

Veröffentlicht in

BewertungsPraktiker

Heft 3 / 2021

Gleißner, W. (2021):
„Simulationsbasierte Unternehmensbewertung:
Methode und Nutzen“,
S. 84 – 87

Mit freundlicher Genehmigung der
Fachmedien Otto Schmidt KG, Düsseldorf

www.fachmedien.de

www.eacva.de/ihre-eacva/news/bwp/bewertungspraktiker-3-2021.html

Prof. Dr. Werner Gleißner, Leinfelden-Echterdingen

Simulationsbasierte Unternehmensbewertung: Methode und Nutzen

Das Charakteristische einer simulationsbasierten Bewertung ist die explizite Berücksichtigung von Unternehmensrisiken (Chancen und Gefahren) und die Anwendung der Monte-Carlo-Simulation für die Berechnung risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien. Die dadurch entstehende „mehrwertige“ Planung (Bandbreitenplanung) lässt unmittelbar Erwartungswerte von Cashflows oder Erträgen ableiten, bestimmt und erfasst das Insolvenzrisiko und erlaubt die Ableitung von Diskontierungszinssätzen unmittelbar aus der Unsicherheit der Cashflows (also ohne die Auswertung von Aktienrenditeschwankungen). Mit einer simulationsbasierten Bewertung werden auch die neuen gesetzlichen Anforderungen an das Risikomanagement erfüllt (§ 1 StaRUG).

I. Simulationsbasierte Unternehmensbewertung: Begriff, Methode, Einordnung

Eine simulationsbasierte Unternehmensbewertung kann als Ergänzung oder auch als Alternative zu einer traditionellen kapitalmarktorientierten Bewertung, meist basierend auf dem Capital Asset Pricing Model (CAPM), aufgefasst werden.¹ Charakteristisch an der simulationsbasierten Bewertung ist, dass eine mehrwertige und keine einwertige Unternehmensplanung als Bewertungsgrundlage genutzt wird.² Damit soll der Unsicherheit der Zukunftsentwicklung und den diese verursachenden Chancen und Gefahren (Risiken) Rechnung getragen werden. Eine simulationsbasierte Bewertung basiert auf einer Szenario-Simulation, speziell auf einer Monte-Carlo-Simulation. Mittels Monte-Carlo-Simulation wird eine große repräsentative Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien berechnet, um Entwicklungskorridore der Zukunft des Unternehmens, speziell seiner Cashflows und Erträge, aufzuzeigen. Man spricht hier von einer Bandbreiten- oder Korridorplanung.³ Statt eines Planwerts oder ggf. zwei oder drei mehr oder weniger willkürlich ausgewählter Planvarianten, werden durch das Aufzeigen eines Entwicklungskorridors Scheingenauigkeiten bei der Zukunftsprognose vermieden.

Neben einer integrierten Unternehmensplanung benötigt man für eine simulationsbasierte Unternehmensbewertung Kenntnisse über die Unternehmensrisiken, also Chancen und Gefahren, die Planabweichungen auslösen können.⁴ Das Verfahren nutzt damit explizit die für die Bewertung unsicherer Cashflows relevanten Informationen über die Unsicherheit

dieser Cashflows durch die Identifikation, Quantifizierung und simulationsbasierte Aggregation der Risiken des Unternehmens. Anders als bei einer üblichen kapitalmarktorientierten Bewertung basierend auf der Renditegleichung des CAPM⁵ sind damit die Unternehmensrisiken Grundlage der Unternehmensbewertung – und nicht nur die z.B. über den Betafaktor des CAPM ausgedrückten systematischen Risiken der Aktien eines Unternehmens.⁶ Damit wird insb. sichergestellt, dass speziell die unmittelbar erkennbaren oder schon bekannten Risiken eines Unternehmens im Bewertungskalkül auch Berücksichtigung finden. Neben den in der Risikoberichterstattung des Unternehmens (Geschäftsbericht, interne Risikoreports) angegebenen Risiken sind dies insb. sämtliche unsichere Planannahmen (Planungsprämissen). Jede unsichere Planungsprämisse zeigt ein Risiko. Eine simulationsbasierte Bewertung berücksichtigt diese Risiken und gewährleistet so, dass – anders als bei einer traditionellen Bewertung – für den Wert potenziell wesentliche Risiken nicht einfach ignoriert werden.

