

Wo ist ein Unternehmen am meisten wert?

Unternehmensbewertungen können international sehr unterschiedlich ausfallen. Wie stellt sich der Status quo dar, welche Gründe gibt es für standortbedingte Abweichungen und was bedeuten sie für deutsche Firmen, die Kapital suchen? von **AXEL ROSE**

Jeder Wirtschaftswissenschaftler macht im Laufe seines Studiums Bekanntschaft mit dem Big-Mac-Index. Er wurde 1986 vom Wirtschaftsmagazin *The Economist* ins Leben gerufen und vergleicht die Preise in unterschiedlichen Ländern für den gleichnamigen Burger einer bekannten globalen Fast Food-Kette. Hintergrund ist das makroökonomische Prinzip der Kaufkraftparität, wonach sich die relativen Preise gemessen am Wechselkurs für identische Güter auf lange Sicht in allen Ländern angleichen müssen. Doch gilt dieses Prinzip eigentlich auch für Aktien, also den Preis für einen Unter-

nehmensanteil? Anders ausgedrückt: Erhalte ich in New York oder Paris eine höhere Bewertung für mein Unternehmen als in Frankfurt?

Gilt die Kaufkraftparität, müsste der Wert überall derselbe sein, unabhängig davon, an welchem Börsenplatz und mit welcher Währung sich ein Unternehmen finanziert. Betrachtet man die CAPE-Ratio (*Cycle-Adjusted Price Earnings Ratio*), das auf den Gewinnen der vergangenen zehn Jahre basierende durchschnittliche reale Kurs-Gewinn-Verhältnis, lässt sich für die größten 25 Börsenplätze weltweit tatsächlich eine Annäherung beobachten (siehe Grafik). Mit Werten zwischen 8,13 in Russland und 29,40 (Stand: 31.10.2018) in den USA ist die Spanne aber immer noch beachtlich. Unternehmen, die in den vergangenen zehn Jahren den gleichen durchschnittlichen, inflationsbereinigten Gewinn je Aktie erwirtschaftet haben, sind an einer US-Börse also mehr als dreieinhalbmal so teuer wie in Russland.

Müssen Wirtschaftswissenschaftler also das Prinzip der Kaufkraftparität überdenken und sollen sich Unternehmen aktuell lieber in den USA finanzieren als anderswo? Nicht zwangsläufig. Denn es gibt sowohl modellspezifische als auch strukturelle Gründe für die Preisunterschiede.

Sektoranalyse und ein Hauch Psychologie

An den Börsen werden nämlich nicht identische Güter verglichen, sondern

aggregierte Märkte. Und die Zusammensetzung der Unternehmen an den einzelnen regionalen Börsenplätzen spielt eine entscheidende Rolle für die durchschnittliche Bewertung. So weisen bestimmte Branchen wie die Softwareindustrie oder der Dienstleistungssektor in der Regel ein höheres Kurs-Gewinn-Verhältnis auf als beispielsweise die Automobilindustrie. Sind Ersterer an einem Börsenplatz stärker vertreten →



Sollen sich Unternehmen aktuell lieber in den USA finanzieren als anderswo?

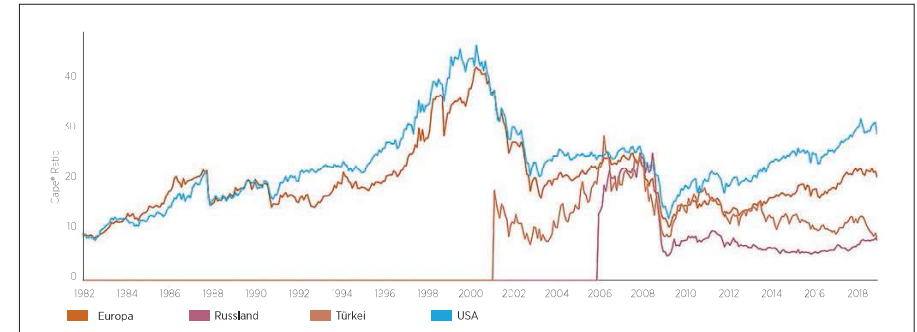


ZUR PERSON

Axel Rose ist bei der BankM – Repräsentanz der FinTech Group Bank AG im Projektgeschäft tätig. Als Hausbank für den Kapitalmarkt unterstützt BankM mittelständische Unternehmen mit einem breiten Dienstleistungsportfolio im Bereich der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung.
www.bankm.de



Annäherung der regionalen CAPE-Ratios



Quelle: Bardays

als an einem anderen, treibt dies das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis in die Höhe. Genau dies ist in den USA der Fall. Bereinigt man diese Unterschiede in der Sektorzusammensetzung, rücken die PE-Multiples deutlich enger aneinander. Dies ergibt eine aktuelle Analyse des etablierten Vermögensverwalters Putnam Investments.

Blieben noch die strukturellen Unterschiede. Hier sind an erster Stelle Makro-faktoren wie die Risikoeurwartung, das Wachstumstempo oder die politische Stabilität zu nennen. So lässt sich ein negativer Zusammenhang zwischen Länderrisiko und Kurs-Gewinn-Verhältnis berechnen. Je höher das Kreditausfallrisiko in einem Land, desto niedriger tendenziell das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis des zugehörigen Börsenplatzes. Der Blick auf die Grafik bestätigt das. Mit Russland und der Türkei befinden sich zwei Standorte aktuell am unteren Rand, die mit erheblichen politischen und wirtschaftlichen Risiken zu kämpfen haben. Die strukturellen Unterschiede können aber auch sehr speziell sein. So führt der Wirtschaftsnobelpreisträger und Erfinder der CAPE-Ratio, Robert Shiller, höhere Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den USA zumindest teilweise auf einen psychologischen Effekt zurück. Die ausgeprägte Angst vor einem Jobverlust durch digitale

Disruptionen führe zu dem verstärkten Wunsch, Anteile an einer Computertechnologie zu besitzen. Unternehmen und Investorenbasis müssen kulturell eben zusammen. Ist dies am gewünschten Börsenplatz nicht der Fall, fällt auch das Bewertungs-niveau schnell deutlich unter den Durchschnitt.

FAZIT

Letztlich gesteht aber auch Shiller ein, dass es unmöglich sei, die regionalen Unterschiede in den Unternehmensbewertungen komplett zu erklären. Denn am Ende bleiben Aktienkurse Werten auf die künftige Unternehmensentwicklung. Ob ein PE-Multiple von 30 auf eine Überbewertung hindeutet oder durch die Aussicht auf steigende Erträge gerechtfertigt ist, liegt folglich im Auge des Betrachters. Was heißt das nun aber für den Unternehmer auf der Suche nach dem optimalen Standort für seine Kapitalmaßnahme? Aufgrund der strukturellen Unterschiede ist es durchaus sinnvoll, mehrere Börsenplätze zu prüfen. Entscheidender für die Bewertung sind aber immer noch die individuellen Unternehmensdaten. Sind Sesambrötchen, Frikadellen, Zwiebeln, Gewürzgurke, Schmelzkäse, Eisbergsalat und Mayo die Erfolgszutaten des Big Mac, bestimmen Wachstumshistorie und Zukunftsplanung, Kundenstruktur

und Distributionskanäle, Transparenz und Kontrollsystem, Management und Transaktionsstruktur den Börsenwert eines Unternehmens. Davon abgeleitet ergibt sich der richtige Ort für den Kapitalmarktzugang. ■



Die Zusammensetzung der Unternehmen an den einzelnen regionalen Börsenplätzen spielt eine entscheidende Rolle für die durchschnittliche Bewertung.