

# Fantasie, Facebook und Fair Value

Die Frage, was ein börsennotiertes Unternehmen wert ist, und die informationsorientierte (IFRS-)Rechnungslegung hängen eng zusammen: Zum einen soll ein IFRS-Abschluss dem Anleger unternehmenswertrelevante Informationen bereitstellen und zum anderen finden unter dem nicht unumstrittenen Prädikat eines „Fair Value“ vermeintliche Marktwerte bzw. -preise in die IFRS-Bilanz Eingang. Das damit angedeutete Zirkelproblem lässt sich schwerlich lösen. Gekauft werden Anteile, wenn der Wert größer ist als der Preis, im umgekehrten Fall wäre zu verkaufen. Gesucht ist gemäß der Informationsfunktion also ein Anteilswert, der dem ablesbaren Marktpreis gegenübergestellt wird.

FAS 9. Januar 2011, S. 25). In dieser Milchmädchenrechnung werden zudem nach angelsächsischem Muster Wert und Preis vermengt und es wird so getan, als ob der Erwerb gleichsam repräsentativ für den Otto-Normal-Investor sein könnte.

Was das Unternehmen „am Markt“ wert sein mag, lässt sich offensichtlich ohne Glaskugel schwer entscheiden. Entsprechend reicht das Meinungsspektrum der Experten von den Prädikaten „Unterbewertung“ über „Passt schon“ bis zur „Überbewertung“. Zumindest die letzte Ansicht erscheint vor dem Hintergrund der Erfahrungen mit der „new economy“ nachvollziehbar, obgleich die

## Kurios: „Wenn Facebooks Gewinn so weiter wächst wie bisher, passt er schon in drei Jahren zum Firmenwert.“

The Economist (8. Januar 2011, S. 57) fragte: „Is Facebook really worth \$ 50 billion?“ Grundlage dieser Bewertung ist anscheinend die naive Hochrechnung eines knapp 1-prozentigen Anteilserwerbs von Goldman Sachs für ca. 500 Millionen US-Dollar. Damit müssten nach Adam Riese 100 Prozent der Anteile 50 Milliarden US-Dollar wert sein. Der erhoffte Marktwert beträgt somit laut Pressemeldungen das 25-Fache des Umsatzes von 2 Milliarden US-Dollar, von denen 500 Millionen als Gewinn in 2010 verblieben (vgl. Bernau,

erfolgreiche Unternehmensstory zwischenzeitlich preisgekrönt verfilmt wurde: „But sceptics doubt that a firm whose business model is unproven is worth more than established media giants“ (The Economist, 8. Januar 2011, S. 57).

Erstaunlich ist, denkt man an die Informationsfunktion der Rechnungslegung, dass der vermeintliche Marktwert das 100-Fache des Gewinns beträgt. Würde es sich um einen börsennotierten IFRS-Bilanzierer handeln, der zu 50 Milliarden notiert wäre und „nur“ ein Jah-

resergebnis von 500 Millionen ausweise, ließe dieses Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) an der Informationsfunktion zweifeln. Sollte also der Investor nicht mehr auf den Gewinn, sondern besser auf das Bilanzvermögen achten, wie es die Fair Value-Orientierung der IFRS suggeriert? Wohl kaum, denn es fehlt der originäre „goodwill“ als wesentliche Wertkomponente. Ein externer Analyst kann die unbekanntes Marktwert-Buchwert-Lücke nicht schließen, indem er bei der Bilanzanalyse die fehlenden Wertkomponenten zu den Buchwerten hinzu addiert.

Dass entsprechende „Jobs“-Goodwill-Komponenten wertrelevant sind, deutete sich jüngst beim Kurseinbruch der Apple-Aktie an, der nach der Krankmeldung des Vorstandsvorsitzenden Steve Jobs erfolgte (vgl. o. V., FAZ 18. Januar 2011, S. 9). Letzteres wirft sogar, soweit der Kursrückgang nicht auf den Markenwertverlust zurückgeht und ein kompetenter Stellvertreter zur Verfügung stände (vgl. Hofer, HB 18. Januar 2011, S. 18 f.), ein entsprechendes Licht auf die „ablesbare“ Bewertung durch den Kapitalmarkt und eine darauf basierende Fair Value-Ermittlung. Schon wegen des Herdentriebs am Kapitalmarkt schwankt der ablesbare Kurs, und Blasenbildungen in bestimmten Marktsegmenten sind mitunter die Folge (vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 1/2011, S. 52).

Dennoch ist ein direkt am Kurszettel ablesbarer „Fair Value“ immer noch besser als eine willkürbehaftete Schätzung. Im Fall Facebook ist kein entsprechend aktiver Markt vorhanden, weshalb bei der Fair Value-Ermittlung auf die beobachtete Goldman Sachs-Transaktion abzustellen wäre. Dabei wird man das Fair Value-Kriterium der Unabhängigkeit der Transaktionspartner sicher hinterfragen dürfen, soweit weitere provisionsbringende Transaktionen, der Weiterverkauf der erworbenen Anteile oder die Abwicklung des Börsengangs einkalkuliert sein könnten (vgl. Bernau, FAS 9. Januar 2011, S. 25). Zudem ist für die Bewertung nicht nur der

erwartete Überschuss, sondern auch das Risiko maßgeblich. Hier „trage das Risiko letztlich der Steuerzahler, der die Bank retten muss, wenn sie zuviel Geld verliert“ (Bernau, FAS 9. Januar 2011, S. 25). Demnach zählte bei Investitionen die Chance viel und das Risiko wenig. Ob vor diesem Hintergrund die Facebook-Transaktion von Goldman Sachs als „marktgerecht“ gelten kann, wäre insofern zu prüfen.

