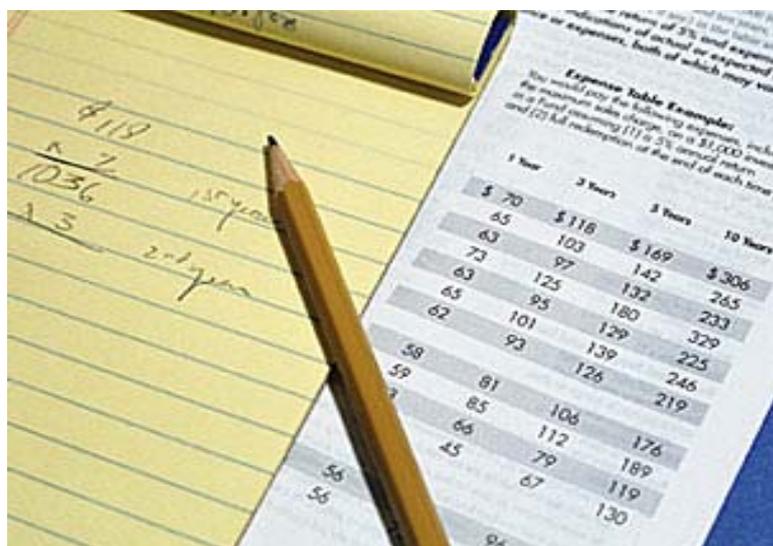


Einsatz des Cash - Flow

ENTWURF

- 1 Grundlegendes
- 2 Cash-Flow in der Innenfinanzierung
- 3 Cash-Flow in der Bewegungsbilanz
- 4 Cash-Flow im dynamischen Verschuldungsgrad
- 5 Cash-Flow in der langfristigen Finanzplanung
- 6 Cash-Flow in der Aktienanalyse
- 7 Cash-Flow als Finanz- und Ertragskraftindikator



Warum?

„Für die Unternehmensbewertung wird der Cash-Flow heute als ein unentbehrlicher Spitzenwert betrachtet.“

(C.Riebel / D.-J. Grün)

Aufgrund der zunehmenden Globalisierung, der Vernetzung von Märkten, des Abbaus von Restriktionen und der Liberalisierung von Kapitalmärkten legte man immer mehr Wert auf aussagekräftige Kriterien zur Beurteilung und zur erwartenden Entwicklung von Unternehmen. Bei der Unternehmensanalyse spielen die Finanzkraft und Liquidität eine wichtige Rolle.

Das Motiv für die Einführung der Kennzahl Cash-Flow bestand hauptsächlich darin, externen Analytikern und unterschiedlichen Personenkreisen bessere Informationen über die Unternehmensentwicklung zu liefern.

Mit der Bildung der Kennzahl versucht man, die Aussageschwächen des Jahresabschlusses in zwei Punkten zu beheben. Auf der einen Seite kann man durch die Berechnung des Cash-Flow die Manipulationsmöglichkeiten des Jahresabschlusses eliminieren. Auf der anderen Seite besteht die Möglichkeit, mit dessen Hilfe ein Unternehmen aus finanz- und ertragswirtschaftlicher Sicht besser zu beurteilen und einzuschätzen. Somit ist der Cash-Flow als Hilfsmittel aus der Unternehmensbewertung nicht mehr wegzudenken.

1 Grundlegendes

1.1 Was ist Cash-Flow?

Der Begriff Cash-Flow stammt aus den USA. In den 50er Jahren verwendete man ihn für die Finanz- und Wertpapieranalyse. Anfang der 60er Jahre fand er auch in Deutschland Anwendung.

Unter Cash-Flow versteht man den Nettozugang an finanziellen Mitteln aus der Umsatztätigkeit und sonstigen laufenden Aktivitäten innerhalb einer Periode.

Cash-Flow

Nettozugang an finanziellen Mitteln aus der Umsatztätigkeit in einer Periode

1.2 Wie wird der Cash-Flow berechnet?

Den Cash-Flow kann man - ausgehend von den Zahlen der Gewinn- und Verlustrechnung - auf zwei unterschiedliche Weisen berechnen. Es ist zum einen die direkte / progressive Berechnungsmethode, zum anderen die indirekte / retrograde Berechnungsmethode. Beide Methoden führen zum gleichen Ergebnis.