Das hier verwendete Verfahren der Risikoaggregation gehört zu den Standardinstrumenten im Risikomanagement, das den Gesamtrisikoumfang eines Unternehmens und die Wahrscheinlichkeit für „bestandsgefährdende Entwicklungen“ erkennen soll (§ 91 AktG/§ 1 StaRUG).⁷

Die zentralen Charakteristika einer simulationsbasierten Bewertung – (1) die Berücksichtigung von Unternehmensrisiken und (2) die Anwendung der Monte-Carlo-Simulation – implizieren zunächst keine Festlegung auf einen spezifischen bewertungstheoretischen Rahmen. Der Einsatz der Verfahren ist möglich bei einer (1) investitionstheoretischen Bewertung⁸, einer (2) semi-investitionstheoretischen Bewertung mittels der „unvollkommenen Replikation“⁹ und (3) auch bei einer kapitalmarktorientierten Bewertung auf Grundlage des CAPM¹⁰.

1 Siehe zur Methode Gleißner, WiSt 9/2017 S. 4-11; ders., Management Research Review 2019 S. 1243-1258.

2 Siehe zum Einsatz von Simulationsverfahren auch Damodaran, Facing Up to Uncertainty: Using Probabilistic Approaches in Valuation, 2018, abrufbar unter <https://hbfm.link/10942> (Abruf: 17.08.2021); Coenenberg, ZfB 1970 S. 793-804.

3 Vgl. Gleißner, CM 4/2016 S. 16-23; Tschöpel, Risikoberücksichtigung bei Grenzpreisbestimmungen im Rahmen der Unternehmensbewertung, 2004. Zur Bedeutung einer mehrwertigen Planung siehe Ballwieser, Unternehmensbewertung – Prozess, Methoden und Probleme, 2. Aufl. 2007; Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WpG 2018 S. 806-825.

4 Vgl. Gleißner, in: Peemöller (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2019, S. 891-912.

5 Vgl. Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, 5. Aufl. 2016; Matschke/Brösel, Business Valuation. Functions, Methods, Principles, 2021, für die investitionstheoretische Perspektive.

6 Siehe Gleißner, CF 2014 S. 151-167; Dempsey, Abacus 2013 S. 7-23; ders., Abacus 2013 S. 82-87; Rossi, Global Business and Economics Review 2016 S. 604-617; Fernández, Is It Ethical to Teach That Beta and CAPM Explain Something?, 2019, abrufbar unter <https://hbfm.link/10943> (Abruf: 17.08.2021); ders., Are Calculated Betas Good for Anything?, 2019, abrufbar unter <https://hbfm.link/10944> (Abruf: 17.08.2021), zur Kritik an diesem Vorgehen. Zur Kritik an der finanzierungstheoretischen Bewertungslehre vgl. Hering, Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2014; Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gem. § 304 AktG zu den Abfindungen gem. den §§ 305, 327a AktG 2014.

7 Vgl. Gleißner/Lienhardt/Kühne, ZFRM 2/2021 S. 32-40; Nickert/Nickert, GmbHR 2021 S. 401-413; Gleißner, DB 2018 S. 2769-2774.

8 Vgl. Hering/Schneider/Toll, BfuP 2013 S. 256-280.

9 Vgl. Gleißner, WiSt 2011 S. 345-352; ders., WiSt 9/2017 S. 4-11; ders., Management Research Review 2019 S. 1243-1258; Dorfleitner/Gleißner, Journal of Risk 3/2018 S. 1-27; Dorfleitner, Annals of Operations Research, 2020, abrufbar unter <https://hbfm.link/10945> (Abruf: 17.08.2021).

10 Speziell bei Nutzung der Sicherheitsäquivalent-Variante des CAPM, bei der der Risikogehalt der Cashflows ins Bewertungskalkül einfließt, siehe Robichek/Myers, The Journal of Finance 1966 S. 727-730; Rubinstein, Journal of Financial and Quantitative Analysis 1973 S. 61-69. Siehe die Bewertungsfallbeispiele bei Gleißner, BWP 2013 S. 82-89; Gleißner/Ihau, BB 2017 S. 1387-1391; Gleißner/Ernst, Business Valuation OIV Journal 2019 S. 3-18.

