

PETER THILO HASLER

Aktien richtig bewerten

Theoretische Grundlagen
praktisch erklärt

 Springer

Aktien richtig bewerten

Peter Thilo Hasler

Aktien richtig bewerten

Theoretische Grundlagen praktisch erklärt

 Springer

Peter Thilo Hasler
Blättchen & Partner AG
Paul-Heyse-Straße 28
80336 München
Deutschland
pth@blaettchen.de

Sphene Capital GmbH
Großhesseloher Straße 15c
81479 München
Deutschland
peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

ISBN 978-3-642-21169-0 e-ISBN 978-3-642-21170-6
DOI 10.1007/978-3-642-21170-6
Springer Heidelberg Dordrecht London New York

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© Springer-Verlag Berlin Heidelberg 2011

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere die der Übersetzung, des Nachdrucks, des Vortrags, der Entnahme von Abbildungen und Tabellen, der Funksendung, der Mikroverfilmung oder der Vervielfältigung auf anderen Wegen und der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Eine Vervielfältigung dieses Werkes oder von Teilen dieses Werkes ist auch im Einzelfall nur in den Grenzen der gesetzlichen Bestimmungen des Urheberrechtsgesetzes der Bundesrepublik Deutschland vom 9. September 1965 in der jeweils geltenden Fassung zulässig. Sie ist grundsätzlich vergütungspflichtig. Zuwiderhandlungen unterliegen den Strafbestimmungen des Urheberrechtsgesetzes.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Einbandentwurf: WMXDesign GmbH, Heidelberg

Gedruckt auf säurefreiem Papier

Springer ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media (www.springer.com)

Vorwort

„Was ist das Unternehmen wirklich wert?“ – Diese Frage haben Anlageberater und Finanzanalysten während der jüngsten Finanzmarktkrise, als selbst breit gestreute Large Caps im Tages- oder Wochenvergleich zweistellige Kursverluste hinnehmen mussten, immer häufiger von ihren Kunden zu hören bekommen. Akademisch geprägte Marktteilnehmer verweisen in diesem Moment gerne auf ihre Lehrbücher, wonach der Wert eines Vermögensgegenstandes dem Barwert der von ihm in Zukunft generierten Liquiditätsströme entsprechen sollte. Zur Bewertung eines Unternehmens wäre damit lediglich die Kenntnis aller zukünftigen Cashflow-Ströme und der für ihre Diskontierung angemessenen Zinssätze erforderlich. Doch so einfach ist es nicht, schließlich meinte schon der US-amerikanische Baseballspieler Lawrence Peter „Yogi“ Berra vor einigen Jahren, dass „In theory there is no difference between theory and practice. In practice there is“¹. Gerade in den tumultartigen Zeiten der Krisenjahre lag dem den Praktiker eine ganz andere Antwort auf die eingangs gestellte Frage auf der Zunge, nämlich: „Das, was der höchste Bieter zu zahlen bereit ist“.

Derartige Zynismen sind das Ergebnis von Problemen, mit denen Fondsmanager und Analysten täglich konfrontiert werden, die von Theoretikern jedoch häufig nicht wahrgenommen werden. Da findet man in der Literatur zur Unternehmensbewertung nur sehr vereinzelt Ratschläge, wie die künftigen Cashflows über einen längeren Zeitraum konkret prognostiziert werden können, wie lange der Zeithorizont gewählt werden soll, über den sie vorhergesagt werden sollen – fünf, zehn oder doch lieber 20 Jahre? –, oder welche Bewertungsverfahren für welchen spezifischen Anlass angemessen sind. Auch die Frage, wie die zur Diskontierung zukünftiger Erlösströme nicht ganz unwichtige Risikoprämie eigentlich ermittelt werden soll, oder welches Bewertungsverfahren für welches Unternehmen bei welcher Gelegenheit angemessen ist, wird nicht nur in der deutschsprachigen Praxisliteratur in erschreckendem Maße vernachlässigt.

Lieber kümmert sich die Fachwelt um praktisch unfruchtbare Nebensächlichkeiten wie die Auswirkungen des persönlichen Einkommensteuersatzes auf den

¹ Zitiert nach Yarger H R (2006) S. 31.

