

Veröffentlicht in

BOARD

Heft 5/2017

Gleißner, W. (2017):

„Risiko und Unternehmenswert – eine Einführung“,
S. 203 – 206

Mit freundlicher Genehmigung der
Bundesanzeiger Verlag GmbH, Köln

www.bundesanzeiger-verlag.de

Risiko und Unternehmenswert – eine Einführung



Prof. Dr. Werner Gleißner,¹ FutureValue Group AG (Vorstand), TU Dresden (BWL, insb. Risikomanagement)

Vorstände und Aufsichtsräte unterschätzen noch häufig die zentrale Bedeutung der betriebswirtschaftlichen Methoden für eine quantitative Risikoanalyse und risikogerechte Bewertung. Sie sind jedoch bei einer nicht sicher vorhersehbaren Zukunft notwendig, um Entscheidungen z.B. bezüglich Investitionen, Akquisitionen oder Strategieveränderung (Stichwort: Digitalisierungsstrategie) fundiert vorbereiten zu können. Mit § 93 Aktiengesetz (Business Judgement Rule) fordert auch der Gesetzgeber Entscheidungsvorlagen basierend auf „angemessenen Informationen“, wobei zu dieser Informationsmenge natürlich gerade die Ergebnisse einer Risikoanalyse zu zählen sind. Methoden zur Beurteilung des Ertrag-Risiko-Profiles verschiedener Handlungsmöglichkeiten nennt man „Bewertungsverfahren“. Nachfolgend wird der Zusammenhang zwischen den Ertragsrisiken als Erfolgsmaßstab (Performancemaß) erläutert. Dabei wird auch gezeigt, dass die heute in der Praxis noch oft vorzufindenden „kapitalmarktorientierten“ Bewertungsverfahren (z.B. auf Grundlage des Capital Asset Pricing Models, CAPM) für die Entscheidungsvorbereitung, z.B. also die Investitions- oder Strategiebewertung, völlig ungeeignet sind.

I. Bewertung bedeutet Unsicherheitstransformation

Die Bewertung von Unternehmen (oder auch Investitionen) wäre einfach, wenn die zukünftigen Cashflows sicher und bekannt wären. Bewertungsprobleme treten immer dann auf, wenn einem Wirtschaftssubjekt eine (unsichere) Zahlung nicht unentgeltlich zufließt, sondern es diese kaufen und damit einen maximal akzeptablen Kaufpreis (Grenzpreis oder Entscheidungswert) bestimmen muss. Es ist geradezu die zentrale Herausforderung von Bewertungsverfahren, unsichere Zahlungsströme² auf eine leicht interpretierbare (reelle) Kennzahl zu transformieren, den Wert. Der Wert soll – in einer zu präzisierenden Weise – äquivalent sein zur unsicheren Zahlung.

¹ E-Mail: kontakt@FutureValue.de; www.FutureValue.de, www.werner-gleissner.de.

² Im folgenden Text wird hierbei nicht zwischen Risiko und Ungewissheit unterschieden, da auch Ungewissheit – z.B. über das Laplace-Prinzip – in Risiko (quantifizierte Wahrscheinlichkeitsverteilung) überführt werden kann, vgl. Sinn, Ökonomische Entscheidungen bei Ungewissheit, 1980.

Anders als bei vielen quasi-deterministischen (einwertigen) Bewertungsverfahren üblich, ist es die zentrale Aufgabe einer Unternehmensbewertung, das Ertragsrisiko (bzw. Cashflow-Volatilität) eines Unternehmens zu quantifizieren und dessen Implikation für den Unternehmenswert aufzuzeigen. Eine Erfassung des bewertungsrelevanten Risikos alleine über den aus meist historischen Aktienrenditeschwankungen abgeleiteten Beta-Faktor des Capital Asset Pricing-Modells (CAPM) ist unzureichend.

Die Quantifizierung von Chancen und Gefahren (Risiken) der Cashflows und Erträge eines Unternehmens und ihrer Auswirkungen auf den Unternehmenswert ist ein zentraler Aspekt jeder Unternehmensbewertung, weil diese den Erwartungswert der Cashflows und Erträge beeinflussen, die Insolvenzwahrscheinlichkeit bestimmen, die selbst den Erwartungswert und dessen zeitliche Entwicklung in der Fortführungsphase beeinflusst,³ und einen wesentlichen Einflussfaktor

³ Vgl. Gleißner, WPG Heft 17/2015, S. 908–919.

INHALT

- I. Bewertung bedeutet Unsicherheitstransformation
- II. Unternehmenswert vs. Wert der Aktien
- III. Wert und Bewertung – methodische Grundlagen
- IV. Insolvenzrisiko als weiterer Werttreiber
- V. Fazit und Implikationen für die Praxis

Keywords

Kapitalkosten; Risiko; Strategiebewertung; Unternehmensbewertung

auf den Diskontierungszinssatz (Kapitalkostensatz) darstellen.

II. Unternehmenswert vs. Wert der Aktien

Zu beachten ist, dass es bei der Unternehmensbewertung letztlich um die Bewertung unsicherer Zahlungsströme – und damit um die Risiken dieser Zahlungsströme – geht. Es soll nachfolgend besonders dafür sensibilisiert werden, dass der in der Bewertungspraxis übliche Weg der Abschät-

zung des Risikoumfangs basierend auf (historischen) Aktienrenditen oft nur als ein unzureichendes Näherungsverfahren aufgefasst werden kann. Lediglich unter den sehr restriktiven Annahmen eines vollkommenen Kapitalmarkts und der Proportionalität der Schwankungen von Cashflows und Aktienrenditen führt eine Bewertung basierend auf Risikoinformationen über die unsicheren Zahlungen und eine Bewertung auf Grundlage der Aktienkursrisiken zum gleichen Ergebnis.

