

Veröffentlicht in

## BewertungsPraktiker

Heft 1/2019

*Gleißner, W. (2019):*

„Strategiebewertung: Bedeutung und methodische Herausforderung“,

S. 12 – 13

Mit freundlicher Genehmigung der  
EACVA GmbH, Offenbach am Main

[www.eacva.de](http://www.eacva.de)

Prof. Dr. Werner Gleißner, Leinfelden-Echterdingen

# Strategiebewertung: Bedeutung und methodische Herausforderung

Unter Strategiebewertung versteht man die Anwendung von (Unternehmens-)Bewertungsmethoden bei der Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen. Dabei werden die mit der Strategie verbundenen künftigen Risiken der Cashflows oder Erträge betrachtet, keine (historischen) Aktienrenditeschwankungen. Die Strategiebewertung vergleicht Ertrag-Risiko-Profile alternativer (strategischer) Handlungsoptionen.

## I. Überblick

In diesem Beitrag wird das Feld der Strategiebewertung erläutert; eines wesentlichen und unterschätzten Anwendungsfelds für Unternehmensbewertungsmethoden.

## II. Was ist Strategiebewertung?

Unter Strategiebewertung versteht man die Anwendung von (Unternehmens-)Bewertungsmethoden im Bereich der Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen, speziell strategischer Entscheidungen. Der Einsatz von Bewertungsmethoden unterstützt die Entscheidungsvorbereitung und die Ergebnisse der Bewertung fließen in Entscheidungsvorlagen für Vorstand, Geschäftsführung bzw. Aufsichtsrat ein. Der Vorteil der Nutzung von Bewertungsmethoden besteht darin, dass der durch diese transparent und modellbasiert berechnete Wert ein Entscheidungskriterium, also ein Performancemaß ist, das

- erwartete Höhe,
- Zeitpunkt und
- Risiko

der durch die zu beurteilenden Strategien (strategische Handlungsoptionen) generierten Cashflows oder Erträgen in einer Kenngröße erfasst. Bei der Strategiebewertung wird entsprechend nicht nur ein Unternehmenswert bestimmt, sondern zu Vergleichszwecken alternative Unternehmenswerte in Abhängigkeit der jeweiligen strategischen Handlungsoption. Methodisch werden entsprechend subjektive Entscheidungswerte<sup>1</sup> der strategischen Handlungsoptionen verglichen. Ein Fallbeispiel ist in Tab. 1 dargestellt.

**Tab. 1: Bewertung einer strategischen Handlungsoption (Fallbeispiel; eigene Darstellung)**

	Status quo	Handlungsoption: Auslandsexpansion
Ertrag (EBIT, erwartet 2019)	16	18,5 deutlicher Ertragsanstieg
Risiko (Variationskoeffizient FCFnSt)	19%	21% moderat erhöhtes Risiko
Kapitalkostensatz (k)	5,50%	5,70%
Rating	BB+	BB+
Rating (Stressszenario)	BB	BB-stabiles Rating
Wert (in Mio. €)	153	168 klare Wertsteigerung
Strategische Fitting		Kompetenzen vorhanden

1 Vgl. Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung, 4. Aufl. 2013.

## III. Anwendungsfelder

Grds. kann eine Strategiebewertung bei allen strategischen Entscheidungen vorgenommen werden. Typische Anwendungsfelder sind große Investitionen, Akquisitionen oder wesentliche Veränderungen der Strategie (z.B. die Beurteilung von Digitalisierungsstrategien). Dabei werden z.B. im Fall der Bewertung einer Akquisitionsstrategie<sup>2</sup> im Entscheidungskalkül auch Risikodiversifikationseffekte, die Implikationen der erwarteten Höhe und der Unsicherheit von Integrationskosten und Synergien berücksichtigt. Auch die Implikationen der Akquisitionsfinanzierung und ihre Auswirkungen auf das zukünftige Rating (Insolvenzwahrscheinlichkeit) und die erwarteten Insolvenzkosten fließen ein („Insolvenzrisiko“). Entscheidend ist, dass bei der Strategiebewertung die mit der Strategie verbundenen zukünftigen Risiken der Cashflows oder Erträge betrachtet werden; nicht etwa (historische) Aktienrenditeschwankungen (wie üblicherweise bei der Bestimmung des Beta-Faktors des CAPM).<sup>3</sup>

