

Veröffentlicht in

Betriebs-Berater

24 / 2017

Gleißner, W. / Ihlau, S. (2017):
Anwendung von Unternehmensbewertungsmethoden
bei der Strategiebeurteilung

S. 1387 – 1391

Mit freundlicher Genehmigung der
Deutscher Fachverlag GmbH, Frankfurt

www.betriebs-berater.de

Prof. Dr. Werner Gleißner und Susann Ihlau, WP/StB

Anwendung von Unternehmensbewertungsmethoden bei der Strategiebeurteilung

Strategische Entscheidungen führen zu einer Änderung des Ertrag-Risiko-Profiles von Unternehmen. Bei der Bewertung von strategischen Handlungsoptionen sind daher die Wirkungen für das zukünftige Rating zu beachten und die Implikationen der Änderungen des Ertragsrisikos auf den Kapitalkostensatz zu berücksichtigen. Dies ermöglicht die Bereitstellung „angemessener Informationen“ i. S. d. § 93 AktG. Der nachfolgende Beitrag zeigt, wie unternehmerische, strategische Handlungsoptionen mittels Unternehmensbewertungs- und Ratingverfahren beurteilt werden können. Hierbei werden für die Unterstützung von Entscheidungsvorbereitungen des Top-Managements und des strategischen Controllings u. a. eine integrierte Unternehmensplanung mit der Risikoanalyse und Risikoaggregation (Monte-Carlo-Simulation) sowie Ratingprognose- und Unternehmensbewertungsmethoden verbunden.

I. Einführung

Im Rahmen einer modernen strategischen Unternehmensführung sollten die verschiedenen strategischen Handlungsalternativen sowohl aus der Perspektive der Eigentümer (Unternehmenswert) als auch aus der Perspektive der Gläubiger (Rating) beurteilt werden. Somit hat ein strategischer Unternehmensführungsansatz grundsätzlich alle Implikationen der Strategie mit ihren Konsequenzen für die operative Planung (Erfolgsrechnung, Bilanz und Cashflow-Rechnung) abzubilden und zudem die Risiken, welche Planabweichungen auslösen können, zu berücksichtigen (Chancen wie Gefahren). Es bestehen einige besondere Herausforderungen:

- Welchen Wert hat ein Unternehmen in Abhängigkeit von verschiedenen möglichen Strategien?
- Wie werden die Auswirkungen einer Akquisition, z. B. in Form von Synergien und Integrationskosten, auf Ertrag und Risiko berücksichtigt?
- Welcher risikobedingte Liquiditäts- und Eigenkapitalbedarf und welches zukünftige Rating ergeben sich aus den Strategievarianten?
- Welche Verschuldungskapazität besteht? Mit welcher Wahrscheinlichkeit werden Covenants verletzt?
- Welcher Kapitalkostensatz (Diskontierungszins bzw. Renditeforderung) lässt sich aus den Risiken (Planungsunsicherheiten) ableiten, wenn historische Daten nicht mehr aussagefähig sind?

Das Gesetz fordert, dass Vorstandsentscheidungen auf „angemessenen Informationen“ basieren.¹ Bei einer Entscheidung unter Unsicherheit ist dabei insbesondere die Veränderung des Risikos zu nennen. Bei einer Strategiebewertung wird dementsprechend der Einfluss der Strategie auf erwartete Erträge, Risiko und Rating betrachtet und das sich daraus ergebende Ertrag-Risiko-Profil auf den Unternehmenswert (Entscheidungswert) abgebildet. Der Vergleich strategischer Handlungsoptionen, also die Strategiebewertung, hilft somit auch, den Anforderungen gemäß § 93 AktG (Business Judgement Rule) gerecht zu werden.

II. Methoden der Strategiebewertung

1. Unternehmens- und Strategiebewertung

Kapitalmarktunvollkommenheiten führen zu Abweichungen der Börsenkurse (Preise) vom fundamentalen Unternehmenswert. Der Wert des Unternehmens ist abhängig von der gewählten Strategie und den realisierten Projekten.

Eine Akquisition führt beispielsweise zu unsicheren Synergien und Integrationskosten sowie Risikodiversifikationseffekten, was eine Bewertung auf Grundlage der zukünftigen aggregierten Ertragsrisiken erfordert. Historische Aktienrenditeschwankungen, die z. B. im Beta-Faktor des CAPM erfasst werden, sind möglicherweise nicht mehr repräsentativ für die Zukunft nach Akquisition.

Durch die Übernahme zusätzlicher Risiken, z. B. eines „Target-Unternehmens“ und der Fremdkapitalaufnahme zur Akquisitionsfinanzierung,² kann es zu einer Änderung des zukünftigen Ratings des eigenen Unternehmens kommen. Diese Veränderungen des „Werttreibers Rating“ sind im Bewertungskalkül zu erfassen.³

Für die Strategiebeurteilung wird im folgenden Beispiel ein Vergleich vorgenommen von

- *Basisfall*: Unternehmenswert unter Berücksichtigung von Erträgen, Aufwendungen und Finanzierungen im Zusammenhang mit dem Aufbau einer eigenen Vertriebsorganisation in dem Zielland und
- *Vergleichsfall*: Unternehmenswert nach Akquisition eines Unternehmens mit Vertriebsorganisation (Vertriebsgesellschaft) in dem Zielland, d. h. unter Berücksichtigung von Synergien, Risikodiversifikationseffekten und den Implikationen der Akquisitionsfinanzierung.