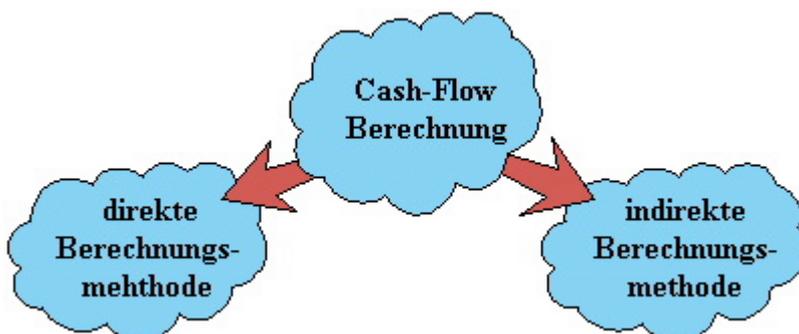


Abbildung 1
Cash-Flow Berechnung

1.2.1 Direkte Berechnungsmethode

Bei der direkten Methode geht man von den Umsatzerlösen aus und berechnet die Differenz zwischen den einzahlungswirksamen Erträgen und den auszahlungswirksamen Aufwendungen.¹

$$\begin{array}{r}
 \text{einzahlungswirksame Erträge} \\
 - \text{auszahlungswirksame Aufwendungen} \\
 \hline
 = \text{Cash-Flow}
 \end{array}$$

Direkte (progressive) Berechnungsmethode

1.2.2 Indirekte Berechnungsmethode

Bei der indirekten Methode geht man vom Jahreserfolg aus, der um die auszahlungslosen Aufwendungen erhöht und um die einzahlungslosen Erträge vermindert wird.²

$$\begin{array}{r}
 \text{Jahreserfolg} \\
 + \text{auszahlungslose Aufwendungen} \\
 - \text{einzahlungslose Erträge} \\
 \hline
 = \text{Cash-Flow}
 \end{array}$$

Indirekte (retrograde) Berechnungsmethode

Da bei einer direkten Ermittlung des Cash-Flow externe Analytiker meist über keine ausreichenden Daten (nicht veröffentlichte Unterlagen der Finanzbuchhaltung) verfügen, hat sich die indirekte Methode in der Praxis durchgesetzt.

Damit man unterschiedliche Ermittlungsverfahren des Cash-Flow vermeidet, empfehlen DVFA / SG³ für die indirekte Berechnungsmethode einen einheitlichen Maßstab nach dem unten abgebildeten Schema:

$$\begin{array}{r}
 \text{Jahresüberschuss / -fehlbetrag} \\
 + \text{Abschreibungen auf Gegenstände des Anlagevermögens} \\
 - \text{Zuschreibungen auf Gegenstände des Anlagevermögens} \\
 +/- \text{Veränderung der Rückstellungen für Pensionen bzw.} \\
 \quad \text{anderer langfristiger Rückstellungen} \\
 +/- \text{Veränderung des Sonderpostens mit Rücklageanteil} \\
 +/- \text{andere nicht zahlungswirksame Aufwendungen und Erträge} \\
 \quad \text{von wesentlicher Bedeutung} \\
 \hline
 = \text{Jahres-Cash-Flow} \\
 +/- \text{Bereinigung ungewöhnlicher zahlungswirksamer Aufwendungen /} \\
 \quad \text{Erträge von wesentlicher Bedeutung} \\
 \hline
 = \text{Cash-Flow nach DVFA / SG}
 \end{array}$$

Aus der Praxis...

Berechnung des Cash-Flow nach dem Sparkassenverfahren

Sparkassen und Landesbanken haben folgende Formel zur Ermittlung des Cash-Flow im Rahmen eines einheitlichen Bilanzanalyse-Systems entwickelt:

- Betriebsergebnis (Betriebsgewinn oder -verlust)
- + planmäßige Abschreibungen auf Sach- und immaterielle Anlagen (ohne Firmenwert)
- + Erhöhung der langfristigen (Pensions-) Rückstellungen
- = **Cash-Flow vor Steuer**
- EE-Steuern (Steuern vom Einkommen und vom Ertrag)
- = **Cash-Flow nach Steuern**

Den Cash-Flow vor Steuern bezeichnet man auch als Brutto-Cash-Flow. Er eignet sich für einen Vergleich von Betrieben mit unterschiedlicher Besteuerung, insbesondere von Unternehmen unterschiedlicher Nationalität.

(Quelle: Riebel,C / Grün, D.-J. : Cash-Flow und Bewegungsbilanz, S.17)

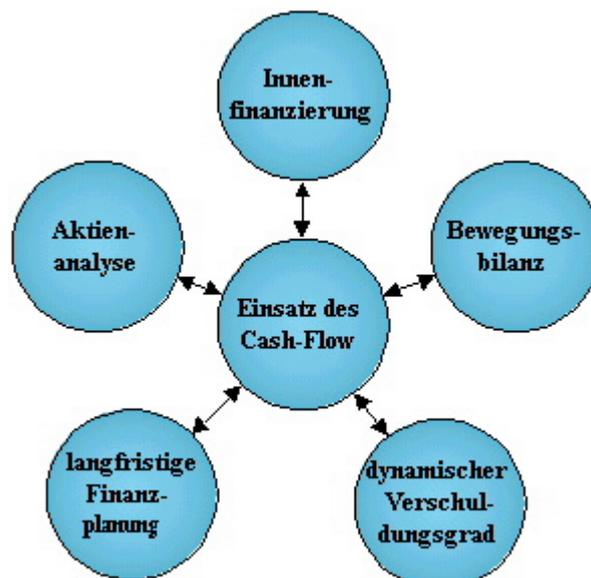
Aus der Praxis...