Da sich durch eine strategische Entscheidung bewusst eine Veränderung der Zukunft des Unternehmens (speziell auch seiner zukünftigen Chancen und Gefahren) ergeben soll, ist ein zentrales Charakteristikum der Strategiebewertung der konsequente Zukunftsbezug<sup>4</sup>, da die Vergangenheit nicht repräsentativ ist für die Zukunft (und insb. historische Aktienrenditeschwankungen nichts aussagen über die zukünftigen Erträge und Ertragsrisiken).

## IV. Methodische Besonderheiten und Ablauf

Im Kern bedeutet die Strategiebewertung den Vergleich von Ertrag-Risiko-Profilen alternativer (strategischer) Handlungsoptionen. Für eine derartige zukunftsorientierte Betrachtung bei (meist intendiert) innovativen und neuen strategischen Handlungsmöglichkeiten (Geschäftsmodellen) ergibt sich eine deutliche Unterscheidung zur bisher üblichen Praxis einer „traditionellen“ kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung aus rechtlichen Anlässen: eine Betrachtung historischer Aktienmarktdaten ist ebenso wenig sinnvoll wie die Suche nach (risikoäquivalenten) Unternehmen für einen Peergroup-Vergleich; eine geeignete, risikoäquivalente Peergroup gerade für innovative Geschäftsmodelle wird man nicht finden.

In der Konsequenz startet die Strategiebewertung mit einer strukturierten Beschreibung der Strategie (speziell des Geschäftsmodells) und einer darauf basierenden stringenten Ableitung einer integrierten Unternehmensplanung (entsprechend den diesbezüglichen Anforderungen der „Grundsätze ordnungsgemäßer Planung“). Da sich die Chancen und Gefahren (Risiken) alternativer strategischer Handlungsoptionen meist deutlich unterscheiden, ist eine strukturierte Identifikation und Quantifizierung von Risiken erforderlich (Risikoanalyse). Neben der Identifikation strategischer Risiken (z.B. Bedrohung von Erfolgsfaktoren des Geschäftsmodells) sind dabei insb. systematisch alle unsicheren Planannahmen, die

2 Siehe Gleißner/Ihlau, BB 2017 S. 1387-1391, mit einem Fallbeispiel.

3 Vgl. Gleißner, CF 2014 S. 151-167.

4 Den eigentlich jede Unternehmensbewertung aufweisen sollte, was aber in der Bewertungspraxis nicht erfolgt.

implizit Risiken darstellen, zu erfassen und durch eine geeignete Wahrscheinlichkeitsverteilung (oder stochastische Prozesse) zu beschreiben. Die Aggregation der Risiken<sup>5</sup> erfordert eine Monte-Carlo-Simulation zur Berechnung einer großen repräsentativen Anzahl möglicher Zukunftsszenarien und damit die Überleitung einer traditionellen einwertigen zu einer mehrwertigen „Bandbreitenplanung“. Aus dieser lässt sich unmittelbar – unter Beachtung der Risiken – der Erwartungswert der Cashflows oder Erträge ableiten.<sup>6</sup> Die intensive Beschäftigung mit der Ertragsprognose und der hier bestehenden Unsicherheit (Risiko) führt dazu, dass man durch Risikoanalyse und Simulation den zum Risikoumfang konsistenten Kapitalisierungszinssatz (Diskontierungszinssatz) ableiten kann,<sup>7</sup> d.h. der „Nenner“ und der „Zähler“ ergeben sich aus einer Analyse konsistent zueinander.<sup>8</sup> Auch Insolvenzzrisiken werden bei einer derartigen simulationsbasierten Bewertung unter Berücksichtigung von (1) Höhe der Verschuldung, (2) Ertragsniveau und (3) Ertragsrisiko – den Determinanten der Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating) – ebenfalls konsistent erfasst.