2. Von der Risikoanalyse zum Unternehmenswert

Zur Vorbereitung strategischer Entscheidungen ist ein Abwägen erwarteter Erträge und deren Risiken erforderlich. Dies gewährleisten Unternehmensbewertungsverfahren, die sich zur Bestimmung subjektiver Entscheidungswerte (bzw. Grenzpreise) eignen wie Risikoanalyse, Risikosimulation und die neuen Verfahren einer risikogerechten Bewertung (basierend auf dem Ertragsrisiko).

Durch eine Aggregation der quantifizierten Risiken im Kontext der Planung – Chancen und Risiken verstanden als Ursache möglicher Planabweichungen – muss untersucht werden, welche Auswirkungen diese auf den zukünftigen Ertrag, die wesentlichen Finanzkennzahlen, Kreditvereinbarungen (Covenants) und das Rating haben. Die aus der Risikoaggregation ableitbaren Ratingprognosen verknüpfen Unternehmensplanung und Risikoanalyse und erlauben es, „bestandsgefährdende Entwicklungen“ zu erkennen.

¹ S. Graumann, WISU 2014, 317–320, und Spindler, AG 2006, 677–689.

² S. hierzu Eayrs/Gleißner, BP 2010, 20–27.

³ Vgl. Gleißner, WPg 2010, 735–743; Knabe, Die Berücksichtigung von Insolvenzzrisiken in der Unternehmensbewertung, 2012.

Die Aggregation von Risiken im Kontext der Unternehmensplanung erfordert eine Monte-Carlo-Simulation, weil Risiken nicht addierbar sind. Dabei wird eine große repräsentative Anzahl risikobedingt möglicher Zukunftsszenarien berechnet und analysiert. So wird eine realistische Bandbreite der zukünftigen Erträge und Liquiditätsentwicklung aufgezeigt und der Umfang möglicher negativer Planabweichungen berechnet. Unmittelbar abgeleitet werden kann die Wahrscheinlichkeit, dass Covenants verletzt oder ein Ziel-Rating nicht mehr erreicht wird. Auch die weiterführende Ableitung risikogerechter Kapitalkostensätze als Anforderung an die Rendite ist möglich, ohne dass auf historische Kapitalmarktdaten zurückgegriffen werden müsste.⁴

3. Anwendung der Unternehmensbewertungsmethoden auf die Bewertung von Strategien

Risiken wirken nicht nur auf die Kapitalkosten. Grundlage jeder Unternehmensbewertung sollten Erwartungswerte der finanziellen Überschüsse sein, die dem Bewertungsobjekt zufließen. Die Erwartungswerte sollen ausdrücken, welche Zahlungen „im Mittel“, d. h. unter Berücksichtigung aller Chancen und Gefahren (Risiken), zu erwarten sind.⁵

Die Rechnung mit einheitlichen Kapitalkostensätzen – unabhängig vom Risikoumfang der Strategievarianten oder Projekte – kann zu schwerwiegenden Fehlentscheidungen führen.⁶

Ein Ansatz zur Erfassung von Veränderungen der Risiken in Abhängigkeit von Strategievarianten stützt sich auf simulationsbasierte Bewertungsmethoden.⁷ Bei diesen können die mit einer Strategie verbundenen Risiken unmittelbar bei der Simulation der unsicheren künftigen Erträge und Cashflows des Unternehmens berücksichtigt werden. Grundlage der Bewertung sind damit keine Kapitalmarktdaten bezüglich des Bewertungsobjekts, sondern eine Risikoanalyse. Ausgehend von der Unternehmensplanung wird mittels Monte-Carlo-Simulation eine große repräsentative Zahl von Zukunftsszenarien des Unternehmens und deren Implikationen für die Cashflows berechnet. Ein höheres Risiko einer Strategie führt zu einer größeren „Bandbreite“ der Cashflows Z und zu einem höheren Risikomaß $R(Z)$, also bspw. zu höherer Standardabweichung oder höherem Value-at-Risk, der Cashflows. Eine Zunahme des (nicht diversifizierten) Risikoumfangs impliziert dabei unter sonst gleichen Bedingungen einen höheren risikogerechten Diskontierungszinssatz oder Risikoabschlag (bei der Sicherheitsäquivalenzmethode).

