

# III. Bewertungsgegenstand

---

- a) Basisinformationen
- b) Corporate Governance
- c) Aktionärsstruktur / aktuelle Trades / Peer-Group
- d) Marginal Investor

## a) Basisinformationen

---

- Vor Durchführung einer Unternehmensbewertung ist das Unternehmen als Bewertungsgegenstand aufzubereiten. Zunächst sollten Geschäftsmodell, Markt und Wettbewerb wahrgenommen werden. Als Quelle dienen Präsentationen und Finanzpublikationen unter „Investor Relation“ im Internetauftritt.
- Besondere Unternehmens- oder Industrieexpertise können bei der Analyse und der späteren Finanzplanung zur Ableitung zukünftiger Cashflows hilfreich sein, sind für eine Unternehmensbewertung aber grundsätzlich nicht ausschlaggebend, ggf. gar hinderlich. Auch der CEO schaut in eine ungewisse Zukunft und viele Industriebosse reden bewertungstechnischen Unsinn.
- Die Aktie des zu bewertenden Unternehmens sollte ausreichend gehandelt werden, um eine faire Preisfeststellung zu gewährleisten, meist das Problem von sogenannten „Penny stocks“. Das tägliche Handelsvolumen ist diversen Internetportalen zu entnehmen.
- Häufig befinden sich größere Aktienpakete einer Aktiengesellschaft im Besitz einzelner Großaktionäre und stehen dem Börsenhandel nicht zur Verfügung. Der verbleibende Streubesitz (Free-Float) sollte möglichst über 50% liegen, wobei unterschiedliche Definitionen zum Streubesitz bestehen, die meist durch die jeweiligen Börsengesetze bestimmt werden.
- Entscheidend ist die Feststellung, dass das Management als Treuhänder des ihm anvertrauten Vermögens im Sinne des Unternehmens und der Aktionäre agiert. Mit Vorsicht zu genießen sind Unternehmen, die
  - a) von einem anderen Unternehmen kontrolliert werden,
  - b) zu einem hohen Anteil direkt oder indirekt vom Staat oder der öffentlichen Hand beeinflusst werden,
  - c) sich mehrheitlich in Familienbesitz befinden, oder
  - d) bei denen das Management aus anderen Gründen nicht dem Druck des Kapitalmarktes ausgesetzt ist.

### III. Bewertungsgegenstand

*Sind die Interessen der Aktionäre geschützt?*

#### b) Corporate Governance

---

- Corporate Governance bezeichnet den rechtlichen und faktischen Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung eines Unternehmens. Im Wesentlichen geht es darum, Spielräume und Motivationen, die gegen das Interesse des Unternehmens und der freien Aktionäre laufen können, einzuschränken.
- Der Aufsichtsrat muss die Kontrolle auf den Vorstand auch tatsächlich ausüben und die Interessen insbesondere der freien Aktionäre vertreten. Situation mit Personenidentität von Aufsichtsgremien und Management (z.B. Chairman = CEO) sind abzulehnen oder mit Vorsicht zu betrachten.
- Vor Bewertung eines börsennotierten Unternehmens ist ein Blick auf die Zusammensetzung des Aufsichtsrates ratsam.  
Es sollten (möglichst) folgende Kriterien erfüllt sein:
  - a) Ausreichende Anzahl kompetenter Mitglieder von außerhalb des Unternehmens
  - b) Ausreichend unabhängige Mitglieder
  - c) Große Aktienpakete sollten vertreten sein, Vertreter passiver Investoren (ETF) helfen eher wenig
  - e) Maximal 10 Personen
- Die Qualität des Corporate Governance eines börsennotierten Unternehmens wird häufig beurteilt, so berichtet beispielsweise Yahoo Finance ein „Score“. Sehr professionelle Informationen sind unter <https://www.issgovernance.com/esg/ratings/> erhältlich.
- Hinweise für einen schwachen Aufsichtsrat und gegen die freien Aktionäre gerichtete Interessen des Managements sind Situation/Begriffe wie „Golden Parachutes“, „Poison Pills“, „Shark Repellents“, „Greenmails“ oder „Overpaying on takeovers“.