## V. Relevanz

Die ökonomische Relevanz einer simulationsbasierten Strategiebewertung ist offensichtlich: Strategiebewertung dient der fundierten Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen und ermöglicht, dass basierend auf transparenten Annahmen bessere Entscheidungsvorlagen erstellt werden und letztlich die Qualität unternehmerischer (strategischer) Entscheidungen verbessert werden kann. Dies ist offenkundig i.S. der Eigentümer, da die Qualität der Entscheidungen den Unternehmenserfolg bestimmt. Zudem hilft eine simulationsbasierte Strategiebewertung den Anforderungen an die Sorgfaltspflicht gem. § 93 AktG (mit der Ausstrahlwirkung auch für mittelständische Unternehmen) gerecht zu werden. Dort wird gefordert, dass „unternehmerische Entscheidungen“ auf „angemessenen Informationen“ basieren müssen. Bei Entscheidungen unter Risiko bzw. Unsicherheit sind hier natürlich insb. die Implikationen der Entscheidungen für den zukünftigen Risikoumfang aufzuzeigen und adäquat im Entscheidungskalkül zu berücksichtigen. Genau dies gewährleistet eine risikogerechte Strategiebewertung basierend auf einem Simulationsmodell.<sup>9</sup>

5 Die – ebenso wie die Risikoanalyse – Unternehmen sogar selber vornehmen müssen, um den Anforderungen gem. § 91 AktG bezüglich der frühen Erkennung möglicher „bestandsgefährdender Entwicklungen“ gerecht zu werden (siehe dazu den IDW PS 340 und Gleißner, WPG 2017 S. 158-164).

6 Die Studie von Behringer/Gleißner, WPG 2018 S. 312-319, zeigt, dass Unternehmensplanungen meist zum Zweck der Unternehmenssteuerung erstellt werden (und damit auf Zielwerten basieren) und nicht einmal intendiert bestehende Chancen und Gefahren berücksichtigen und damit nicht erwartungstreu sind. Erwartungstreuere Planwerte sind aber die Voraussetzung für eine Bewertung, siehe dazu auch IDW S 1.

7 Siehe zur Methodik Gleißner, WiSt 2011 S. 345-352, und Dorfleitner/Gleißner, Journal of Risk 3/2018 S. 1-27.

8 Vgl. Gleißner, BWP 2018 S. 66-70.

9 Siehe zu den rechtlichen Grundlagen Graumann, WISU 2014 S. 317-320; Graumann/Grundeil/Linderhaus, BFuP 2009 S. 492-505, und RMA (Gleißner/Kimpel/Kühne/Nickert/Nickert), Managemententscheidungen unter Risiko – Haftung, Recht, Business Judgement Rule 2019, sowie Gleißner, AR 2017 S. 54-56.

### Prof. Dr. Werner Gleißner

ist Vorstand der FutureValue Group AG, Vorstandsmitglied des EACVA e.V. sowie Honorarprofessor für Betriebswirtschaft, insb. Risikomanagement, an der Technischen Universität Dresden. Er befasst sich mit wert- und risiko-orientierter Unternehmensführung auf der Basis von Bewertungsverfahren für unvollkommene Kapitalmärkte, die auf aggregierten Ertragsrisiken basieren.

**Kontakt:** [autor@cf-fachportal.de](mailto:autor@cf-fachportal.de)



## KONZENTRIEREN SIE SICH AUF DAS WESENTLICHE.

ALLES ANDERE ERLEDIGEN WIR.

Unsere technologie-unterstützte Bewertungssoftware erleichtert Ihren Arbeitsalltag maßgeblich:



### ZUGANG ZU KAPITALMARKTDATEN

Erhalten Sie jene Daten, die Sie für Ihre Bewertungen benötigen. Nicht mehr und nicht weniger – von führenden Finanzdatenbanken wie CapitalIQ.



### VOLLAUTOMATISIERTE BEWERTUNGEN

Wählen Sie aus einer Vielzahl von Bewertungsmethoden und erhalten Sie ein vollständiges Bild.



### PROFESSIONELLE BERICHTE

Exportieren Sie Ergebnisse in verschiedene PowerPoint Vorlagen oder erstellen Sie individualisierte Berichte in Word – mit nur einem Tastendruck.