Da sich anhand der Bilanz der Unternehmenswert nicht direkt ablesen lässt, muss der externe Bilanzanalyst bzw. Bewerter notgedrungen auf den Gewinn schauen (vgl. Penman, ABACUS 2010, S. 211 ff.; ausführlich Haaker, Potential der Goodwill-Bilanzierung nach IFRS für eine Konvergenz im wertorientierten Rechnungswesen, Wiesbaden 2008, Abschn. 5). Soweit Geschäftsmodell und -entwicklung im Dunklen liegen (im vorliegenden Fall spielt Pressemeldungen zufolge anscheinend die werbemäßige Nutzung von Kundendaten eine Rolle im Geschäftsmodell, vgl. o. V., HB 27. Januar 2011, S. 24), könnte der erzielte Gewinn zunächst in das Modell der ewigen Rente eingesetzt werden (G/r) und der Detailprognosezeitraum bei der Bewertung ausgespart bleiben. Setzt man im vorliegenden Fall wegen der schönen Rechenbarkeit die Kapitalkosten mit 10 Prozent an ( $r=0,1$ ), ergibt sich beim ersten externen „Plausibilitätscheck“ folgender geschätzter Wert:

$$\hat{M}W_{31.12.2010}^{EK} = \frac{0,5}{0,1} = \$5 \text{ Mrd.} < \$50 \text{ Mrd.}$$

Auch bei risikogerechter Variation des Diskontierungssatzes dürfte sich die Diskrepanz kaum vermindern, weshalb das Wachstumsargument herhalten muss. Nun hat sich der Gewinn laut vorliegenden Presseinformationen in 2010 verdoppelt, was Berater und Experten zur folgenden Aussage animiert, die das „KGV“ relativiert: „Wenn Facebooks Gewinn so weiter wächst wie bisher, passt er schon in drei Jahren zum Firmenwert“ von 50 Milliarden USD (Bernau, FAS 9. Januar 2011, S. 25). Nach dreimaliger Verdoppelung (rechnerisch hieße dies:  $500 \times 2 \times 2 \times 2$ ),

würde also zum 31. Dezember 2013 ein Gewinn von 4 Milliarden USD erwartet werden, womit sich unter den obigen Bewertungsparametern dann folgender Marktwert schätzen ließe:

$$\tilde{M}W_{31.12.2013}^{EK} = \frac{4}{0,1} = \$40 \text{ Mrd.};$$

$$\tilde{K}GV_{31.12.2013} = \frac{40}{4} = 10 \text{ oder } = \frac{50}{4} = 12,5$$

Wenn nach „vorsichtiger“ Schätzung das Mega-Wachstum 2013 ein Ende hätte, würde sich der Wert bei Nachhaltigkeit bis zum Sankt-Nimmerleins-Tag wie folgt errechnen:

$$\hat{M}W_{31.12.2010}^{EK} = \frac{0,5 * 2}{1,1} + \frac{0,5 * 2^2}{1,1^2}$$

$$+ \frac{0,5 * 2^3}{1,1^3} + \frac{1}{1,1^3} * \frac{4}{0,1} = \$35,6 \text{ Mrd.}$$

Dies kommt zwar dem Hoffnungswert näher ( $r=0,1$  ist zudem willkürlich gegriffen), setzt aber eine stolze dreimalige Gewinnverdoppelung voraus, an die man glauben mag oder nicht. Sachlich belegt ist das Wachstum jedenfalls nicht und der Blick auf den Gewinn allein zeigt die Grenzen der sogenannten Informationsfunktion der Rechnungslegung. Soll ein „Fair Value“ der Anteile ermittelt werden, muss auf die „marktgerechte“ Transaktion (war diese hier unabhängig?) gesetzt und/oder müssen willkürliche Annahmen getroffen werden. Hierbei spielt die Fantasie mitunter die größere Rolle als der Gewinn, der dank Fair Value-Bilanzierung wiederum viel Fantasie und wenig Fakten hinsichtlich der Wachstumserwartungen enthält.

Und es kommt noch besser: Laut einer Spiegel-Online-Meldung vom 4. März 2011 nimmt der „Facebook-Hype ... kein Ende“ und „Facebook soll 65 Milliarden wert sein“! Diesmal heißt der potenzielle Käufer General Atlantic, der aber lediglich 0,1 Prozent der Anteile begehrt. Eine erneute Diskussion dieser mutigen Hochrechnung soll dem Leser an dieser Stelle erspart bleiben, zumal vermutlich in Kürze die 100- oder vielleicht auch 200-Milliarden-Grenze überschritten werden könnte.

Ein Beitrag von  
Dr. Andreas Haaker