Nachfolgend wird erläutert, wie unmittelbar ausgehend von der Identifikation und Quantifizierung der Unternehmensrisiken auf einen risikogerechten Diskontierungszinssatz geschlossen werden kann.⁸

Für die Herleitung wird von folgender Annahme ausgegangen: Gleiches Risikomaß (R) und gleicher Erwartungswert der Zahlungen $E(Z)$ implizieren einen identischen Wert.⁹ Es wird also ein (μ, R) -Entscheidungskriterium unterstellt, welches das (μ, σ) -Prinzip des CAPM als Spezialfall einschließt. Zur Herleitung der Bewertungsgleichungen wird fiktiv genau so viel Kapital x in den Marktindex und Kapital y in die risikolose Anlage investiert, dass das Risiko des so gebildeten Portfolios dem Risiko der zu bewertenden Zahlung Z entspricht. Das Risiko wird dabei gemessen durch ein Risikomaß $R(Z)$, z. B. durch die Standardabweichung oder den (relativen) Value-at-Risk.¹⁰ Der Wert W der unsicheren Zahlung Z entspricht gerade der Summe x und y . Hat das (typisierte) Bewertungsobjekt Diversifikationsmöglichkeiten, so dass lediglich der nicht-diversifizierbare Anteil des Risikos der Zahlung relevant ist, steht z. B. $R(Z)$ für die Standardabweichung multipliziert mit dem Diversifikationsfaktor d , also der Korrelation zwischen den zu bewertenden Zahlun-

gen und der Marktrendite.¹¹ So ergeben sich Bewertungsgleichungen, die den Wert W in Abhängigkeit vom Erwartungswert und Risikomaß der Zahlungen zeigen. Aus dem berechneten Wert W ergibt sich implizit der (im einfachsten Fall sichere und konstante) Kapitalkostensatz (k), der sich als risikoloser Basiszins r_f zzgl. eines vom Ertragsrisiko abhängigen Zuschlags auffassen lässt.¹²

$$k = \frac{1 + r_f}{1 - \lambda \cdot \frac{\sigma_{Ertrag}}{E^e} \cdot d} - 1$$

Das Verhältnis von Ertragsrisiko σ_{Ertrag} zum erwarteten Ertrag E^e in obiger Gleichung, die beide von Chancen und Gefahren abhängig sind, nennt man Variationskoeffizient (V). Er ist eine Kennzahl für die Planungssicherheit und Ergebnis der Risikoaggregation.¹³ Da die Eigentümer nicht unbedingt alle Risiken des Unternehmens σ_{Ertrag} tragen, muss dabei der Risikodiversifikationsfaktor (d) berücksichtigt werden.¹⁴ Er zeigt den Anteil der Risiken, den der Eigentümer unter Beachtung seiner Risikodiversifikation zu tragen hätte, der also bewertungsrelevant ist. Die Gleichung für die Kapitalkosten k enthält zusätzlich die Größe λ , die das Ertrag-Risiko-Verhältnis der Alternativen (Staatsanleihen, Aktienmarktindex) ausdrückt. Man kann zeigen, dass bei Verwendung der Standardabweichung als Risikomaß λ , der „Marktpreis des Risikos“, gerade dem Sharpe Ratio¹⁵ entspricht.¹⁶ Es ist abhängig von der erwarteten Rendite des Marktindex r_m^e , deren Standardabweichung σ_{r_m} und dem risikolosen Basiszins r_f .

III. Durchführung der Strategiebewertung anhand eines Anwendungsbeispiels

1. Ausgangssituation

Wir zeigen im Folgenden ein Beispiel, in dem für die Erschließung eines neuen ausländischen Markts zwei Strategien vorgestellt und bewertet werden: zum einen der eigene Aufbau einer Vertriebsorganisa-

4 S. Gleißner, WPg 2015, 72–80.

5 Gleißner, FB 2005, 217–229.

6 S. z. B. Kruschwitz/Milde, zfbf 1996, 1115–1133, und Krüger/Landier/Thesmar, The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate, IDEI Working Papers 629 2011, abrufbar unter <https://ideas.repec.org/p/idei/wpaper/24153.html> (Abruf: 23.5.2017).

7 In Anlehnung an Gleißner/Wolfrum, FB 2008, 602–614; Gleißner, FB 2005, 217–229; ders., WiSt 2011, 345–352.

8 Vgl. Gleißner/Wolfrum, FB 2008, 602–614; Gleißner, WiSt 2011, 345–352. Die „rein“ investitionstheoretischen Ansätze z. B. von Hering, Unternehmensbewertung, 3. Aufl. 2014, und Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung – Funktionen – Methoden – Grundsätze, 4. Aufl. 2013, S. 133–296, vermeiden eine Typisierung der Alternativinvestments.

9 Bei gleichem Zeitpunkt Herleitung der Gleichung Gleißner, WiSt 2011, 345–352.

10 Das Risikomaß sollte homogen und positions- oder translationsinvariant sein (vgl. Dorfleitner/Gleißner, Journal of Risk 2017, erscheint in Kürze).

11 Oder man verwendet direkt die Kovarianz $\text{COV}(Z, r_m)$ als Risikomaß. Die so hergeleitete Bewertungsgleichung stimmt mit der Sicherheitsäquivalenzvariante des CAPM im Ergebnis überein. Vgl. Robichek/Myers, JoF 1966, 215–227, und dies., JoF 1966, 727–730; Rubinstein, Journal of Financial and Quantitative Analysis 1973, 61–69; Ballwieser, BfUP 1981, 97–114; Spremann, Valuation: Grundlagen moderner Unternehmensbewertung, 2004, 253–295; Gleißner/Wolfrum, FB 2008, 602–614.