Unternehmenswert² – ein Thema, das in der angelsächsischen Literatur aufgrund der ausufernden Komplexität der Steuersysteme aus Praktikabilitätsüberlegungen komplett vernachlässigt wird³ – oder verfasst detaillierte Abhandlungen über die Herleitung eines risikokompensierenden Kreditzinssatzes im Halbeinkünfteverfahren⁴. Einen praxisorientierten Ratgeber, mit dessen Hilfe Aktien anhand von finanzmathematischen Modellen schematisch professionell und trotzdem anschaulich von Privatanlegern wie von institutionellen Investoren eingeschätzt werden können, sucht man in deutschsprachigen Bibliotheken vergebens.

Kein Wunder also, dass manche nicht nur die Wirtschaft in der Krise sahen, sondern auch die Unternehmensbewertung⁵. Und dabei sollte die Bewertung börsennotierter Unternehmen der zentrale Bestandteil jeder einzelnen Kauf- und Verkaufsüberlegung an der Börse sein, denn schließlich werden an den Kapitalmärkten Vermögen gemacht – und verloren. Insofern sollte man annehmen, die Kenntnis und das Verständnis, wie ein Unternehmen zu bewerten sei, wäre nicht nur unter den professionellen Kapitalmarktteilnehmern verbreitet, sondern auch unter den vielen Privataktionären, die immer engagierter, zum Beispiel in den verschiedenen Internet Boards, über erwartete Kursziele und Anlageurteile diskutieren. Als Außenstehender gewinnt man jedoch den Eindruck, dass hierbei vielfach Anlageempfehlungen von Bekannten, Journalisten oder bestenfalls Finanzanalysten die Grundlage der Kaufentscheidungen bilden. Für eigenständige Gedanken oder Wertermittlungen fehlt meist die Ausbildung – und auch häufig die Zeit.

Operable Handlungsanweisungen zu vermitteln ist Anspruch dieses Buches. Es wendet sich daher an professionelle Investmentbanker und Mergers & Acquisitions-Berater, an Steuerberater, Vermögensverwalter und Portfoliomanager, Kapitalanleger und Finanzanalysten, an Unternehmensberater, Journalisten und alle, die regelmäßig mit dem Kauf und Verkauf von Aktien beschäftigt sind. Das Buch richtet sich aber auch an das Management börsennotierter Gesellschaften, an Finanzvorstände und Investor Relations-Mitarbeiter, sowie an jene, die ihre Entscheidungen zu beurteilen haben, also Aufsichtsräte und Miteigentümer. Es gibt eine Fülle von Anlässen, bei denen gerade sie den Wert ihres Unternehmens oder einzelner Geschäftsbereiche kennen müssen, angefangen von Beteiligungskäufen oder –verkäufen über die Implementierung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen und die Umsetzung des Shareholder Value-Konzeptes bis hin zu konstruktiven Gesprächen mit ihren jeweiligen Anteilseignern auf One-one-Ones oder in Roundtable-Diskussionen. Insbesondere wendet sich dieses Buch an den so genannten Privat- oder Kleinaktionär, denn für ihn haben die führenden Kreditinstitute dieses Landes immer noch kein Konzept entwickelt, wie sie ihn sinnvoll in seinen Anlagebestrebungen unterstützen können. Sie finden in diesem Buch das in der Praxis benötigte theoretische Grundlagenverständnis für eine pragmatische und zeiteffiziente Unternehmensbewertung sowie ausreichend Hinweise auf dessen weitere Vertiefung.

² Vgl. stellvertretend Wagner F W, Rümmele P (1995).

³ Einer Sichtweise, der wir uns in diesem Buch anschließen.

⁴ Vgl. stellvertretend Schultze W, Zimmermann R-C (2002).

⁵ Vgl. Jonas M (2009).

Im Laufe des Buches wird der interessierte Leser in alle gängigen Bewertungsverfahren eingeführt, die ihm die notwendige Unterstützung bei der Erstellung einer integrierten Unternehmensplanung und der darauf aufbauenden Unternehmensbewertung geben sollen. Grob gesprochen gibt es hiervon zwei: Diskontierungsmodelle, in denen der Wert eines Unternehmens anhand der erwarteten Cashflow- oder Dividendenströme ermittelt wird, und Multiplikator- oder Peergroup-Modelle, in denen der Wert eines Unternehmens relativ zu den Werten vergleichbarer Unternehmen hergeleitet wird. Darüber hinaus werden alle vorgestellten Bewertungsverfahren in praktischen Beispielen systematisch erläutert, so dass die theoretischen Grundlagen vom Leser unmittelbar nachvollzogen werden können. Es ist der didaktische Anspruch des Buches, jede Formel oder Gleichung, die für die Ermittlung von Unternehmenswerten unumgänglich sind, anhand eines unmittelbar folgenden praktischen Beispiels zu erläutern.

