammenfassend ist das Buch „Discounted Cash Flow“ als sehr gelungene, methodisch stringente Darstellung einer „modernen“ Bewertungstheorie aufzufassen, das allen Lesern zu empfehlen ist, die sich entweder mit Bewertungstheorie befassen oder als Bewertungspraktiker die Hintergründe (und Prämissen) der häufig verwendeten „text-book-formula“ der Bewertung verstehen möchten. (Dr. Werner Gleißner)



RISIKO MANAGER Rating: Praxisbezug: ■■■■■□ Inhalt: ■■■■■□ Verständlichkeit: ■■■■■□ Gesamt: ■■■■■□