12 Gilt für $\lambda \cdot \frac{\sigma_{Ertrag}}{E^e} \cdot d < 1$, vgl. Gleißner, BP 2016, 60–70, und die Werte für den Varia-

tionskoeffizienten für DAX- und MDAX-Unternehmen. Weiterführend Gleißner, BP 2013, 82–89; ders., Grundlagen des Risikomanagements, 3. Aufl. 2017.

13 Ohne Kenntnis des Ertragsrisikos kann man Eigenkapitalkosten basierend auf dem Rating abschätzen (Gleißner/Knoll, BB 2011, 2283–2285).

14 Oft wird angenommen, dass die Korrelation des Ergebnisses zur Rendite des Marktportfolios genauso hoch ist wie die Korrelation zwischen den Aktien des Unternehmens. S. z. B. Mai, ZfB 2006, 1225–1253; vgl. auch Gleißner, BP 2013, 82–89, wo d statistisch aus historischen Ergebnisschwankungen abgeleitet wird.

15 $k^{DAPM} = r_f + \beta(r_m^e - r_f) = r_f + \lambda \cdot \rho \cdot \sigma_i$.

16 Gleißner, WiSt 2011, 345–352, und Gleißner/Wolfrum, FB 2008, 602–614, zur Herleitung des Risiko-Wert-Modells mittels „unvollständiger Replikation“, sowie Rubinstein, Journal of Financial and Quantitative Analysis 1973, 61–69, und Spremann, Valuation: Grundlagen moderner Unternehmensbewertung, 2004, 253–295. Für die übliche Diskontierung über die Zeit t mit $(1+k)t$ benötigt man weitere Annahmen über die zeitliche Entwicklung des Risikos.

tion in dem Zielland und zum anderen der Erwerb eines Unternehmens mit Vertriebsnetz (Vertriebsgesellschaft) in diesem Land.

Vor der eigentlichen Bewertung der Strategievarianten wird meist zunächst eine Vorauswahl getroffen. Kriterien eines solchen Filters könnten sich bspw. auf die prinzipielle Verfügbarkeit der für die Handlungsalternative erforderlichen Ressourcen (Kapital, Zeit, Managementkapazität) sowie auf anerkannte „strategische Grundsätze“ („Konzentration auf Kernkompetenzen“) beziehen.

Die Bewertung von strategischen Handlungsvarianten erfolgt bezüglich der Wirkung für Eigentümer (Unternehmenswert) und Gläubiger (Rating). Dabei werden die Handlungsoptionen in ihrer Wirkung auf die Werttreiber beurteilt und die Konsequenzen der Strategievarianten auf die operative Planung berechnet. Der mittels Simulation berechnete Risikoumfang wird zur Ableitung von Eigenkapitalbedarf, Diskontierungszinssätzen sowie für Ratingprognosen genutzt. Dabei gilt: Ein höheres Risiko führt zu einem höheren Bedarf an teurem Eigenkapital und damit zu höheren Kapitalkosten.

Bei dem Aufbau einer eigenen Vertriebsorganisation in dem Zielland entstehen zusätzliche Personalkosten durch die Einstellung eigener Vertriebsmitarbeiter. Zudem müssen Büros angemietet und ausgestattet werden, was mit Mietaufwand und ggf. Investitionen in Einrichtungen verbunden ist. Darüber hinaus ist ein relativ langsamer und geringer Umsatzzuwachs zu erwarten.

Wird hingegen ein Unternehmen erworben, das insbesondere ein starkes Vertriebsnetz besitzt, sind bei dieser Strategie ein größerer Umsatzsprung sowie Synergieeffekte durch die Akquisition zu erwarten. Gleichzeitig entstehen Anschaffungskosten, die zu finanzieren sind. Im vorliegenden Beispiel wird die Übernahme eines Unternehmens mit rd. 50 Mio. Euro Umsatz zu einem Preis von 40 Mio. Euro (bei Übernahme der Schulden von ca. 24 Mio. Euro) angenommen. Dies entspricht einem Multiple auf das geplante EBIT 2017 von 11,4.¹⁷ Die Finanzierung der Transaktion könnte komplett über Fremdkapital (langfristiger Konsortialkredit) erfolgen. Es ist davon auszugehen, dass bei vollständiger Fremdfinanzierung der bisher bezahlte Fremdkapitalzinssatz¹⁸ insgesamt jedoch um 0,5 Prozentpunkte auf 4,1% angehoben wird, weil erkennbar die Ausfallwahrscheinlichkeit steigt.

Gemäß der Due Diligence werden Synergien in Höhe von 2 Mio. Euro erwartet, die in der Analyse in Form einer Reduzierung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen berücksichtigt werden.