Nicht alles aus dem Buch ist leicht verständliches Material, daher werden bestimmte Grundlagen, unter anderem der Investitions- und Finanzierungstheorie sowie der Finanzmathematik, vorausgesetzt. Dennoch habe ich einen behutsamen Einstieg in die jeweilige Problematik gewählt. Gerade die themennah platzierten Übungsbeispiele sollen eine intuitive Erklärung für alle Modelle und Vorgehensweisen geben, den Respekt vor der Unternehmensbewertung nehmen und den Leser zur selbständigen Anwendung an den Kapitalmärkten einladen. Demjenigen erschließt sich der Inhalt des Buches am intensivsten, der die Übungsbeispiele mit Papier und Bleistift oder einem Tabellenkalkulationsprogramm nachrechnet.

Dagegen sollten Sie dieses Buch vermutlich ins Regal zurücklegen, wenn Sie Aktien erwerben, ohne sich zuvor überhaupt mit dem Unternehmen beschäftigt haben, wenn Sie sich grundsätzlich keine Gedanken über die zukünftige Ertragsentwicklung der Unternehmen machen, wenn Sie Zukunftsplanungen mit Hockeystick-Effekt abnicken, ohne sie kritisch zu hinterfragen, wenn Sie Aktien vorwiegend aufgrund von Tipps befreundeter Investoren, Journalisten, halbseriösen Börsenmagazinen oder aufgrund von Eingebungen erwerben, wenn Sie vor dem Erwerb einer Aktie keine Entscheidung darüber treffen, wann und zu welchen Bedingungen Sie diese wieder verkaufen wollen, wenn Sie der Meinung sind, Kursgewinne haben viel mit Glück und wenig mit Bewertung zu tun, und – vor allem! – wenn Sie schnell reich werden wollen, ohne glauben, sich hierfür anzustrengen zu müssen. Dies gilt auch, wenn Sie uneingeschränkt an Börsenweisheiten wie „Buy on bad news, Sell on good news!“, „Aktien weisen langfristig die beste Rendite auf“, „Kaufe Nachzügler!“ oder „Investiere momentumgetrieben!“ glauben, an Regeln also, die einen wahren Kern haben mögen, der sich jedoch keinesfalls für eine strategische, langfristig ausgerichtete Anlagephilosophie eignet. Und schließlich, wenn Sie zu den Investoren zählen, deren Investment-Style am besten mit Hope zu beschreiben ist⁶, wenn Sie sich also an Unternehmen beteiligen, die weder günstig in Bezug auf ihre Vermögenswerte noch ihrer zukünftigen Ertragsaussichten sind und die sie, da über den richtigen Wert der Aktie keinerlei Informationen vorliegen, ebenso schnell wieder abstoßen.

⁶ Vgl. auch Zavanelli M (2010) S. 370.