II. Vorteile einer simulationsbasierten Unternehmensbewertung

Der Einsatz simulationsbasierter Unternehmensbewertungsverfahren bietet eine Reihe wesentlicher Vorteile:

1. Nur bei einer simulationsbasierten Planung lassen sich nachvollziehbar Erwartungswerte von Cashflows oder Erträgen ableiten

Erwartungstreue Planwerte sind notwendige Voraussetzung für die Anwendung der Ertragswert- oder Discounted Cashflow-Verfahren.¹¹ Ein Erwartungswert drückt aus, welche Ausprägungen von Ertrag oder Cashflow „im Mittel“ aller risikobedingt möglichen Zukunftsszenarien eintreten werden. Die meist zum Zweck der Unternehmenssteuerung erstellten Planungen von Unternehmen zeigen i.d.R. nicht einmal intendiert Erwartungswerte, sondern z.B. wahrscheinlichste Werte oder für den Zweck der Steuerung durchaus sinnvolle ambitionierte Zielwerte.¹² Bei der Anwendung von Ertragswert- oder DCF-Bewertungsverfahren, auch bei einer CAPM-basierten Bewertung, ist entsprechend eine Überleitung auf Erwartungswerte erforderlich. Dabei sind bestehende Chancen und Gefahren (Risiken) notwendigerweise zu berücksichtigen. Bei einer simulationsbasierten Bewertung ergibt sich der Erwartungswert von Erträgen oder Cashflows unmittelbar aus den Simulationsergebnissen (als Mittelwert der berechneten Szenarien). Gewährleistet wird so, dass die Unternehmensrisiken nachvollziehbar bei der Bestimmung der Erwartungswerte berücksichtigt werden. Werden bekannte Risiken, wie unsichere Planungsprämissen oder Erkenntnisse des Risikomanagements eines Unternehmens ignoriert, lässt sich ein daraus entstehender Bewertungsfehler leicht belegen. Die Ableitung von Erwartungswerten der Erträge und Cashflows über eine simulationsbasierte Bewertung ist entsprechend ein wesentliches Element der Qualitätssicherung der Unternehmensbewertung und auch dann sinnvoll, wenn eine kapitalmarkt-orientierte Bewertung basierend auf dem CAPM vorgesehen ist.

2. Plausibilisierung der Planung und Planungslogik

Ein weiterer Vorteil der simulationsbasierten Unternehmensplanung besteht darin, dass bei dem Aufbau des Simulationsmodells, also des Unternehmensplanungsmodells mit den Planungslogiken, alle wesentlichen Zusammenhänge noch einmal betrachtet und plausibilisiert werden. Bei einer simulationsbasierten Bewertung werden mittels Monte-Carlo-Simulation Zukunftsszenarien des Unternehmens berechnet, wobei die Abhängigkeiten der Planungspositionen zu berücksichtigen sind. So sind bspw. die Auswirkungen einer risikobedingt möglichen Abweichung vom geplanten Umsatz auf die variablen Kosten und die Vorräte aus Lieferung und Leistung abzubilden. Die Analyse der Planungslogik in der integrierten Unternehmensplanung bei der systematischen Suche nach bestehenden Risiken, wie z.B. unsichere Planannahmen, ist ein wesentlicher Aspekt bei der Plausibilisierung und Qualitätssicherung der Unternehmensbewertung. Eine simulationsbasierte Bewertung basiert auf einem kritisch und systematisch analysierten Planungsmodell, bei dem bestehende Abhängig-

keiten und unsichere Planannahmen systematisch untersucht werden.

3. Mit einer simulationsbasierten Bewertung lassen sich einfach die Auswirkungen des Insolvenzrisikos auf den Unternehmenswert berücksichtigen¹³