Die Planungserstellung erfolgt für einen einjährigen Detailplanungszeitraum sowie einem nachfolgenden Jahr 2018,¹⁹ das einen eingeschwungenen Zustand darstellt und zugleich als Basis für die Terminal-Value-Berechnung dient. Das langfristige Wachstum ist bei beiden Strategien identisch.

2. Finanzkennzahlenanalyse und indikatives Finanzrating gemäß Planung

In einem ersten Analyseschritt werden ratingrelevante Finanzkennzahlen aus den Bereichen Risikodeckungspotenzial, Ertragskraft/Rentabilität und Liquidität mit und ohne Übernahme geprüft und mögliche Auswirkungen auf das Finanzrating und die Zinskonditionen betrachtet.

Für die Analyse der Kennzahlen und die Ableitung des indikativen Finanzratings wird das Jahr 2018 herangezogen, da dies das erste Jahr der Fortführungsphase darstellt und in einem eingeschwungenen Zustand geplant wurde, d. h. repräsentativ für die Fortführungsphase ist.

Durch die Übernahme eines ertragskräftigen Unternehmens sowie der Synergieeffekte ergibt sich ein Anstieg der Ertragskraft (EBIT-Marge) sowie der Gesamtkapitalrendite (ROCE).

Die Analyse der Finanzkennzahlen lässt erwarten, dass durch die Übernahme das Unternehmen das Investmentgrade verliert, also von „BBB–“ auf ein „BB+“ absinkt und die Ausfallwahrscheinlichkeit steigt. Insgesamt sind die durch die Übernahme entstehenden höheren Fremdkapitalzinsen in einem akzeptablem Rahmen und die Übernahme ausgehend von der Planung finanzierbar. Ein Stresstest zeigt eine ausreichende Robustheit des Ratings.

3. Risikoanalyse und Risikoaggregation

Die Analysen wurden basierend auf der Planung unter der Annahme des Aufbaus einer eigenen Vertriebsorganisation sowie auf der Planung unter Berücksichtigung der Übernahme des Zielunternehmens durchgeführt. Es erfolgt auch eine Analyse von Chancen und Gefahren, die Planabweichungen auslösen können. Hierzu wurden Informationen aus dem Risikomanagement ausgewertet sowie die in der Due Diligence identifizierten Risiken hinsichtlich ihrer Wirkung auf die Planung quantifiziert. Die Risiken wurden mit der Monte-Carlo-Simulation mit Bezug auf die Planung aggregiert.²⁰ Ergebnisse der Risikosimulation sind insbesondere

- erwartungstreue Planwerte, die die bestehenden Chancen- bzw. Gefahren berücksichtigen,
- die Plausibilisierung des Ratings und
- die Bestimmung risikogerechter Kapitalkosten basierend auf dem Ertragsrisiko.

Zudem erfolgt die Überprüfung auf mögliche bestandsgefährdende Entwicklungen (i. S. d. § 91 Abs. 2 AktG) aufgrund der Gefährdung der finanziellen Stabilität, d. h. die Überprüfung auf Einhaltung von Covenants und das Erreichen eines Mindestratings.

Die Unsicherheiten der wesentlichen Planungspositionen (Planungsunsicherheiten) wurden aus den jeweiligen Historien abgeleitet und durch Risikobenchmarks aus Branchendaten ergänzt bzw. plausibilisiert. Aufgrund der volatilen Geschäftstätigkeit des Akquiseobjekts resultiert aus der Übernahme ein Anstieg der Umsatzmengenschwankung. Neben den Umsatzschwankungen sind Materialkostenschwankungen, Personalkostenschwankungen sowie Schwankungen der sonstigen Kosten in der Simulation zu berücksichtigen.

Der im Rahmen der Übernahme erwartete (und eingeplante) Synergieeffekt wird als unsicher erachtet, und daher werden Schätzungen für einen Mindestwert, einen wahrscheinlichsten Wert und einen Höchstwert der Synergien angegeben. Aus der Simulation ergeben sich neben den Erwartungswerten der Erträge die Resultate in Tabelle 1 auf S. 1390. Eine Gefährdung durch Verletzung von Covenants ist insbesondere bei der Zinsdeckungsquote und beim Nettoverschuldungsgrad (Leverage Ratio) für 2018 mit einer nicht unwesentlichen Wahrscheinlichkeit gegeben. Die Erwartungswerte sind zwar noch deutlich von den kritischen Werten entfernt, eine Wahrscheinlichkeit von knapp 7% für eine Verletzung empfiehlt eine zusätzliche vertiefende Prüfung.

Der Eigenkapitalbedarf gemäß Zielrating (Investmentgrade bzw. akzeptierte Ausfallwahrscheinlichkeit = 0,5%) sinkt sogar geringfügig,

17 Kaufpreis plus übernehmende Schulden (Nettoverbindlichkeiten) bezogen auf das 2017 geplante EBIT.

18 Der Fremdkapitalkostensatz ist um die Insolvenzwahrscheinlichkeit niedriger, s. z. B. Gleißner, WPg 2010, 735–743, und ders., Bewertungspraktiker 2017, 42–51.

