

Veröffentlicht in

KSI

3 / 11

**„Risikoadäquate Entscheidungen im Rahmen eines
wertorientierten Managements – Ein Fallbeispiel zur Verknüpfung von
Risikomanagement, Planung und Controlling zwecks Krisenvermeidung“**

S. 117 – 119

Mit freundlicher Genehmigung der
ERICH SCHMIDT VERLAG GmbH & Co. KG
Berlin

(www.esv.info)

Risikoadäquate Entscheidungen im Rahmen eines wertorientierten Managements

Ein Fallbeispiel zur Verknüpfung von Risikomanagement, Planung und Controlling zwecks Krisenvermeidung

Dr. Werner Gleißner*

Der Erfolg von Unternehmen ist im Wesentlichen von der Qualität der Entscheidungen durch Vorstände und Geschäftsführung abhängig. Solche Entscheidungen wären leicht zu treffen, wenn die Zukunft sicher bekannt wäre, also keine Risiken existieren würden, die Planabweichungen auslösen könnten. Kerngedanke des wertorientierten Managements ist es daher, bei allen Entscheidungen die (langfristig) zu erwartenden Wirkungen auf Ertrag und Risiko gegeneinander abzuwägen. Doch wie sieht die Praxis aus?

1. Einführung

Gerade die letzte Finanz- und Wirtschaftskrise hat gezeigt, dass sich viele Vorstände oft zu einseitig an erwarteten Renditen orientieren und die Risiken weitgehend vernachlässigen. Sie leiten die Renditeanforderungen (Kapitalkosten) – basierend auf historischen Kursschwankungen – z. B. mittels CAPM völlig unzureichend ab, anstelle sich mit den entscheidungs- und bewertungsrelevanten zukünftigen Risiken zu befassen. Entsprechend fließen bei diesen „kapitalmarktorientierten“ Managementansätzen die überlegenen Informationen der eigenen Risikoanalyse („Insiderinformationen“) nicht adäquat in die Entscheidungen ein, was somit im klaren Widerspruch zu einem wertorientierten Managementverständnis steht. Damit hat das Risikomanagement nicht denjenigen Stellenwert, den es eigentlich haben sollte.

Wesentliche unternehmerische Entscheidungen basieren heute noch auf einer unzu-

reichenden Beurteilung erwarteter Erträge und Risiken. Zudem werden die bei einer Entscheidung verfügbaren Handlungsoptionen oftmals nicht fundiert beurteilt, weder aus der Perspektive von Eigentümern (risikogerecht berechneter Wert) noch aus Sicht der Gläubiger (Ratingprognose). Die Konsequenz sind Fehlentscheidungen, wertzerstörende Investitionen und vermeidbare Krisen.

Warum werden entgegen dem oft propagierten wertorientierten Managementkonzept Risiken bei Entscheidungen nicht adäquat berücksichtigt und warum steckt die Verknüpfung von Risikomanagement, Controlling und Planung damit bei vielen Unternehmen noch in den Kinderschuhen? Neben gelegentlich sicherlich auch zu beachtenden persönlichen Interessen und der von Psychologen betonten Aversion von Menschen, sich überhaupt mit Risiken zu befassen, lässt sich in der Praxis ein Kernproblem feststellen: Es ist schlicht noch nicht ausreichend bekannt, wie (einfach) Risiken im Kontext von Entscheidungen berücksichtigt werden können.

2. Fallbeispiel zur Berücksichtigung von Risiken im Entscheidungsprozess

2.1 Datenkranz

Im Folgenden wird deshalb anhand eines einfachen Beispiels gezeigt, dass risikogerechte Entscheidungen (ohne Nutzung von Kapitalmarktinformationen) durch eine Verknüpfung von Risikoanalyse und traditioneller Planung sehr einfach gewährleistet werden können.

Als Beispielunternehmen wurde die Waldenbuch Plastic GmbH gewählt, die eine Großinvestition für ein abgrenzbares Projekt plant. Ausgangspunkt ist eine auf einer fundierten Analyse basierende operative Planung, die ausgehend von einem Umsatz von 200 Mio. € ein operatives Ergebnis (EBITDA) von 60 Mio. € aufweist (vgl. Tab. 1):

	Planung (t = 1)
Umsatz	200
- variable Kosten (40%)	80
- fixe Kosten	60
= EBITDA	60

Tab. 1: Operative Planung (wahrscheinlichste Werte)

Das Projekt soll dabei genau über ein Jahr laufen, die sichere Investitionssumme von 50 Mio. € wird am Projektbeginn eingesetzt und der Rückfluss von 60 Mio. € ist am Projektende zu erwarten (als wahrscheinlichster Wert). Das Controlling berechnet – basierend auf obigen (als vollständig korrekt angenommenen) Informationen – eine prognostizierte Rendite von 20%¹ und empfiehlt die Durchführung der Investition, weil im Unternehmen einheitlich ein Renditeziel von 15% gefordert wird.