Das durch die Insolvenzkosten und insb. die Insolvenzwahrscheinlichkeit¹⁴ ausdrückbare Insolvenzrisiko beeinflusst Höhe und zeitliche Entwicklung des Erwartungswerts der Cashflows und darüber hinaus den Kapitalkostensatz und den Wert der Tax Shields.¹⁵ Die Möglichkeit einer Insolvenz führt zu einem endlichen Erwartungswert der Existenzdauer von Unternehmen (erwartete Lebensdauer = 1 / Insolvenzwahrscheinlichkeit) und i.d.R. einem Abbruch der Zahlungen an die Eigentümer, was bei der Bestimmung des Unternehmenswerts (Equity Value) zu berücksichtigen ist. Diese Berücksichtigung geschieht bei einer simulationsbasierten Bewertung quasi „automatisch“. Notwendig ist dafür nur zu definieren, unter welchen Bedingungen eine Insolvenz eintritt. Aus Risikomanagement und Rating ist bekannt, dass die typischerweise eine Insolvenz auslösende (drohende) Illiquidität eintritt, wenn Mindestanforderungen an ein Rating oder Covenants, die zu einer Kreditkündigung führen können, verletzt werden. Bei einer Aggregation der Risiken mit Bezug auf die Unternehmensplanung werden in jedem simulierten Szenario die Auswirkungen auf sämtliche Kennzahlen, wie z.B. Gesamtkapitalrendite, Zinsdeckungsquote oder Eigenkapitalrendite berechnet, was die Ableitung der Insolvenzwahrscheinlichkeit ermöglicht. Insb. kann ermittelt werden, mit welcher Wahrscheinlichkeit Szenarien auftreten, die zu einer Insolvenz und damit dem Abbruch des Zahlungsstroms führen. Die Auswirkungen von Insolvenzkosten und Insolvenzwahrscheinlichkeit werden so bei der Simulation unmittelbar bei der Bestimmung der Erwartungswerte der Erträge und Cashflows berücksichtigt (in der Detailplanungsphase). Die auch aus der Simulation oder vereinfachend einem Finanzkennzahlen-Rating ermittelbare Insolvenzwahrscheinlichkeit in der Fortführungsphase, die sich da quasi wie eine negative Wachstumsrate auswirkt, ist separat zu berücksichtigen (Addition zum Kapitalkostensatz). Die Bewertungsrelevanz von Insolvenzrisiken ist grds. bei einer Unternehmensbewertung zu berücksichtigen, auch bei einer Bewertung basierend auf dem CAPM.¹⁶

4. Eine simulationsbasierte Unternehmensbewertung ermöglicht die Ableitung eines risikogerechten Diskontierungszinssatzes (Kapitalkostensatz) unmittelbar aus den Simulationsergebnissen

Bei einer simulationsbasierten Bewertung benötigt man keine eigenständigen und potenziell inkonsistenten Modelle für „Zähler“ und „Nenner“. Der Wert einer Zahlung ist abhängig von (1) Erwartungswert, (2) Zeitpunkt und (3) Risikohaltigkeit dieser Cashflows. Der Risikogehalt der Cashflows aus der Simulation lässt sich ausdrücken durch ein Risikomaß, wie die

13 Zur Bedeutung des Insolvenzrisikos siehe Gleißner, WPg 2010 S. 735-743; ders., WISU 2019 S. 692-698; Franken/Gleißner/Schulte, CF 2020 S. 84-96; Knabe, Die Berücksichtigung von Insolvenzrisiken in der Unternehmensbewertung, 2012; Friedrich, Unternehmensbewertung bei Insolvenzrisiko, 2015; Lahmann/Schreiter/Schwetler, ZfBF 2018 S. 73-123; dies., WPg 2019 S. 351 ff.

14 Vgl. Franken/Gleißner/Schulte, CF 2020 S. 84-96.

15 Vgl. Gleißner, WiSt 2011 S. 345-352; Krotter/Schüler, ZfBF 2013 S. 390-433; Lahmann/Schreiter/Schwetler, ZfBF 2018 S. 73-123; dies., WPg 2019 S. 351 ff.

16 Siehe Friedrich, a.a.O. (Fn. 13).

11 Siehe entsprechend auch IDW S 1.

12 Siehe die Studie Behringer/Gleißner, WPg 2018 S. 312-319; dies. WPg 2021 S. 857-864.

Standardabweichung, den Variationskoeffizienten oder den Value at Risk der Cashflows. Das Risikomaß lässt sich unmittelbar umrechnen in einen dazu passenden risikogerechten Diskontierungszinssatz (oder ein Sicherheitsäquivalent).¹⁷ Die Bewertungsverfahren gehen nur von einer zentralen Annahme aus: zwei Zahlungen zum gleichen Zeitpunkt haben den gleichen Wert, wenn sie im Erwartungswert und dem gewählten Risikomaß übereinstimmen. Mit dieser Annahme und Annahmen über die beiden Alternativinvestitionsmöglichkeiten, wie Staatsanleihen und einem empirischen Marktportfolio, lassen sich alle Bewertungsgleichungen herleiten. Wählt man analog dem CAPM den auf der Standardabweichung basierenden Variationskoeffizienten der Erträge oder Cashflows als Risikomaß, ergeben sich die Kapitalkosten und ein „sicherer“ Wert (keine Wertbandbreite).