19 Zugleich ist das Jahr 2018 die Basis für die Terminal-Value-Berechnung.

20 Vgl. Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements, 3. Aufl. 2017, 251–273.

Tabelle 1: Gegenüberstellung wesentlicher Kennzahlen der beiden Strategievarianten „Aufbau eigener Vertrieb“ und „Akquisition“

Simulationsergebnisse (Erwartungswerte)	Aufbau eigener Vertrieb		Akquisition	
	2017	2018	2017	2018
Umsatz	257,7 Mio. Euro	257,7 Mio. Euro	310,7 Mio. Euro	310,7 Mio. Euro
Betriebsergebnis (EBIT)	20,2 Mio. Euro	20,2 Mio. Euro	27,5 Mio. Euro	27,5 Mio. Euro
Jahresüberschuss	11,6 Mio. Euro	11,8 Mio. Euro	14,2 Mio. Euro	14,4 Mio. Euro
Ertrag (Ausschüttungen)	5,6 Mio. Euro	12,0 Mio. Euro	6,8 Mio. Euro	14,7 Mio. Euro
Free Cashflow (FCF)	4,8 Mio. Euro	13,7 Mio. Euro	-50,3 Mio. Euro	18,9 Mio. Euro
EBIT-Marge (EM)	7,8 %	7,7 %	8,7 %	8,6 %
ROCE (Vorjahres-CE)	11,4 %	10,8 %	15,5 %	11,0 %
Free Cashflow-Marge (FCFM)	1,9 %	5,2 %	-16,2 %	5,9 %
Umsatzwachstum	8,5 %	0 %	30,8 %	0 %
(Finanz-)Ratingindikation aus Erwartungswerten	BBB-	BBB-	BB	BB+
Net Debt / EBITDA (Leverage Ratio)	2,0	2,1	3,2	3,4
Eigenkapitalquote (EKQ)	57,5 %	57,4 %	44,2 %	44,2 %
Eigenkapitaldeckung	280 %		313 %	
Eigenkapitalbedarf (99,5 %)	41,5 Mio. Euro		37,1 Mio. Euro	
zus. Liquiditätsbedarf (99,5 %)	0 Euro		0 Euro	

da im Mittel die höhere Ertragskraft den hinzugekommenen Risikoumfang überkompensiert. Die bestehenden liquiden Mittel und die (möglichen) Kreditlinien²¹ reichen aus, um einen entsprechenden Liquiditätsbedarf zu decken.

4. Kapitalkosten und Bewertung

Die Kapitalkosten und der Entscheidungswert werden unmittelbar über die aus Risikoanalyse und Risikosimulation (Risikoaggregation) bestimmten Ertragsrisiken des Unternehmens abgeleitet und nicht basierend auf historischen Aktienrenditeschwankungen (Beta-Faktor).

a) Bestimmung des Ertragsrisikos

Als Ergebnisposition für die Bewertung wird der Ertrag herangezogen, d. h. die Ausschüttungen, die sich am ausschüttbaren Teil des Gewinns orientieren.

Zur Bestimmung des Variationskoeffizienten (V) als Maß des Ertragsrisikos wird der Gewinn vor Steuern herangezogen.²²

Aus Risikoanalyse und Risikosimulation erfolgt für den unsicheren Ertrag \tilde{Z} die Herleitung des Erwartungswerts $E(\tilde{Z})$ und der Standardabweichung als Maß für die Ertragsrisiken $\sigma(\tilde{Z})$, die Ertragsvolatilität. Daraus ergibt sich der bewertungsrelevante Variationskoeffizient für das Jahr 2018 (Beginn Fortführungsphase). Das Jahr 2017 wird als repräsentativ für den Risikoumfang in der Fortführungsphase angenommen. Unter Annahme eines gleichbleibenden Risikoprofils wird die Schwankung aus 2017 gemäß Umsatzwachstum (w) auf 2018 hochgerechnet.

$$V(\tilde{Z}) = \frac{\sigma(\tilde{Z}_{2017}) \cdot w_{2017}^{2018}(\tilde{Z})}{E(\tilde{Z}_{2018})} = \frac{5,6 \text{ Mio. €} \cdot 1,0}{11,8 \text{ Mio. €}} = 48,3\%$$

$$V(\tilde{Z}) = \frac{\sigma(\tilde{Z}_{2017}) \cdot w_{2017}^{2018}(\tilde{Z})}{E(\tilde{Z}_{2018})} = \frac{7,1 \text{ Mio. €} \cdot 1,0}{14,5 \text{ Mio. €}} = 49,7\%$$

b) Bestimmung risikogerechter Kapitalkosten

Die risikogerechten Kapitalkosten werden bestimmt über die Wertgleichheit der Risikozuschlagsmethode und der Sicherheitsäquivalenzmethode im repräsentativen Jahr durch Auflösen und aus dem Variationskoeffizienten der repräsentativen Periode (vgl. Abschn. II).²³

$$W(\tilde{Z}_{2018}) = \frac{E(\tilde{Z}_{2018})}{1+k} = \frac{E(\tilde{Z}_{2018}) - \lambda_{\sigma} \cdot \sigma(\tilde{Z}_{2018}) \cdot d}{1+r_f}$$

