

Veröffentlicht in

Controller Magazin

Heft 1 / 2017

Gleißner, W. (2017):

„Länderrisiken und Länderrisikoprämie:
Der Beitrag des Risikomanagements für eine
sachgerechte Unternehmensbewertung“, S. 99

Mit freundlicher Genehmigung der
Verlag für ControllingWissen AG, Wörthsee

www.controllermagazin.de

Länderrisiken und Länderrisikoprämie

Der Beitrag des Risikomanagements für eine sachgerechte Unternehmensbewertung



Prof. Dr. Werner Gleißner

Liebe Leserin, lieber Leser,

über die Bedeutung von Risikoanalysen für Unternehmensbewertung und wertorientierte Unternehmenssteuerung hatte ich an dieser Stelle schon berichtet und möchte dieses Thema noch einmal aufgreifen. Ich hatte kürzlich bei der 10. Jahreskonferenz der EACVA die Gelegenheit zu einem für Unternehmensbewertungen wichtigen und „akuten“ Thema vorzutragen: Der Erfassung von Länderrisiken im Unternehmenswert. Für einen Risikomanager ist es völlig offensichtlich, dass sich zwei Unternehmen – z. B. Tochtergesellschaften eines Konzerns – in Ihrem „Risikogehalt“ aufgrund landesbezogener Risiken deutlich unterscheiden können.

Im Allgemeinen wird man bei Unternehmen mit Sitz und wirtschaftlicher Haupttätigkeit in Deutschland unter sonst gleichen Bedingungen weniger Risiken finden, als wenn diese Unternehmen z. B. in der Ukraine oder in Venezuela ansässig wären. Dies ist natürlich auch einem Wirtschaftsprüfer oder Gutachter klar, der eine Unternehmensbewertung zu erstellen hat. Er steht jedoch vor dem Problem, dass die unterschiedliche Höhe der Landesrisiken meist nicht erkennbar wird, wenn man – wie in der Praxis üblich – Betafaktoren, Kapitalkosten und damit Unternehmenswerte basierend auf historischen Aktienrenditeschwankungen ermittelt (Capital

Asset Pricing Model). Um dies zu korrigieren und berechnete Werte mit tatsächlich realisierten Kaufpreisen in Einklang zu bringen, ist es in der Bewertungspraxis üblich, die nach CAPM berechneten Kapitalkosten um eine additive „Länderrisikoprämie“ zu erhöhen. Dummerweise kann man aber beweisen, dass es bei Gültigkeit der Annahmen des CAPM keine additive Länderrisikoprämie geben kann.¹ Natürlich ist es nicht falsch, Länderrisiken zu berücksichtigen. Für eine risikogerechte Bewertung ist der Ansatz „CAPM-Kapitalkosten + Länderrisikoprämie“ aber nicht akzeptabel. Daher benötigt man für eine sachgerechte Bewertung eine Analyse der Risiken eines Landes, die das zu bewertende Unternehmen betreffen. Eine einfache landesbezogene Länderrisikoprämie ist keinesfalls angemessen.

Neben einer Unternehmensplanung benötigt man Kenntnis bestehender Chancen und Gefahren (Risiken), die Planabweichungen auslösen können – hier speziell eben auch der landesbezogenen Risiken. In vielen Ländern sind Unternehmen – im Vergleich zu Deutschland – einer höheren Nachfrage-Volatilität, größerer Unsicherheit im Hinblick auf die Steuerbelastung sowie einer Vielzahl rechtlicher und politischer Risiken, bis hin zur Enteignung, ausgesetzt. Für eine risikogerechte Bewertung ist es nun erforderlich zu beurteilen, welche der Länderrisiken, die das Unternehmen betreffen, sich auswirken auf (1) Erwartungswerte der Erträge und Cashflows, (2) Insolvenzwahrscheinlichkeit und (3) Diskontierungszinssatz, also der risikogerechten Anforderung an die Rendite. Landesbezogene Risiken beeinflussen eben nicht nur den Diskontierungszinssatz (Kapitalkosten). Sie führen auch dazu, dass infolge des meist festzustellenden Gefahrenüberhangs der Erwartungswert der Erträge unter den Planwerten liegt. Um alle Effekte der Risiken adäquat erfassen zu können, benötigt man eine um die Risikoanalyse ergänzte Planung, eine Risikoaggregation (Monte-Carlo-Simulation) und risikogerechte (simulationsbasierte) Bewertungsverfahren, die z. B. auch den Diskontierungszinssatz aus aggregierten

Ertragsrisiken (statt Betafaktor) ableiten. Um den Bewertern eine um Risikoinformationen ergänzte Planung vorlegen zu können, wäre ein enges Zusammenspiel zwischen Risikomanagement und Controlling/Planung wünschenswert. Genau an dieser Schnittstelle gibt es aber in den Unternehmen weiterhin erhebliche Verbesserungspotenziale, was in dieser Ausgabe des Controller Magazins der Beitrag von Ute Vanini und Anna Leschenko „Reife-grade der Integration von Risikomanagement und Controlling – Eine empirische Untersuchung deutscher Unternehmen“ einmal verdeutlicht.

Ich wünsche Ihnen viele interessante Anregungen bei diesem Beitrag und dem ebenso spannenden Text von Stephan Bartelt und Hans-Jürgen Wieben „Ganzheitliches Risikomanagement nach ISO 31000 im mittelständischen Maschinen- und Anlagenbau“. //

Prof. Dr. Werner Gleißner

TOPEVENT

10. März 2017 – Sitzung des Arbeitskreises „Risikomanagement-Standards“ bei Airbus in München/Ottobrunn

28. März 2017 – RMA-Regionalkonferenz in Wien

16./17. Oktober 2017 – 12. Risk Management Congress

Impressum

Ralf Kimpel

Vorsitzender des Vorstands der Risk Management Association e. V.
ralf.kimpel@rma-ev.org | V.i.S.d.P.

RMA-Geschäftsstelle

Risk Management Association e. V.
Englmannstr. 2, D-81673 München
Tel.: +49.(0)1801 – RMA TEL (762 835)
Fax: +49.(0)1801 – RMA FAX (762 329)
E-Mail: office@rma-ev.org
Web: www.rma-ev.org

Prof. Dr. Werner Gleißner

fachartikel@futurevalue.de,
Tel.: +49.(0)711- 79 73 58 30

¹ Kruschwitz/Löffler/Mandl, WPg, 2011, S. 167-176; Ernst/Gleißner, WPg, 2012, S. 1252-1264 und Gleißner, in: Peemöller, V. H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 2015, S. 855-895.