Eine Brücke vom aggregierten Gesamtrisikoumfang, bspw. ausgedrückt durch die Standardabweichung des Ertrags (σ_{Ertrag}) zum Unternehmenswert, stellen also die Kapitalkosten dar. Im Gegensatz zur traditionellen „kapitalmarkt-orientierten“ Bewertung können die Kapitalkosten bei einer Bandbreitenplanung unmittelbar aus dem Ertragsrisiko als Ergebnis von Risikoanalyse und Risikoaggregation abgeleitet werden statt aus historischen Aktienrendite-Schwankungen (wie üblicherweise beim Betafaktor des CAPM).¹⁸ Ausgehend vom risikolosen Zinssatz r_f ergibt sich der risikogerechte Kapitalisierungssatz nach Formel (1):¹⁹

$$k = \frac{1 + r_f}{1 - \lambda \times \frac{\sigma_{\text{Ertrag}}}{E^e} \times d} - 1 = \frac{1 + r_f}{1 - \lambda \times V \times d} - 1 \approx r_f + \lambda \times V \times d. \quad (1)$$

Das Verhältnis von Ertragsrisiko σ_{Ertrag} zum erwarteten Ertrag $E^e = E(\text{Ertrag})$ ist der Variationskoeffizient V , der die „übliche Schwankungsbreite“, also die Planungsunsicherheit in Prozent, ausdrückt. Der Variationskoeffizient der Erträge ist das Ergebnis aus Risikoanalyse und Risikoaggregation. Die Größe λ zeigt die Überrendite pro Einheit Risiko (Sharpe Ratio) und drückt das Ertrag-Risiko-Profil der Alternativinvestments aus (Formel (2)):

$$\lambda = \frac{\text{Marktrisikoprämie}}{\sigma_{r_m}} = \frac{r_m^e - r_f}{\sigma_{r_m}}. \quad (2)$$

Sie ist abhängig von der erwarteten Rendite des Aktienmarkts r_m^e , deren Standardabweichung σ_{r_m} und dem risikolosen Basiszins r_f . Ein λ von bspw. markttypischen 0,25 besagt, dass man pro Einheit mehr Risiko 0,25% mehr Rendite erwarten kann. Da die Eigentümer nicht unbedingt alle Risiken des Unternehmens tragen, ist zudem deren Risikodiversifikationsfaktor (d) in der Gleichung zu berücksichtigen. Er zeigt den Anteil der Risiken eines Unternehmens, den der Eigentümer zu tragen hat. Der Risikodiversifikationsgrad d ist in einem realen unvollkommenen Markt abhängig von den Möglichkeiten des Eigentümers (Bewertungsobjekts) auf Ebene seines Port-

folios, Risikodiversifikationseffekte zu erreichen. Man kann eine Schätzung des Risikodiversifikationsgrads d über die Korrelation der (trendbereinigten) Erträge bzw. des Ertragswachstums des Unternehmens zum Ertrag aller Unternehmen des Marktindex ableiten. Aus der simulationsbasierten Risikoaggregation folgt implizit der Risikodiversifikationsfaktor d , wenn man exogene Risikofaktoren zur Erfassung des systematischen, unternehmensübergreifenden Risikos eigenständig betrachtet („Risikofaktormodell“). Unter den speziellen Annahmen des CAPM ergibt sich d als Korrelation zur Rendite des Marktportfolios.

Im Ergebnis führen die Risikoanalyse und Risikoaggregation damit zu Kapitalkosten, die die risikogerechte Anforderung an die Rendite eines Projekts, eines Geschäftsbereichs oder Unternehmens ausdrücken (bspw. für die Berechnung eines Discounted Cashflows oder Economic Value Added).

Neben der Konsistenz von Zähler (Erwartungswert der Cashflows) und Nenner (Diskontierungszinssatz) ist ein großer Vorteil des Verfahrens darin zu sehen, dass eine Auswertung historischer Aktienrenditeschwankungen eines Unternehmens oder einer Peergroup nicht notwendig ist. Es lassen sich auch ohne Leveragen und Re-Leveragen unmittelbar Gesamtkapitalkosten (WACC) ableiten.²⁰

Für die praktische Anwendung gibt es hier zwei Möglichkeiten: bei einer semi-investitionstheoretischen Bewertung wird man ganz auf historische Aktienrenditeschwankungen verzichten und den aus Risikoanalyse und Risikoaggregation abgeleiteten Diskontierungszinssatz für die Bewertung nutzen. Möchte man in der Welt der kapitalmarktorientierten Bewertung basierend auf dem CAPM verbleiben, hat man zumindest die Möglichkeit den mit CAPM berechneten Kapitalkostensatz mit den Erkenntnissen einer simulationsbasierten Bewertung über risikogerechte Kapitalkosten zu vergleichen und so zu plausibilisieren.