Berechnung des Cash-Flow am Beispiel der Volkswagen AG

Volkswagen AG	1998	1997
Jahresüberschuss	+ 2.243	+ 1.361
Ab- und Zuschreibungen auf Gegenstände des Anlagevermögens	+ 7.996	+ 5.987
Ab- und Zuschreibungen auf Gegenstände des Vermögens	+ 5.430	+ 4.982
Veränderung der mittel- und langfristigen Rückstellungen	+ 1.946	+ 473
Sonstige zahlungswirksame Aufwendungen und Erträge	- 811	- 622
Cash - Flow	+ 16. 804	+ 12.181

(Quelle: Volkswagen AG Geschäftsbericht 1998)

1.3 Einsatzbereiche des Cash-Flow



2 Cash-Flow in der Innenfinanzierung

Von Innenfinanzierung spricht man, wenn finanzielle Überschüsse bei der Tätigkeit am Markt aus eigener Kraft erwirtschaftet werden. Dies setzt voraus, dass finanzielle Mittel aus dem normalen betrieblichen Umsatzprozess oder aus außergewöhnlichen Umsätzen zufließen müssen und dem Zufluss kein auszahlungswirksamer Aufwand in der gleichen Periode gegenüber steht.

Die Innenfinanzierung teilt sich in Selbstfinanzierung, Finanzierung aus Abschreibungen und Rückstellungen auf.

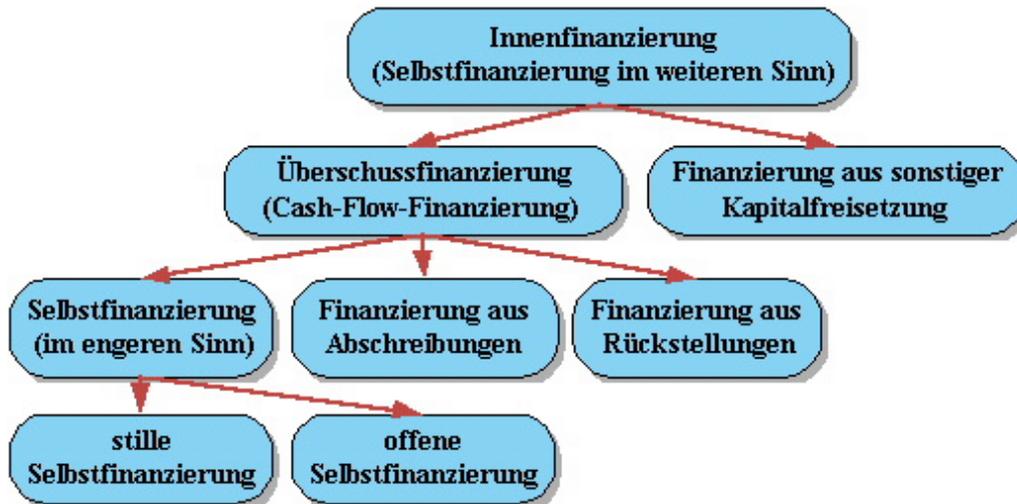


Abbildung 3
Innenfinanzierung

In diesem Zusammenhang stellt der Cash-Flow den Einnahmeüberschuss aus dem Innenfinanzierungsbereich dar, den ein Unternehmen in einer Periode selbsterwirtschaftet hat.

Diese angesammelten, frei verfügbaren finanziellen Mittel können für:

- ▶ *Investitionen*
- ▶ *Gewinnausschüttungen*
- ▶ *Fremdkapitalrückzahlungen*

eingesetzt werden. Aus der Höhe des ermittelten Cash-Flow können Rückschlüsse auf die Investitions- und Finanzkraft einer Unternehmung gezogen werden.

Cash-Flow

Einnahmeüberschuss aus dem Innenfinanzierungsbereich

Verwendung

- ▶ Investitionen
- ▶ Gewinnausschüttungen
- ▶ Fremdkapitalrückzahlungen

⊕ Vorteile

- ▶ Cash-Flow ermittelt die aus eigener Kraft erwirtschafteten Mittel

⊖ Nachteile

- ▶ isolierte Betrachtung des Cash-Flow ermöglicht keine Rückschlüsse auf die Investitions- und Finanzkraft einer Unternehmung
- ▶ Cash-Flow als vergangenheitsorientierte Größe

Aus der Praxis...
Der Einsatz des Cash-Flow in der Innenfinanzierung am Beispiel der MAN AG 2002

MAN AG (in Mio. Euro)	2002	2001
Jahresüberschuss	147	151
Abschreibungen auf das Anlagevermögen	660	650
Anstieg der Pensionsrückstellungen	61	62
Sonstige zahlungswirksame Aufwendungen und Erträge	-	- 1
Cash - Flow	868	862

(Quelle: MAN Geschäftsbericht 2002)

3 Cash-Flow in der Bewegungsbilanz

Die Bewegungsbilanz zeigt die Veränderungen (Bewegungen) zwischen zwei (oder mehreren) aufeinanderfolgenden Jahresbilanzen und aus welchen Quellen der Unternehmung ihre Geldmittel zugeflossen bzw. in welche Kanäle sie wieder abgeflossen sind. Die Zahlen der ersten Bilanz stellen den Anfangsbestand und die der zweiten (bzw. letzten) den Endbestand dar.