(1) risikogerechte Diskotierung über Risikozuschlag: $k=r_f+r_z$

(2) Sicherheitsäquivalent über Risikoabschlag vom Erwartungswert

$$k = \frac{1+r_f}{1-\lambda_{\sigma} \cdot V(\tilde{Z}) \cdot d} - 1 = \frac{1+3\%}{1-0,25 \cdot 48,3\% \cdot 0,5} - 1 = 9,6\%$$

$$k = \frac{1+r_f}{1-\lambda_{\sigma} \cdot V(\tilde{Z}) \cdot d} - 1 = \frac{1+3\%}{1-0,25 \cdot 49,7\% \cdot 0,52} - 1 = 10,1\%$$

Für die Bestimmung der risikogerechten (Eigen-)Kapitalkosten wird von einem breit im Markt investierten Investor ausgegangen (perfekte Diversifikation). Der Diversifikationsgrad, definiert als Anteil der zu tragenden Risiken des Unternehmens, wurde mit $d = 0,5$ bzw. $0,52$ bestimmt.²⁴

c) Bestimmung fundamentaler Ertragswert (Equity Value/Shareholder Value)

Der fundamentale Ertragswert wird mittels Ertragswertmethode zum 1.1.2017 bestimmt, wobei in der Größe i_T zur Berechnung des Terminal Values neben den Kapitalkosten (k) auch die Wachstumsrate und

21 Die Bestimmung der Kreditlinien bzw. des maximal verfügbaren Kreditrahmens erfolgt dynamisch über das Maximum aus sechsfachem EBITDA, dreifachem Eigenkapital und gemäß Sicherheiten (Sach- und Umlaufvermögen unter Berücksichtigung typischer Abschläge).

22 Und damit nicht z. B. den temporären Schwankungen aus Investitionen in das Umlaufvermögen unterliegen wie der Flow-to-Equity.

23 Die Bepreisung des Risikos erfolgt über das Sharpe Ratio $\lambda_{\sigma} = [E(r_m) - r_f] / \sigma(r_m)$, dem „Marktpreis für Risiko“, zudem ist der Risikodiversifikationsgrad d des Investors, das im CAPM der Korrelation zum Marktportfolio entspricht, zu berücksichtigen, s. Abschn. II. Annahmen: nachhaltiger risikoloser Zins $r_f = 3\%$, erwartete Marktrendite $E(r_m) = 8\%$, Volatilität Marktrendite $\sigma(r_m) = 20\%$. Aufgrund aktueller politischer Verzerrung des Zinssatzes wird der risikolose Zins als nachhaltiger Realzins (1%) plus EZB-Zielinflationrate (2%) bestimmt. Die Annahmen basieren auf eigenen Studien und Studien Dritter, s. z. B. Dimson/Marsh/Staunton, The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle, EFA 2006 Zurich Meetings Paper, abrufbar unter https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891620 (Abruf: 23.5.2017); Gleißner, WPg 2014, 258–264. Zur Herleitung der Formel s. Gleißner, WiSt 2011, 345–352, und zu den axiomatischen Grundlagen Dorfleitner/Gleißner, Journal of Risk 2018, im Erscheinen, abrufbar unter <https://ssrn.com/abstract=2967282> (Abruf: 1.6.2017).

24 Mit der Akquisition werden etwas mehr systematische Konjunkturrisiken übernommen. Zur Herleitung vgl. Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements, 3. Aufl. 2017, S. 401–404 und S. 543–550.

$$W(Z) = \frac{E(\tilde{Z}_{2017})}{1+k} + \frac{1}{1+k} \cdot \frac{E(\tilde{Z}_{2018})}{i_T} = 116 \text{ Mio. €}$$

$$W(Z) = \frac{E(\tilde{Z}_{2017})}{1+k} + \frac{1}{1+k} \cdot \frac{E(\tilde{Z}_{2018})}{i_T} = 136 \text{ Mio. €}$$

die Insolvenzwahrscheinlichkeit (p) erfasst werden. Letztere steigt, wie erwähnt, bei der Akquisition um 0,5%-Punkte an: Ohne Einsatz von Eigenkapital kann mit der Übernahme der fundamentale Ertragswert um 20 Mio. Euro gesteigert werden.