Hier ist unmittelbar ersichtlich, dass bei diesem Entscheidungsvorschlag weder strategische noch operative Risiken explizit betrachtet werden. Entsprechend ist der Entscheidungsvorschlag wenig fundiert. Im Folgenden wird daher – unter Beachtung von Risiken in mehreren Stufen – diese Entscheidung etwas genauer betrachtet.

2.2 Risikoanalyse und erwartungstreue Planung

Bei der Risikoanalyse sollten zunächst strategische Risiken festgehalten werden, also die grundsätzlichen Bedrohungen der für den Projekterfolg maßgeblichen Erfolgsfaktoren. Es wird unterstellt, dass keine wesentlichen strategischen Risiken identifiziert worden sind. Betrachtet wird daher

* Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen, sowie Lehrbeauftragter u. a. an der Universität Stuttgart und der Universität Dresden (www.werner-gleissner.de).
1 EBITDA / Investitionssumme - 1 = 60 / 50 - 1 = 20%.

zunächst vereinfachend lediglich ein operatives Risiko, nämlich die Unsicherheit bzgl. der zukünftigen Umsätze. Dieses Risiko ist meist das dominierende Risiko bei Investitions- oder Geschäftsfeldentscheidungen.

Eine Betrachtung von Risiken, die Planabweichungen auslösen können (wie z. B. Unsicherheiten bzgl. der Nachfrage oder des Marktanteils) führen zu folgender quantitativer Risikoeinschätzung: Wie oben angegeben, ist der wahrscheinlichste Umsatz 200 Mio. € und es wird von einem Mindestumsatz von 120 Mio. € sowie einem Maximalumsatz von 250 Mio. € ausgegangen (eine sog. Dreiecksverteilung). Unmittelbar erkennbar ist, dass die Gefahr gegenüber der Chance überwiegt. Im ersten Schritt errechnet sich nun der „Erwartungswert“ des Umsatzes, also der Wert, der „im Mittel“ eintreten wird und den bisherigen Planwert ersetzt²:

$$\text{erwarteter Umsatz} = \frac{120 + 200 + 250}{3} = 190$$

Entsprechend erfolgt die überarbeitete Investitionsplanung gem. Tab. 2:

	Planung (t = 1)
Erwarteter Umsatz	190
- variable Kosten (40%)	76
- fixe Kosten	60
= erwartetes EBITDA	54

Tab. 2: Erwartungstreue operative Planung

Daraus resultiert eine erwartete Rendite i. H. von 8%:

$$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Investitionssumme}} = \frac{54}{50} - 1 = 8\%$$

Es ist offensichtlich, dass im Mittel ein deutlich niedrigeres Ergebnis zu erwarten ist, weil die Gefahren gegenüber den Chancen überwiegen. Darüber hinaus zeigt sich, dass traditionelle Planwerte im Sinne von „wahrscheinlichsten Werten“ keine Entscheidungsrelevanz haben. Ohne Kenntnis von Chancen und Gefahren (Risiken) können keine aussagefähigen Planwerte bestimmt werden³. Die erwartete Projektrendite ist mit 8% deutlich niedriger als die ursprünglich falsch erwartete Rendite von 20%.

2.3 Risikomaß und risikogerechte Finanzierungsstruktur

Eine in der Betriebswirtschaft sehr wichtige Entscheidung ist diejenige in Bezug auf die richtige Finanzierungsstruktur von Unternehmen oder einzelner Projekte (Projektfinanzierung). Unverkennbar ist, dass das Eigenkapital die Risikotragfähigkeit eines Unternehmens repräsentiert und eine Zunahme des Risikoumfangs einen höheren Eigenkapitalbedarf impliziert. In der Praxis aber fließen Risikoinformationen bei Finanzierungsentscheidungen kaum ein. Dies ist jedoch prinzipiell sehr einfach möglich, wie die Fortführung des Beispiels verdeutlicht:

Berechnet werden zunächst die möglichen Verluste in einem „realistischen Worst-Case-Szenario“, also einem Zukunftsszenario, das z. B. mit einer vom Zielrating abhängigen (hier 99%igen)⁴ Wahrscheinlichkeit nicht mehr unterschritten wird. Vereinfacht wird davon ausgegangen, dass das bewertungsrelevante „Worst-Case-Szenario“ in dem Projekt gerade durch den Mindestwert des prognostizierten Umsatzes repräsentiert wird. Bei einem Umsatz von 120 Mio. € ergibt sich folgendes Ergebnis (vgl. Tab. 3):

	Planung (t = 1)
Realistischer Mindestumsatz	120
- variable Kosten (40%)	48
- fixe Kosten	60
= realistisches Mindest-EBITDA	12

Tab. 3: Realistisches Worst-Case-Szenario

Es wird deutlich, dass mit einem realistischen operativen Mindestrückfluss i. H. von 12 Mio. € gerechnet werden kann. Dieser steht also nach der Projektlaufzeit von einem Jahr für eine Tilgung von Kapitaldienstverpflichtungen mindestens zur Verfügung. Damit ergibt sich die risikogerechte Finanzierungsstruktur: Bei einem angenommenen Fremdkapitalzinssatz von 6% kann somit Fremdkapital (Bankdarlehen) i. H. von ca. 11,3 Mio. € (= 12/1,06) aufgenommen werden. Entsprechend gilt es, die restlichen 38,7 Mio. € des Gesamtinvestitionsvolumens von 50 Mio. € als Eigenkapital zur Verfügung zu stellen. Der hohe Risikoumfang erfordert relativ viel Eigenkapital⁵.