Bewegungsbilanz

Gegenüberstellung zweier oder mehrerer aufeinanderfolgender Jahresbilanzen

1) Zunahme eines Aktivpostens	z.B.: Anschaffung einer Maschine	Mittelverwendung
2) Abnahme eines Passivpostens	z.B.: Rückzahlung eines Kredits	Mittelverwendung

1) Abnahme eines Aktivpostens	z.B.: Abbau von Vorräten	Mittelherkunft
2) Zunahme eines Passivpostens	z.B.: Aufnahme eines Kredits	Mittelherkunft

Mittelverwendung		Mittelherkunft	
<ul style="list-style-type: none"> Erhöhung von Aktivposten Minderung von Passivposten 	<ul style="list-style-type: none"> Minderung von Aktivposten Erhöhung von Passivposten 		
Wohin sind die Mittel geflossen?		Woher stammen die Mittel?	

Kontoform in einer Bewegungsbilanz

(vgl. Schmolke & Deitermann: Industrielles Rechnungswesen, S. 328)

Um die Aussagekraft der Bewegungsbilanz zu erhöhen, bezieht man den Cash-Flow in diese mit ein. Im Gegensatz zur Innenfinanzierung betrachtet man nun den Cash-Flow in der Bewegungsbilanz nicht mehr isoliert. Entscheidend hierbei ist nicht nur, welche Mittel aus welchen Quellen stammen, sondern auch wohin sie geflossen sind.

Somit gibt die Bewegungsbilanz ein umfassenderes Bild der finanziellen Entwicklung einer Unternehmung als die isolierte Cash-Flow-Größe. Sie bietet sich als ein Instrument an, dass die Finanzierungsvorgänge und die Liquiditätspolitik eines Unternehmens beurteilt.

Bewegungsbilanz			
Mittelherkunft		Mittelverwendung	
Außenfinanzierung	Innenfinanzierung	AV/UV (Investitionen)	EK/FK
	Rückflussfinanzierung	Überschussfinanzierung (Selbstfinanzierung) Cash-Flow	

Cash-Flow in der Bewegungsbilanz

(Vgl. Leistungskurs Wirtschaft/Recht Abiturprüfung 1992, http://www.farys.de/rudolf/WR/LK/LK_Abi_BWL/Lkwr-1992-bwl-III.doc)

⊕ Vorteile

- ▶ Cash-Flow als geeignetes Instrument zur Beurteilung der finanzwirtschaftlichen Vorgänge

⊖ Nachteile

- ▶ Cash-Flow als vergangenheitsorientierte Größe
- ▶ in der Bilanz werden Abschreibungen und Rückstellungen als Mittelherkunft interpretiert, obwohl damit keine unmittelbar finanzwirksame Bewegung verbunden ist

Aus der Praxis...

Die Bewegungsbilanz der Hoechst AG 1993

Mittelherkunft		Mittelverwendung	
Aktivminderungen		Aktivmehrungen	
Desinvestitionen (Abgänge) aus dem Anlagevermögen		Investitionen (Zugänge) im Anlagevermögen	
Immaterielle Vermögensgegenstände	0	Immaterielle Vermögensgegenstände	33
Sachanlagen	100	Sachanlagen	1.076
Finanzanlagen	155	Finanzanlagen	435
Abschreibungen		Zuschreibungen	
Immaterielle Vermögensgegenstände	38	Immaterielle Vermögensgegenstände	0
Sachanlagen	1.186	Sachanlagen	1
Finanzanlagen	170	Finanzanlagen	4
Verminderung des aktiven Rechnungsabgrenzungspostens	1	Erhöhung des Umlaufvermögens	294
Passivmehrungen		Passivminderungen	
Erhöhung des gezeichneten Kapitals	15	Verminderung des Bilanzgewinns	115
Erhöhung der Kapitalrücklage	18	Verminderung des Sonderpostens mit Rücklageanteil	38
Erhöhung der Gewinnrücklage	17	Verminderung des passiven Rechnungsabgrenzungspostens	1
Erhöhung der Rückstellungen	239		
Erhöhung der Verbindlichkeiten	58		
Summe	1.997	Summe	1.997

(Quelle: Matschke, M.-J. & Hering, T. & Klingelhöfer, E.-H. (2002); S. 78)

4 Cash-Flow im dynamischen Verschuldungsgrad

Der dynamische Verschuldungsgrad ist eine im Rahmen der Bilanzanalyse verwendete Kennzahl. Sie setzt den Cash-Flow und die Effektivverschuldung in Beziehung.