### III. Bewertungsgegenstand

*Kaufen die Profis?*

*Peer-Group?*

#### c) Aktionärsstruktur / aktuelle Trades / Peer-Group

---

- Grundsätzlich ist eine Übersicht der Aktionäre mit den größten Aktienpaketen aufschlussreich. Von diesen Großaktionären sollte ein rationales Handeln vermutet werden können.
- Zu beachten ist, dass passive Investoren wie etwa „Black Rock“ oder „Lyxor“ nicht aus Überzeugung kaufen, sondern sich (automatisiert) z.B. für ein ETF eindecken.
- Bedeutsam ist die Kenntnis, welche Marktteilnehmer die Aktie jüngst erworben haben. Es sollten professionelle und unabhängige Investoren ausreichend hohe Volumen kaufen. Übersichten hierzu werden veröffentlicht.
- Es ist hilfreich zu erkennen, ob ein sogenannter „Aktivistischer Investor“ eingestiegen ist. Dieser verfolgt meist eine besondere Strategie und legt sich häufig mit dem Management an. Oftmals führt dies zu Bewegungen im Aktienkurs.
- Interessant sind Käufe oder Verkäufe der Aktie durch sogenannte „Insider“. Diese sind als meldepflichtige Geschäfte dem Internetauftritt der Unternehmen zu entnehmen (Publizitätspflicht). Das Verhalten der Insider sollte aber nicht als verlässlicher Hinweis auf eine Unter- oder Überbewertung verstanden werden.
- Hilfreich ist zudem die Bildung einer Peer-Group, um (wenige) wichtige Finanzdaten vergleichbarer Unternehmen zu kennen. Dies hilft, um das zu bewertende Unternehmen zu verstehen und Besonderheiten zu erkennen. Oftmals ist die Zusammensetzung einer Peer-Group offensichtlich, z.B. Automobilhersteller. Bei weniger eindeutigen Geschäftsmodellen sollte die Zusammensetzung einer Peer Group verlässlichen Quellen entnommen werden oder einem erfahrenen Analysten überlassen werden.

#### d) Marginal Investor

---

- Bedeutsam ist die Identifikation eines sogenannten „Marginal Investor“. Dieser muss unter den aktuellen Käufern/Aktionären zu finden sein.
- Der Marginal Investor eines Unternehmens ist ein Investor, der die Aktie mit möglichst großen Volumina aktiv handelt und damit den Aktienkurs beeinflusst.
- Dieser Investor sollte mindestens 1% der ausstehenden Aktien halten und unabhängig sein. Er sollte rational handeln und nicht per Statut langfristig gebunden sein.
- Gründer (Larry Ellison bei Oracle oder Mark Zuckerberg bei Meta) oder Familienstämme (Familie Lange und Familie Wolf bei Jungheinrich AG, Abkömmlinge des Firmengründers) sind keine „Marginalinvestoren“, da sie nicht aktiv handeln.
- Mithin sind die größten Investoren nicht zwingend die preisbewegenden Investoren. Passive Investoren wie Black Rock handeln per Algorithmus und kommen ebenfalls nicht als „Marginal Investor“ in Betracht.
- Zur Vorteilhaftigkeit einer Aktie gehört, dass eine „Marginal Investor“ erkennbar ist und Kursbewegungen am freien Kapitalmarkt zustande kommen.
- Bedeutsam ist ferner, dass der „Marginal Investor“ ein diversifizierter Investor ist, der sein Risiko durch Streuung minimiert. Die im Rahmen der vorliegenden Unterlage erläuterte intrinsische Unternehmensbewertung betrachtet Risiko durch die Brille genau dieses (diversifizierten) Investors (Ein Unterschied zu Bewertung von Unternehmen im privaten M&A-Geschäft).