Tabelle 2: Gegenüberstellung wesentlicher Ergebnisgrößen der beiden Strategievarianten „Aufbau eigener Vertrieb“ und „Akquisition“

	Aufbau eigener Vertrieb	Akquisition	
Ertrag (erwartetes EBIT 2017, in Mio. Euro)	20,2	27,5	deutlicher Ertragsanstieg
Ertragsrisiko (Variationskoeffizient Ertrag)	48,3%	49,7%	leicht erhöhtes Risiko
Kapitalkostensatz (k)	9,6%	10,1%	
Rating 2018	BBB-	BB+	Rückgang um einen „Rating Notch“
Rating 2018 (Stressszenario)	BB	BB-	stabiles Rating
Wert (in Mio. Euro)	116	136	klare Wertsteigerung

5. Ergebnis der Strategiebeurteilung im Überblick

Mit der Akquisitionsstrategie kann im vorliegenden Beispiel ein höherer Wert als durch den Aufbau einer eigenen Vertriebsorganisation erzielt werden. Hierbei müssen eine leichte Erhöhung des Risikos und womöglich ein Verlust des Investmentgrade Ratings akzeptiert werden. Zu beachten ist zudem die nicht unwesentliche Wahrscheinlichkeit, 2018 die Covenants „Zinsdeckungsquote“ und „Leverage Ratio“ zu verletzen. Die Wahrscheinlichkeit einer bestandsgefährdenden Entwicklung gem. § 91 Abs. 2 AktG bleibt jedoch insgesamt auf einem akzeptierbaren Niveau.

Mit dieser Vorlage werden die Anforderungen des § 93 AktG erfüllt, um persönliche Haftungsrisiken zu vermindern: Angemessene Informationen bei der Vorbereitung von Vorstandsentscheidungen i. S. d. § 93 AktG liegen vor, insbesondere Informationen über die Veränderungen des Gesamtrisikoumfangs und des Ertrag-Risiko-Profiles.

IV. Instrumente zur praktischen Unterstützung der Bewertung und des Controllings der Strategie

Die obige Strategiebewertung wurde durchgeführt unter Einsatz einer Software. Diese Software für die Unterstützung von Entscheidungsvorbereitungen des Top-Managements verbindet u. a. eine integrierte Unternehmensplanung mit Risikoanalyse und Risikoaggregation (Monte-Carlo-Simulation) sowie Ratingprognose- und Unternehmensbewertungsmethodik. Aus der Analyse der Entscheidungssituation können unmittelbar die für die spätere erfolgreiche Umsetzung der Strategie maßgeblichen Werttreiber und Key-Performance-Indikatoren (KPI) abgeleitet werden. Für die Verbindung von strategischer Entscheidung und Strategieumsetzung, insbesondere durch das

strategische Controlling, empfiehlt sich ein strategisches Management- und Kennzahlensystem, das die Umsetzung der Strategie, für die sich die Unternehmensführung entschieden hat, unterstützt. Wesentlich ist hier die Operationalisierung strategischer Ziele durch Kennzahlen, die zu einem großen Teil schon in der Strategiebewertung berücksichtigt wurden. In Anlehnung an die Idee der Balanced Scorecard kann zudem kontinuierlich die Umsetzung der Maßnahmen zur Realisierung der gesetzten strategischen Ziele verfolgt werden („Management Cockpit“). Die Überwachung der Entwicklung dieser Zielgrößen und der zur Umsetzung vereinbarten Maßnahmen sind die Eckpfeiler eines strategischen Controllings.

V. Zusammenfassung

1. Die Beurteilung der Auswirkungen einer strategischen Handlungsoption erfordert Bewertungsverfahren, die das Ertrag-Risiko-Profil der bestehenden Handlungsoptionen vergleichen.
2. Ausgehend von einer quantitativen Analyse und Aggregation von Risiken sind Verfahren für die Strategiebeurteilung notwendig, die die Implikationen aus der Perspektive der Eigentümer (risikogerechter Unternehmenswert) und der Gläubiger (Ratingprognose) zeigen. Die Zukunft wird – auch im Hinblick auf Chancen und Gefahren (Risiken) – oft durch strategische Entscheidungen deutlich anders aussehen als die Vergangenheit.
3. Entsprechend ist es notwendig, ausgehend von den betrachteten Risiken sowie deren Aggregation mittels stochastischer Simulation auf risikogerechte Kapitalkosten und damit den Unternehmenswert zu schließen.
4. Bei einer Akquisitions-Strategie ist insbesondere der Unternehmenswert einschließlich des Target-Unternehmens (inklusive Wirkungen von unsicherer Synergie und Akquisitionsfinanzierung) mit dem Unternehmenswert in der „Basisfall-Strategie“ zu vergleichen. Eine Bewertung des Target-Unternehmens „Stand alone“ ist nicht aussagefähig.
5. Die Strategiebewertung ist ein wichtiges, bisher unterschätztes Anwendungsfeld für Methoden der Unternehmensbewertung insbesondere zur Vorbereitung von Managemententscheidungen sowie im Rahmen des strategischen Controllings. Notwendig sind hier die (semi-)investitionstheoretischen Bewertungsverfahren, die nicht auf der Annahme vollkommener Märkte und historischer Aktienrenditeanalysen (Beta-Faktor) basieren, sondern das Ertrag-Risiko-Profil von Handlungsoptionen vergleichen.

Prof. Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen und Honorarprofessor für BWL, insbes. Risikomanagement, an der TU Dresden.



Susann Ihlau, WP/StB, ist Partnerin bei Roever Broenner Susat Mazars GmbH & Co. KG am Standort Düsseldorf. Sie hat ihre berufliche Laufbahn 1994 begonnen und ist bei MAZARS für den Bereich Unternehmensbewertungen verantwortlich.