Der dynamische Verschuldungsgrad gibt an, wie lange ein Betrieb theoretisch brauchen würde, um seine Schulden mittels Cash-Flow in voller Höhe zurückzuzahlen. Der Cash-Flow sollte ausschließlich zur Schuldentilgung verwendet werden. Das heißt, dass während dieser Zeit keine Investitionen und Gewinnausschüttungen getätigt werden sollten. Je kürzer diese Schuldentilgungsdauer ist, desto kreditwürdiger ist das Unternehmen.

$$\text{dynamischer Verschuldungsgrad} = \frac{\text{Effektivverschuldung}}{\text{Cash-Flow}}$$

Dynamischer Verschuldungsgrad

Gibt Auskunft über die Verschuldungskapazität und die Schuldentilgungskraft einer Unternehmung

Berechnungsformel Dynamischer Verschuldungsgrad

Berechnung der Effektivverschuldung

$$\text{Effektivverschuldung (Nettoverbindlichkeiten)} = \frac{\text{gesamt Fremdkapital} - \text{Kundenanzahlungen} - \text{flüssige Mittel}}{\text{Cash-Flow}}$$

Berechnungsformel Effektivverschuldung

(Vgl. Falb: Betriebswirtschaftslehre mit Rechnungswesen, S. 97)

+ Vorteile

- ▶ Cash-Flow zeigt theoretisches Schuldentilgungspotential an
- ▶ Cash-Flow als geeignetes Instrument zur Beurteilung der Kreditwürdigkeit einer Unternehmung

- Nachteile

- ▶ hypothetischer Maßstab unter der Annahme, dass man den Cash-Flow ausschließlich zur Schuldentilgung verwendet
- ▶ Cash-Flow als vergangenheitsorientierte Größe

Aus der Praxis...

Der dynamische Verschuldungsgrad der Kronas AG 1992

$$\begin{aligned} \text{dynamischer Verschuldungsgrad} &= \text{Verbindlichkeiten} : \text{Cash - Flow} \\ &= 236096 : 96132 \\ &= \mathbf{2.5 \text{ Jahre}} \end{aligned}$$

(Quelle: Finanzstruktur der Kronas AG (1992); http://www.vwl.uni-freiburg.de/fakultaet/bwl/pdf/ws_00-01/Finanzierung_U_WS=2000-01_3.pdf)

5 Cash-Flow in der langfristigen Finanzplanung

Die Finanzplanung ist ein Element der Finanzwirtschaft. Sie übernimmt die Planung künftiger Zahlungsströme, um einen Ausgleich von Ein- und Auszahlungen zu ermöglichen. Das globale Ziel ist dabei die Sicherung der kurzfristigen und der langfristigen Liquidität (langfristig: Ausgleich von Mittelverwendung und Mittelherkunft). In der Finanzplanung achtet man auf Prinzipien der Vollständigkeit, der Genauigkeit, der Aktualität und der Wirtschaftlichkeit.

Ziel der Finanzplanung
Sicherung der langfristigen Liquidität

5.1 Der Finanzplan

Der Finanzplan erfasst und ordnet die Zukunftseignisse, die für die Zahlungsebene relevant sind. Somit kann man Zahlungsüberschüsse anlegen und Finanzengpässe erkennen. Nach der Länge des Planungszeitraums teilt man Finanzpläne in kurzfristige und langfristige.

5.1.1 Der kurzfristige Finanzplan

Der Planungshorizont des operativen kurzfristigen Finanzplans liegt im Bereich von ein paar Tagen bis zu einem Jahr. In diesem werden geplante Ein- und Auszahlungen gegenübergestellt. Der Saldo aus Ein- und Auszahlungen zeigt, ob ein Fehlbetrag oder ein Überschuss vorliegt. Der kurzfristige Finanzplan ist also ein Liquiditätsplan.

Kurzfristiger Finanzplan
Gegenüberstellung der Ein- und Auszahlungen

- ⇒ **Fehlbetrag (=Unterdeckung)** - es besteht Bedarf an Kapital
- ⇒ **Überschuss (=Überdeckung)** - Kapital steht für neue Investitionen
Verfügung

Grundpositionen	Planungsintervalle					
	1. Tag	2. Tag	...	20. Tag	5. Woche	6. Woche
1. Anfangsbestand an liquiden Mitteln						
2. Planeinzahlungen						
3. Planauszahlungen						
4. Planungsendbestand						

Grundstruktur eines kurzfristigen Finanzplanes
(Vgl. Walz: Investitions- und Finanzplanung, S. 272)

5.1.2 Der langfristige Finanzplan

Der langfristige Finanzplan ist ein strategischer Plan. Das heißt, er ist langfristig auf die Ziele des Unternehmens ausgerichtet. Sein Planungszeitraum erstreckt sich von einem Jahr bis zu 5 Jahren und darüber.