Insofern soll dieses Buch nicht nur die Kenntnisse über die Bewertung von Unternehmen vermitteln, sondern auch das (Selbst-) Bewusstsein, sich über eine eigene fundamentale Unternehmensbewertung abzunabeln von Einflüssen Dritter. Mit dem entsprechenden Know-how über Aktienbewertungen kann problemlos ein System aus fundamentalen Faktoren wie Discounted Cashflow-Modell, Kurs/Gewinn-Verhältnis, Dividendenrenditen oder Wertschöpfungsmodellen aufgebaut werden, dem man sich diszipliniert unterordnen sollte – unabhängig davon, welche Aktien gerade in Zeitschriften oder Internetforen gefeiert wird, was der Bankberater empfiehlt oder einem der beste Freund einflüstert. Nur mit einem emotionslosen Bewertungssystem mit im Vorfeld streng definierten Vorgaben ist es möglich, die beiden Haupttreiber der Börse, Gier und Angst, auszuklammern. Die in diesem Buch vorgestellten Modelle und Bewertungsverfahren bilden die hierfür erforderliche objektive Gesamtheit an Werkzeugen, die nicht von bestimmten Weltanschauungen oder von ethischen bzw. kulturellen Grundeinstellungen abhängig ist. Denn die Grundlagen der Unternehmensbewertung sind für alle gleich, unabhängig davon, ob der Bewerter aus Berlin oder New York stammt, ob er konservativ oder sozialistisch wählt. So steht die Performance an der Börse in unmittelbarem Zusammenhang mit dem Erkennen von Werten – angelsächsisch Value – und mit der Bereitschaft, eine entgegen der herrschenden Meinung stehende Position zu vertreten, weil es, wie Sir John Templeton sagte, unmöglich ist, „to produce superior performance unless you do something different from the majority“. Insofern soll gezeigt werden, dass die Analyse und die Einschätzung von Aktien weder ein enzyklopädisches Wissen über die betrachtete Industrie noch einen wirtschaftswissenschaftlichen Masterstudiengang erfordert. Gesunder Menschenverstand und die Fähigkeit, einfache Schlussfolgerungen zu ziehen, sind am Ende des Tages, um eine geläufige Investmentbankerphrase zu zitieren, ungleich wichtigere Charaktereigenschaften für einen Erfolg an den Kapitalmärkten.

München
im August 2011

Peter Thilo Hasler

Danksagung

Bücher kommen nie ohne die Unterstützung Dritter zustande. Zu diesen zählen zunächst Autoren, die durch ihre Arbeiten das Fundament für das eigene Werk geschaffen haben. In erster Linie sind für mich die Arbeiten von Aswath Damodaran, James Montier und Pierre Vernimmen eine ergiebige Quelle der Inspiration gewesen.

Ferner zählen dazu die Personen, die durch ihre konstruktiven Diskussionsbeiträge zum Gelingen der Arbeit beigetragen haben. Hierbei möchte ich vor allem Christian Obst, Rene Assion, Dr. Konrad Bösl, Gerald Feslmeier, Christoph Karl, Anna Di Geronimo, Ernst G. Wittmann und Dr. Ron Davidson erwähnen. Entweder haben sie das Buch Korrektur gelesen oder standen als Sparringspartner zur Verfügung, in jedem Fall haben sie viele kluge und bewertungsrelevante Ratschläge erteilt und Hilfestellung in allen Fachfragen gewährt. Besonders dankbar bin ich ihnen für das ständige Hinterfragen meiner Ergebnisse, für die inhaltlichen Rückmeldungen, die ermutigenden Worte und spontanen Verbesserungsvorschläge.

Schließlich möchte ich meiner Familie danken, die unter meiner Abwesenheit am stärksten zu leiden hatten. Insbesondere meiner Frau, die mich mit viel Liebe und Interesse unterstützte und darüber hinaus umfangreiche Korrekturarbeiten übernahm. Und natürlich meinen Kindern Vincent und Christopher, deren dauerhafte Vernachlässigung mich zu noch größeren Anstrengungen anregte. Ihnen ist dieses Buch gewidmet.

Inhalt

1 Grundlagen der Bewertung börsennotierter Unternehmen	1
1.1 Price is what you pay, value is what you get	1
1.2 Ursprung, Ablauf und Methoden der Bewertung	6
1.3 Effiziente Märkte und rationales Verhalten	17
1.4 Ursachen für Bewertungsauf- oder -abschläge	24
2 Die integrierte Unternehmensplanung als Basis der Bewertung	31
2.1 Zitate, Mythen und Erwartungen	31
2.2 Die Detailplanung der Gewinn- und Verlustrechnung	41
2.3 Einige Daumenregeln der Bilanzprognose	53
2.4 Die Bereinigung von Einmaleffekten: Manipulationen erkennen	61
3 Der Einfluss des Risikos auf den Unternehmenswert	69
3.1 Risiko? Was für ein Risiko?	69
3.2 Die Eigenkapitalkosten	72
3.3 Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (WACC)	92
4 Dividendendiskontierungsmodelle	111
4.1 Grundlagen	111
4.2 Das Gordon-Growth-Modell	115
4.3 Mehrphasenmodelle	122
4.4 Die Werttreiber von Dividendendiskontierungsmodellen	140
4.5 Anwendungsgebiete, Grenzen und kritische Würdigung	155
5 Discounted Cashflow-Modelle	161
5.1 Happiness is a positive cashflow	161
5.2 Free Cashflow to the Firm FCFF	171
5.3 Free Cashflow to Equity FCFE	185
5.4 DCF-Bewertungsmodelle mit konstanter Wachstumsrate	190
5.5 Das Adjusted Present Value-Konzept	207
5.6 DCF-Mehrphasenmodelle	212
5.7 Vom EV zum Equity Value: Weiterführende Erklärungen	228
5.8 Möglichkeiten und Grenzen von DCF-Modellen	241