2.4 Risikogerechte Projektentscheidung (Investitionsrechnung) und risikogerechter Kapitalkostensatz

Anhand des berechneten risikobedingten Eigenkapitalbedarfs (als Risikomaß) kann nun leicht eine fundierte Projektentscheidung getroffen werden. Wird beispielsweise vereinfachend angenommen, dass Eigenkapitalgeber (bei alternativen Investmentmöglichkeiten in den Aktienmarkt) eine Zielrendite von $k_{EK} = 10\%$ für ihr Eigenkapital fordern⁶ und die Fremdkapitalgeber $k_{FK} = 5\%$, lassen sich die mittleren Kapitalkosten bei der oben berechneten risikogerechten Finanzierungsstruktur unmittelbar als gewichteter Durchschnitt angeben:

$$k_{wacc}^{mod} = \frac{EK \cdot k_{EK} + FK \cdot k_{FK}}{EK + FK} = \frac{38,7 \cdot 10\% + 11,3 \cdot 5\%}{50} = 8,9\%$$

Die risikogerechten Kapitalkosten, die hier ohne Nutzung von Kapitalmarktdaten zukunftsorientiert und basierend auf der Risikoanalyse ermittelt wurden, betragen damit 8,9%. Diese Kapitalkosten als Anforderung an die erwartete Rendite liegen über der erwarteten Rendite von 8% (siehe Abschn. 2.2), so dass die Investition – im Gegensatz zur Berechnung ohne Berücksichtigung der Risiken – ökonomisch nicht sinnvoll ist.

3. Fazit

Das Rechnen mit Risiken ist im Prinzip recht einfach und auf dem berühmten „Bierdeckel“ zu schaffen. Entgegen der weit verbreiteten

2 Berechnet als Durchschnitt der drei Werte, vgl. Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, 2. Aufl. 2010, S. 121.
 3 Siehe die entsprechenden Anforderungen der neuen Grundsätze ordnungsgemäßer Planung (GoP 2.1 vom 12/2009; www.bdu.de); Gleißner/Presber, Die Grundsätze ordnungsgemäßer Planung (GoP 2.1) des BDU: Nutzen für die betriebswirtschaftliche Steuerung, Controller Magazin 12/2010.
 4 Das entspricht einem „BB-Rating“.
 5 Vom Diversifikationseffekt mit anderen Risiken wird hier abstrahiert, vgl. Gleißner/Wolfrum, Eigenkapitalkosten und die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen: Relevanz von Diversifikationsgrad und Risikomaß, FB 9/2008 S. 602-614.
 6 Zu Details zur Berechnung von (ratingabhängigen) Eigenkapitalkosten vgl. Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, 2. Aufl. 2011; ders., Unternehmensbewertung und wertorientiertes Controlling: Risikoanalyse und Risikodeckungsansatz, Bewertungspraktiker 4/2009 S. 12-23.

Praxis in Unternehmen ist es jedoch nicht erforderlich und auch nicht sinnvoll, Kapitalkosten (Renditeanforderungen) aus historischen Kapitalmarktdaten abzuleiten, die gerade in Anbetracht der Unvollkommenheit von Kapitalmärkten wohl kaum über die zukünftigen Risiken eines spezifischen Investitionsprojekts adäquat informieren. Risikogerechte und damit wertorientierte Entscheidungen erfordern vielmehr die Einbeziehung von Informationen in die Risikoanalyse.

Bei genau einem (dominierenden) Risiko, wie im Fallbeispiel angenommen, ist dies sehr leicht möglich. Sind mehrere Risiken

(und ihre Wechselwirkungen) zu berücksichtigen, ändert sich an der Grundidee nichts, allerdings wird eine Computerunterstützung notwendig. Erforderlich ist dann speziell eine Simulationsrechnung (Risikoaggregation), bei der eine große repräsentative Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien berechnet wird⁷. Aus diesen lässt sich unmittelbar ableiten, welcher Verlust mit (z. B. 99%iger) Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird und welcher Eigenkapitalbedarf damit besteht. Die Grundidee bleibt unverändert: Höhere Risiken führen potenziell zu höheren Verlusten und erfordern damit mehr teures und knappes Eigenkapi-

tal, was die Renditeanforderung an eine Investition erhöht bzw. den Investitionswert (oder Discounted-Cashflow-Wert) senkt.

Risikogerechte (und damit erfolgsorientierte) Entscheidungen sind also nicht schwierig und erfordern nur die konsequente Nutzung des Instrumentariums von Risikoanalyse und Risikomanagement bei unternehmerischen Entscheidungen, speziell im Kontext von wertorientierten Managementkonzepten.

⁷ Vgl. Gleißner, Die Aggregation von Risiken im Kontext der Unternehmensplanung, ZfCM 5/2004 S. 350–359; Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, 2. Aufl. 2011.