Langfristiger Finanzplan
Gegenüberstellung zweier aufeinanderfolgender Bilanzen

Im langfristigen Finanzplan werden die Änderungen von zwei aufeinanderfolgenden Bilanzen geplant und nach *Mittelherkunft* und *Mittelverwendung* (=Bewegungsbilanz) geordnet. Die Planauszahlungen sind aufgeteilt in Investitionen und/oder in Definanzierung. Die Planeinzahlungen entstammen der Innenfinanzierung und/oder der Außenfinanzierung.

Im langfristigen Finanzplan findet der Cash-Flow seine Anwendung in den Posten der Innenfinanzierung. Der Zusammenhang des Cash-Flow und der Innenfinanzierung ist dem Kapitel 2 zu entnehmen.

Planungsauszahlungen (Mittelverwendung)	Planungseinzahlungen (Mittelherkunft)
für Investitionen (kapitalbindende Auszahlungen)	aus der Innenfinanzierung/Cash-Flow (kapitalfreisetzende und gegebenenfalls kapitalzuführende Einzahlungen)
zur Definanzierung (kapitalentziehende Auszahlungen)	aus der Außenfinanzierung (kapitalzuführende Einzahlungen)
gegebenfalls Saldo (Einzahlungsüberschuss)	gegebenfalls Saldo (Auszahlungsüberschuss)

Grundstruktur eines langfristigen Finanzplanes
(Vgl. Walz: Investitions- und Finanzplanung, S. 286)

⊕ Vorteile

- ▶ Finanzplan zukunftsorientiert, somit Cash-Flow auch als zukunftsorientierte Größe
- ▶ ermöglicht dem Management, finanzielle Fehlentwicklungen zu erkennen
- ▶ bildet den Rahmen für die (kurzfristige) Liquiditätsplanung

⊖ Nachteile

- ▶ Problem der Prognose der Zahlungsströme
- ▶ nur Einbeziehung fundamentaler Zahlungsströme

Aus der Praxis... Schema eines langfristigen Finanzplanes

Finanzplanung (indirekte Methode)		Formular Nr.: J. 15.2		
	laufendes Jahr		Planjahr	Bemerkungen
	Plan 19_	Plan 19_	Plan 19_	
Mittelherkunft				
1.1 U.gewinn nach Steuern				
1.2 Abschreibungen				
1.3 Rückstellungen				
1 CASH - FLOW				
2 Desinvestitionen				
2.1 Anlagevermögen				
2.2 Finanzvermögen				
2.3 Umlaufvermögen				
3 Eigenkapitalerhöhung				
4 Fremdkapitalerhöhung				
4.1 kurzfristige Kredite				
4.2 langfristige Kredite				
5 Verminderung Ba.,Ks.				
Summe				
Mittelverwendung				
1 Investitionen				
1.1 Anlagevermögen				
1.2 Finanzanlagen				
1.3 Umlaufvermögen				
2 Gewinnausschüttung (einschl. Steuern)				
3 Eigenkapitalrückzahlung				
4 Fremdkapitalrückzahlung				
4.1 kurzfristige Kredite				
4.2 langfristige Kredite				
5 Erhöhung Ba., Ks.				
Summe				
Jahresplan 19_				

(Quelle: Pfeil, B. (1984); S. 178)

6 Cash-Flow in der Aktienanalyse

Unternehmens- und Aktienkursbeurteilung sind in den letzten Jahren wichtiger geworden. Zur Beurteilung der Kaufwürdigkeit von Aktien verwendet man neben dem Kurs/Gewinn-Verhältnis (KGV) zunehmend das Kurs/Cash-Flow-Verhältnis (KCV). Diese Kennzahl eignet sich zur Unterstützung von Anlageempfehlungen und zur Untermauerung von Börseneinführungs- und Emissionskursen bei (Bar-) Kapitalerhöhungen.

Kurs/Gewinn-Verhältnis (Price/Earnings-Ratio)

$$\text{Kurs/Gewinn-Verhältnis} = \frac{\text{Börsenkurs}}{\text{Jahresüberschuss je Aktie}}$$

(Price/Earnings-Ratio)

**Berechnung des
Kurs/Gewinn-
Verhältnisses**

⊕ Vorteile

- ▶ Kurs/Gewinn-Verhältnis als Mittel für Anleger zur Identifizierung unterbewerteter Wertpapiere

⊖ Nachteile

- ▶ Jahresüberschuss ist in der Bilanz manipulierbar

Aufgrund der Manipulationsmöglichkeiten des Jahresüberschusses wird lieber das Kurs/Cash-Flow-Verhältnis verwendet.