- 6 Wertschöpfungsmodelle** 247
 - 6.1 Der Grundgedanke des ökonomischen Gewinns 247
 - 6.2 Das NOPAT und seine Exegeten 250
 - 6.3 Varianten des Wertschöpfungsmodells 274
 - 6.4 „Eva im Paradies“ oder „Pegasus mit Klumpfuß“? 278

- 7 Die Bewertung mit Referenzunternehmen** 283
 - 7.1 Die Auswahl des geeigneten Multiplikators 283
 - 7.2 Zur Vorgehensweise der Vergleichsgruppenbildung 291
 - 7.3 Kritische Würdigung, Vor- und Nachteile 298

- 8 Eigenkapitalbasierte Kennzahlen** 305
 - 8.1 Das KGV: Die populärste Kennzahl des Kapitalmarkts 305
 - 8.2 Price-Earnings to Earnings-growth-Ratio (PEG-Ratio) 331
 - 8.3 Das relative KGV 338
 - 8.4 Das historische KGV 339
 - 8.5 Cash Earnings- und Cashflow-Relationen 343
 - 8.6 Die Dividendenrendite 346

- 9 EV-basierte Multiplikatoren** 349
 - 9.1 Die Erweiterung der Basis 349
 - 9.2 EV/Umsatz-Verhältnis 350
 - 9.3 EV/EBITDA, EV/EBITA und EV/EBIT 358

- 10 Substanzwertbasierte Kennzahlen** 367
 - 10.1 Will the Real Value Please Stand Up? 367
 - 10.2 Kurs/Buchwert-Verhältnis 370
 - 10.3 Marktwert/Firmenwert-Verhältnis 382
 - 10.4 Liquidationswert 384

- 11 Spezialprobleme der Unternehmensbewertung** 387
 - 11.1 Über Ausnahmen und Regeln 387
 - 11.2 Die Bewertung von Wachstumsaktien 388
 - 11.3 Die Bewertung zyklischer Unternehmen 402
 - 11.4 Die Bewertung von Immobilienunternehmen 408
 - 11.5 Der Sum of the Parts-Ansatz bei der Bewertung von Konglomeraten 414
 - 11.6 Auswirkung der Globalisierung auf die Unternehmensbewertung 421
 - 11.7 Die Bewertung von Markenunternehmen 427
 - 11.8 Industriespezifische Multiplikatoren 430

- 12 Die Unternehmensbewertung zum IPO** 435
 - 12.1 Über Interessenskonflikte und Bauchgefühle 435
 - 12.2 Der Prozess der Preisfindung 438

Inhalt	xiii
13 Typische Fehler in der Unternehmensbewertung	445
13.1 Fehler bei der Analyse von GuV, Bilanz und Cashflow-Statement	445
13.2 Fehler bei der Berechnung der Diskontierungssätze	446
13.3 Fehler in der Anwendung der Bewertungsmodelle	448
Glossar	453
Literaturverzeichnis	463
Sachverzeichnis	479