5. Die simulationsbasierte Bewertung ist Grundlage für die Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen

Die Betrachtung der zukünftigen Risiken ist insb. notwendig, wenn im Rahmen einer Strategiebewertung verschiedene strategische Handlungsoptionen, die sich speziell im Risikogehalt unterscheiden, verglichen werden sollen. Bei einer Strategiebewertung als Grundlage für eine „unternehmerische Entscheidung“ i.S.d. Business Judgement Rule (§ 93 AktG)²¹ ist es notwendig, dass die mit der Entscheidung verbundenen erwarteten Erträge und Risiken gegeneinander abgewogen werden.²² Eine simulationsbasierte Unternehmensbewertung ist entsprechend die geeignete Grundlage für die Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen, die auf dem Vergleich risikoadäquater Entscheidungswerte²³ der Handlungsoptionen basieren.²⁴ Da durch eine unternehmerische Entscheidung das Ertrag-Risiko-Profil eines Unternehmens verändert wird, ist offensichtlich, dass hier die Ableitung der Kapitalkosten aus der historischen Risikolage (historischen Aktienrenditeschwankungen) keinesfalls sachgerecht ist.

17 Vgl. Gleißner, Management Research Review 2019 S. 1243-1258, und zu den Grundlagen der Bewertung mit Risiko-Wert-Modellen und der Verfahrensweise der „unvollkommenen Replikationen“ siehe Dorfleitner/Gleißner, Journal of Risk 3/2018 S. 1-27; Dorfleitner, a.a.O. (Fn. 9).

18 Vgl. Gleißner, Management Research Review 2019 S. 1243-1258.

19 Vgl. zur Herleitung über „unvollständige Replikation“ Gleißner, Management Research Review 2019 S. 1243-1258; Dorfleitner/Gleißner, Journal of Risk 3/2018 S. 1-27.

20 Vgl. Gleißner/Ernst, Business Valuation OIV Journal 2019 S. 3-18.

21 Zu den rechtlichen Grundlagen siehe RMA, Managemententscheidungen unter Risiko 2019.

22 Vgl. Graumann/Linderhaus/Grundeis, BfuP 2009 S. 492-505.

23 Vgl. Matschke/Brüsel, a.a.O. (Fn. 5).

24 Vgl. Gleißner, CM 1/2021 S. 16-23; ICV, Entscheidungsvorlagen für die Unternehmensführung, Leitfaden für die Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen, 2021.

6. Zusatznutzen für die Unternehmen: Erfüllung gesetzlicher Anforderungen an das Risikomanagement

Eine simulationsbasierte Unternehmensbewertung bietet darüber hinaus eine Reihe weiterer Vorteile für die Unternehmen, die zu bewerten sind, und eröffnet zusätzliche Anwendungsmöglichkeiten für Unternehmensbewertungsmethoden. Zum einen ist sie – wie erwähnt – eine Grundlage für die Vorbereitung unternehmerischer Entscheidungen, z.B. bezüglich Strategieveränderung, Akquisitionen oder Investitionen.²⁵ Darüber hinaus schafft eine simulationsbasierte Bewertung die Grundlagen, um zentrale Anforderungen an das Risikomanagementsystem eines Unternehmens quasi nebenher mit zu erfüllen. Kernaufgabe des Risikomanagements ist es, mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ früh zu erkennen (§ 91 AktG). Solche ergeben sich i.d.R. aus Kombinationseffekten von Einzelrisiken, was eine Aggregation der Risiken in Bezug auf die Unternehmensplanung erfordert – also genau das Verfahren, das bei einer simulationsbasierten Bewertung genutzt wird. Die Verpflichtung zur Früherkennung bestandsgefährdender Entwicklungen besteht seit 01.01.2021 für alle KapGes., die damit zur Durchführung von Risikoanalyse und simulationsbasierter Risikoaggregation verpflichtet sind (§ 1 StaRUG).²⁶ Die für eine sachgerechte Unternehmensbewertung notwendige Kenntnis der Insolvenzwahrscheinlichkeit (des Insolvenzrisikos) ist auch für die Erfüllung der Anforderungen an das Risikomanagement notwendig. Die Insolvenzwahrscheinlichkeit kann sogar als Spitzenkennzahl des Risikomanagements aufgefasst werden, da sie den „Grad der Bestandsgefährdung“ ausdrückt. Bei einer simulationsbasierten Bewertung werden die Aufgaben des Risikofrüherkennungssystems bezüglich Risikoaggregation quasi nebenher mit erledigt. Dies ist ein wesentlicher Zusatznutzen für Unternehmen, die bisher noch nicht über Risikoaggregationsverfahren verfügen. Zukünftig ist anzunehmen, dass zur Erfüllung der präzisierten und erweiterten Verpflichtungen im Hinblick auf Krisen- und Risikofrüherkennung zunehmend mehr Unternehmen selbst eine Risikoaggregation durchführen. Sie verfügen dann über eine stochastische Unternehmensplanung, die unmittelbar als Grundlage für eine simulationsbasierte Unternehmensbewertung genutzt werden kann (und so speziell Erwartungswerte von Erträgen und Cashflows ausweist).