6.1 Kurs/Cash-Flow-Verhältnis

Kurs/Cash-Flow-Verhältnis (Price/Cash-Flow-Ratio)⁴

$$\text{Kurs/Cash-Flow-Verhältnis (Price/Cash-Flow-Ratio)} = \frac{\text{Börsenkurs}}{\text{Cash-Flow je Aktie}}$$

Berechnung des Kurs/Cash-Flow-Verhältnisses

⊕ Vorteile

- ▶ ermöglicht bessere internationale Vergleiche
- ▶ ermöglicht bessere Branchenvergleiche (da der Cash-Flow die möglichen unterschiedlichen Bedeutungen von Abschreibungen und Rückstellungen ausgleicht)
- ▶ Umgehung der Manipulationsmöglichkeiten im Jahresüberschuss

⊖ Nachteile

- ▶ Kurs/Cash-Flow-Verhältnis als vergangenheitsorientierte Größe
- ▶ kann künftige Ertragservartung nur bedingt anzeigen

Aus der Praxis...

Berechnung des Kurs/Cash-Flow-Verhältnisses der Micronas Semiconductor HLDG AG Nam.-Aktie SF 1

	2000	2001	2002	2003	2004
Cash-Flow pro Aktie in Euro	0.35	0.00	3.90	4.00	4.47
Kurs/Cash-Flow-Verhältnis	127.14	n.a.	4.05	7.06	6.32

(Quelle: Börsenseite der Sparkasse Gelsenkirchen; http://www.sparkasse-de/sunshine/Sparkasse/OV/aktiensicht/index?ID_Notation=986080FFSET=0-32k)

6.2 Der Shareholder Value auf Basis der Discounted Cash-Flow- Methode

Ziel des Shareholder-Value-Konzeptes ist es, den Unternehmenswert für den Eigenkapitalgeber (z.B. Aktionär) langfristig und nachhaltig zu maximieren. Für die Aktionäre stellt er sich als so genannter Total (Shareholder) Return dar, nämlich der Summe aus Bezugsrechten, Kursgewinnen und Dividenden. Er wird auf Basis der Discounted Cash-Flow-Methode berechnet, die den Wert eines Unternehmens auf die zukünftig zu erwartenden Überschüsse gründet. Diese Überschüsse werden auf die Gegenwart abgezinst (englisch: discounted). Folgende Abbildung zeigt die Berechnung des Shareholder-Value.

Shareholder-Value-Konzept

Ziel ist es, den Unternehmenswert für die Eigenkapitalgeber langfristig und nachhaltig zu steigern

Brutto-Cash-Flow	(= zukünftige, diskontierte Cash-Flows)
- Investitionen in Anlagevermögen und Working Capital	
- Steuerzahlungen	
<hr/>	
Barwert freier betrieblicher Cash-Flow	(= Free-Cash-Flow)
+ Restwert des Unternehmens am Ende des Planungshorizontes	
<hr/>	
Unternehmenswert	
- Fremdkapital	
<hr/>	
Shareholder Value	

Berechnung des Shareholder-Value

(Vgl. Vergleichende Betrachtung von Shareholder und Stakeholder Value)

Der betriebliche (Free-) Cash-Flow wird berechnet, indem man die Summe aller zukünftigen Cash-Flows während des Betrachtungszeitraumes (5 bis 10 Jahre) auf die Gegenwart abzinst und diesen Brutto-Cash-Flow um die Investitionen (siehe nachfolgende Abbildung) korrigiert. Der Diskontierungssatz richtet sich dabei nach den Kosten für Fremdkapital, das über den Kapitalmarkt zu dessen aktuellen Preisen beschafft werden kann.

diskontierte Cash-Flows
- Investitionen im Anlagevermögen
- Erhöhung des Working Capital
- Steuerzahlungen
<hr/>
= Free Cash-Flow

Berechnung des Free Cash-Flow

⊕ Vorteile

- ▶ Shareholder-Value-Konzept hilft die Ertragskraft sowie künftige Entwicklungen eines Unternehmens zu beurteilen

⊖ Nachteile

- ▶ Free-Cash-Flow ist kurzfristig manipulierbar (z.B. Einsparungen in den Bereichen des Anlagevermögens und Working Capitals)
- ▶ Shareholder-Value-Konzept ist zu sehr auf die Interessen der Aktionäre ausgerichtet
- ▶ geringe öffentliche Akzeptanz

Aus der Praxis...

Der Shareholder-Value der Mannesmann Mobilfunk GmbH (1990)

Barwert der Free-Cash-Flows (1990 - 1994)	- 1,7 Mrd. DM
+ Barwert des Restwertes	5,4 Mrd. DM
= Shareholder Value	3,7 Mrd. DM

(Quelle: Finanzstruktur der Krones AG (1992); http://www.vwl.uni-freiburg.de/fakultaet/bwl/pdf/ws_00-01/Finanzierung_U_WS=2000-01_3.pdf)