Verzeichnis häufig verwendeter Symbole

adj	Adjustiert
Amo	Amortisationen, Amortization
β	Beta
β_L	Levered Beta
β_O	Operatives Beta
β_U	Unlevered Beta
BG	Bilanzgewinn
Cash	Kassenbestand des Unternehmens
CFPS	Cashflow je Aktie, Cashflow per Share
CFOPS	Betrieblicher Cashflow je Aktie, Operating Cashflow per Share
COC	Kapitalkosten, Cost of Capital
cov	Covarianz
δ	Ausschüttungsquote
Δ	Veränderungsrate
Debt	Buchwert des verzinslichen Fremdkapitals
Debt ₀	Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals
Dep	Abschreibungen, Depreciation
Div _t	Dividende zum Zeitpunkt t
DivSum	Dividendensumme
ε	Investitions- oder Thesaurierungsquote
EBIA	Earnings Before Interest and Amortization
EBIT	Ergebnis vor Zinsen und Steuern, Earnings Before Interests and Taxes
EBITDA	Ergebnis vor Abschreibungen, Amortisationen, Zinsen und Steuern, Earnings Before Depreciation, Amortization, Interests and Taxes
EPS _b	Unverwässertes Ergebnis je Aktie, Earnings per share basic
EPS _d	Verwässertes Ergebnis je Aktie, Earnings per share diluted
EPS _t	Ergebnis je Aktie zum Zeitpunkt t, Earnings per share
ESOP	Mitarbeiterbeteiligungsprogramm, Employee Stock Option Plan
EK	Buchwert des Eigenkapitals
EP	Ökonomischer Gewinn, Economic Profit
EK ₀	Marktwert des Eigenkapitals
EV ₀	Enterprise Value

FCF	Freier Cashflow, Free Cashflow
FCFE	Free Cashflow to Equity
FCFF	Free Cashflow to the Firm
FCFPS	Freier Cashflow je Aktie, Free Cashflow per Share
FK	Buchwert des Fremdkapitals
FordLL	Forderungen aus Lieferungen und Leistungen
g	Wachstumsrate
g_w	Wachstumsrate während der Übergangsphase
GCE	Gross Capital Employed
GCF	Gross Cashflow
GesK	Gesamtkapital
GK	Grundkapital
H	Halbwertszeit der Phase mit erwartetem überdurchschnittlichem Wachstum (in Jahren)
I_n	Nettoinvestitionen
Int	Zinsaufwand, Interests
Kum	Kumuliert
K	Kosten
K_f	Fixe Kosten
KfrA	Kurzfristige Vermögenswerte
KfrVerb	Kurzfristige Verbindlichkeiten
KCF	Kurs/Cashflow-Verhältnis
KCFO	Kurs/Operating Cashflow-Verhältnis
KFCFE	Kurs/Free Cashflow to Equity-Verhältnis
K_{Ins}	Kosten der Insolvenz
KR	Kapitalrücklage
K_v	Variable Kosten
λ	Spezifischer Sensitivitätsfaktor
LfrA	Langfristige Vermögenswerte
LfrVerb	Langfristige Verbindlichkeiten
Mktg	Marketing
MI	Ansprüche der Minderheitsgesellschafter, Minorities
n	Periode
NetDebt	Nettoverschuldung, Net Debt
NetInc	Ergebnis nach Steuern, Net Income
NOA	Nicht betrieblich eingesetztes Vermögen, Non Operating Assets
NoSh	Anzahl ausstehender Aktien, Number of Shares
OA	Betrieblich eingesetztes Vermögen, Operating Assets
P_t	Preis der Aktie zum Zeitpunkt t
PR	Pensionsrückstellungen
PS	Je Aktie, per share
ρ	Marktanteil eines Unternehmens
r_f	Risikoloser Anlagezinssatz
r_{Debt}	Zinssatz des verzinslichen Fremdkapitals

r_{EK}	Geforderte Rendite der Aktionäre bei ausschließlicher Eigenkapitalfinanzierung
$r_{EK,U}$	Eigenkapitalverzinsung ohne Fremdkapital
r_{GesK}	Rendite auf das Gesamtkapital
r_i	Rendite eines Wertpapiers i
r_M	Rendite des Marktportefeuilles
r_p	Risikoprämie
rep	berichtet, reported
RLZ	Restlaufzeit in Jahren
ROE	Eigenkapitalrendite, Return on Equity
σ	Anteil der Nettoinvestitionen, der durch die Nettoaufnahme von Verbindlichkeiten finanziert werden soll
SBB	Aktienrückkauf, Share Buy Back
SonstKfrA	Sonstige kurzfristige Vermögenswerte
St	Stammaktien
τ	Grenzsteuersatz auf Unternehmensebene
t	Periode
TS	Treasury Shares
V_0	Fundamentaler Wert des Eigenkapitals
var	Varianz
VerbLL	Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen
Vorr	Vorräte
Vz	Vorzugsaktien
ω_{Ins}	Insolvenzwahrscheinlichkeit
$\omega_{\bar{U}}$	Wahrscheinlichkeit, nicht in Insolvenz zu gehen