III. Fazit und Implikationen

Der Wert eines Unternehmens hängt von der Unsicherheit der zukünftigen Cashflows, also bestehenden Chancen und Gefahren (Risiken) ab. Die Risiken bestimmen den Erwartungswert der Erträge und Cashflows, die Insolvenzwahrscheinlichkeit und den Kapitalkostensatz (Eigen- und Fremdkapitalkosten). Mit einer simulationsbasierten Bewertung stellt man die Bestimmung des Unternehmenswerts auf ein solides Fundament, weil bestehende Chancen und Gefahren (Risiken) des Unternehmens nachvollziehbar und sachgerecht berücksichtigt werden. Methodisch ist eine simulationsbasierte Unternehmensbewertung die Berechnung einer großen repräsentativen Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien (Monte-Carlo-Simulation), die zu einer Bandbreitenplanung (mehrwertige Planung) führt. Mit der simulationsbasierten

Bewertung werden zunächst Erwartungswerte von Erträgen und Cashflows abgeleitet, die Grundlage sind für die Unternehmensbewertung mit Ertragswert- oder DCF-Verfahren (auch bei Anwendung des CAPM). Darüber hinaus ermöglicht eine simulationsbasierte Bewertung eine einfache Berücksichtigung des Insolvenzrisikos im Bewertungskalkül und eine von Kapitalmarktdaten (Betafaktor) unabhängige Bestimmung des Diskontierungszinssatzes. Eine simulationsbasierte Bewertung basiert auf den gleichen Verfahren, die in den Unternehmen selbst genutzt werden sollten, um im Rahmen des Risikomanagements mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ erkennen zu können (also das Insolvenzrisiko zu bestimmen). Unternehmen, die die seit 01.01.2021 präzisierten und erweiterten Anforderungen an das Krisen- und Risikomanagement erfüllen, also über Risikoanalyse und Risikoaggregation mögliche „bestandsgefährdende Entwicklungen“ identifizieren, schaffen damit auch das Informationsfundament für eine simulationsbasierte Unternehmensbewertung. Damit wird es zukünftig für Unternehmensbewerter einfacher eine risikoadäquate Bewertung unter Nutzung der in diesem Beitrag skizzierten Verfahren durchzuführen. Eine solche simulationsbasierte Bewertung ist selbst dann sinnvoll, wenn – trotz aller berechtigten Kritik – man (zunächst) bei der Bestimmung des Diskontierungszinssatzes weiterhin das CAPM nutzen möchte.

²⁵ Siehe das Fallbeispiel bei Gleißner/Meyer/Spitzner, Controlling 2/2021 S. 22-29.

²⁶ Vgl. RiskNet, IDW PS 340 n.F. und StaRUG – Studie zur wirksamen Risikofrüherkennung, abrufbar unter <https://hbfm.link/10946> (Abruf: 17.08.2021); Nickert/Nickert, GmbHRR 2021 S. 401-413.

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 risikoorientierter Unternehmensführung auf der Basis von Bewertungsverfahren für unvollkommene Kapitalmärkte, die auf aggregierten Ertragsrisiken basieren.



Kontakt: autor@cf-fachportal.de