7 Cash-Flow als Finanz- und Ertragskraftindikator

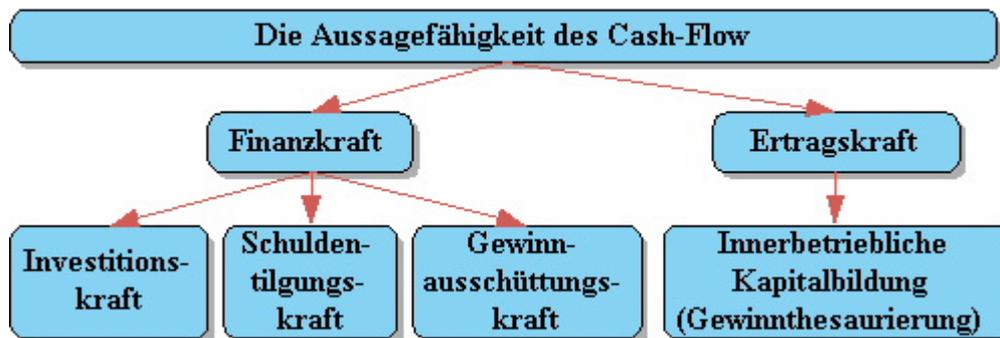


Abbildung 4
Cash-Flow als Finanz- und Ertragskraftindikator

7.1 Cash-Flow als Finanzkraftindikator

⊕ Vorteile

- ▶ Cash-Flow zeigt den Betrag an, der aus eigener Kraft erwirtschaftet wurde. Er steht zur Verfügung für:
Investitionen
Tilgung von Schulden
Gewinnausschüttung

⊖ Nachteile

- ▶ Cash-Flow ist eine **vergangenheitsorientierte** Größe, da lediglich Aussagen über Vorgänge aus zurückliegenden Perioden möglich sind
- ▶ Cash-Flow ist als **Liquiditätsmaßstab ungeeignet**, da die aus dem Umsatzprozess gewonnenen Mittel schon längst investiert worden sein können

7.2 Cash-Flow als Ertragskraftindikator



Vorteile

- ▶ Cash-Flow vermittelt ein besseres Bild über die Ertragskraftentwicklung als der (Betriebs-) Gewinn



Nachteile

- ▶ Cash-Flow als **historische Größe** liefert lediglich aufgrund der Entwicklung der vergangenen Jahre einen Anhaltspunkt für einen evtl. vorhandenen Trend der Ertragskraft
- ▶ Cash-Flow ist in seiner absoluten Höhe **nicht als verbesserter Gewinn** eines Unternehmens zu deuten, da er Bestandteile enthält, die einen echten Aufwand (z.B. Pensionsrückstellungen) darstellen

Interessante Literatur zum Thema

Riebel / Grün

Cash-Flow und Bewegungsbilanz. Instrumente zur Analyse des Jahresabschlusses. Deutscher Sparkassen Verlag, Stuttgart, 1999

Behringer

Cash-Flow und Unternehmensbeurteilung. Rechnungen und Anwendungsfelder für die Finanzanalyse. Erich Schmidt Verlag, Berlin 2001

Justen / Villiez

Cash-Flow und Unternehmensbeurteilung. Ermöglicht die Cash-Flow-Rechnung eine Schnell-Analyse? Erich Schmidt Verlag, Berlin 1992

Interessante Links im Internet (Stand 03/2003)

- ▶ <http://www.info.consors.de/financeinfos/stocks/lexikon>
Consors Börsenlexikon: Cash-Flow
- ▶ <http://www.boersenlexikon.faz.net/htm>
FAZ.net Börsenlexikon zu zahlreichen BWL-Themen
- ▶ <http://www.berlinerboerse.de/>
Berliner Börse: wirtschaftliche Definitionen und Börsenbegriffe
- ▶ <http://www.home.t-online.de/home/mnagel/wissen03.htm>
Wissenswertes über Cash-Flow vom Martin Nagel

Kommentare

¹ Vgl. VOLLMUTH: Finanzierung

einzahlungswirksame Erträge	z.B.:	Umsatzerlöse, Zinsen
auszahlungswirksame Aufwendungen	z.B.:	Löhne, Gehälter, Fremdkapitalzinsen, Materialverbrauch

² Vgl. VOLLMUTH: Finanzierung

auszahlungslose Aufwendungen	z.B.:	Abschreibungen, Bildung von Rückstellungen
einzahlungslose Erträge	z.B.:	Bestandserhöhung an Halb- und Materialverbrauch, Fertigerzeugnissen, aktivierte Eigenleistungen, Auflösung von Rückstellungen

³ Vgl. DVFA - Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung
SG - Schmalenbach Gesellschaft

⁴ **Berechnung Cash-Flow je Aktie**

$$\text{Cash-Flow je Aktie} = \frac{\text{Cash-Flow} \times \text{Nennwert je Aktie}}{\text{Gezeichnetes Kapital}}$$

Aufgrund der Euro-Umstellung stellen viele Aktiengesellschaften ihre Aktien auf nennwertlose Stückaktien um. Hiernach berechnet sich der Cash-Flow je Aktie wie folgt:

$$\text{Cash-Flow je Aktie} = \frac{\text{Cash-Flow}}{\text{Zahl der Aktien}}$$



Beyer, Horst-Tilo (Hg.): Online-Lehrbuch BWL, <http://www.online-lehrbuch-bwl.de>