Ohne Kenntnis der Chancen und Gefahren (Risiken) eines Unternehmens kann man weder die in Bewertungsstandards (wie im IDW S1) geforderte „Erwartungstreue“ der Planung überprüfen noch die Repräsentativität historischer Aktienrenditeschwankungen für die bewertungsrelevanten Unsicherheiten der zukünftigen Zahlungsströme eines Unternehmens beurteilen. Für einen langfristig orientierten Investor sind zudem temporäre Aktienrenditeschwankungen irrelevant – er übernimmt Ertragsrisiken.

Infolgedessen kann es hilfreich sein, klar zu unterscheiden zwischen einer „Unternehmensbewertung im engeren Sinn“ (die sich mit den zu bewertenden Cashflows und ihren Risiken befasst) und einer „Aktienbewertung“, bei der das Risiko (der Aktionäre) durch schwankende Aktienkurse (Aktienrenditen) beschrieben wird.⁴

Ein Aktionär, der lediglich einen kleinen Anteil an einem Unternehmen hält, hat bewertungsrelevante Risiken durch unsichere Dividenden und Kursschwankungen. Der Minderheitsaktionär hat insb. keinen direkten Zugriff auf die freien Cashflows des Unternehmens. Für einen kurzfristig engagierten Aktieninvestor wird Rendite und Risiko sogar im ganz wesentlichen Umfang nur durch die

Investitionsdauer	Ertrag und Risiko aus ...	Risikoquantifizierung durch	Aufgabenstellung
„kurz“	Verkaufspreis (Aktienkursrendite)	Statistische Analyse von Aktienrenditen (wie im CAPM)	„Aktienbewertung“
„mittel“	Unsichere freie Cashflows und Verkaufspreis (EXIT-Preis)	Simulationsmodell: Cashflow und unsicherer EXIT-Preis	„PE-Bewertung“ „VC-Bewertung“
„lang“	Unsichere freie Cashflows des Unternehmens	Simulationsmodell: Wahrscheinlichkeitsverteilung der Cashflows	„Unternehmensbewertung“

Abb. 1: Aktien- vs. Unternehmensbewertung

Kursbewegungen (Preisschwankungen) bestimmt.

Betrachtet man dagegen ein „komplettes“ Unternehmen und bewertet dies aus Sicht eines dauerhaft engagierten Miteigentümers, sind für diesen offenkundig die (unsicheren) zukünftigen (freien) Cashflows bzw. die Erträge für die Unternehmensbewertung relevant. Kurz- bis mittelfristig engagierte Eigentümer eines Unternehmens (z.B. Private Equity-Gesellschaften) werden bei der Bewertung den unsicheren zukünftigen Verkaufspreis (Exit-Preis) im Kalkül haben. Dieser ist in Anbetracht der in der Praxis gebräuchlichen Multiple-Bewertungsverfahren abhängig von den unsicheren zukünftigen Cashflows (oder EBITDA oder EBIT) und dem ebenfalls unsicheren zukünftigen Bewertungsniveau (ausgedrückt durch ein Multiple). Für einen Dauerinvestor sind Schwankungen der Bewertungsniveaus und der realisierbaren Preise eines Unternehmens (anteils) irrelevant. Er kauft letztlich einen unsicheren Cashflow- bzw. Ertrags-Strom. Der Umgang mit Unsicherheit und Risiko in der Bewertung erfordert eine sachgerechte und differenzierte Abgrenzung und Messung des bewertungsrelevanten Risikos.

Zwischenfazit: Unternehmensbewertung im eigentlichen Sinn bedeutet die Bewertung eines (unsicheren) Cashflow- bzw. Ertrags-Stroms, und damit die Berücksichtigung der

Cashflow-Risiken (Ertragsrisiken). Aus dieser Perspektive ist die bekannte Renditegleichung des Capital Asset Pricing-Modells (CAPM) ein „Aktienbewertungsmodell“, aber kein Bewertungsmodell für die unsicheren Cashflows eines Unternehmens. Die Anwendung des CAPM erscheint aus dieser Perspektive am ehesten für die Bewertung von Aktien geeignet, da Erträge und Risiken von Aktien maßgeblich von Aktienkursschwankungen bestimmt werden. Wenn man aber die aus einem kompletten Unternehmen resultierenden unsicheren Zahlungen (Cashflows) bewerten möchte, benötigt man eben auch Cashflow-basierte Bewertungsansätze,⁵ um z.B. Strategievarianten zu vergleichen. Nur unter den restriktiven Prämissen eines vollkommenen Kapitalmarkts und speziell einer perfekten Korrelation zwischen Aktienrenditen und künftigen Cashflows stimmen „Aktienbewertungen“ und „Unternehmensbewertungen“ überein. In einem unvollkommenen Kapitalmarkt und für die Entscheidungsvorbereitung ist daher für eine Unternehmensbewertung eine Risikoanalyse der Cashflows nötig. Man muss Ertrag-Risiko-Profile der Handlungsmöglichkeit anhand des Unternehmenswerts als Entscheidungskriterium vergleichen.

4 Vgl. Gleißner/Kniest, BewP 2011, 24 und Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a AktG 2013.

5 Vgl. Ballwieser, BFuP 1981, S. 97–114; und weiterführend Spremann, Valuation 2004; Gleißner/Wolffrum, FB Heft 9/2008, S. 602–614.

III. Wert und Bewertung – methodische Grundlagen

Der (sichere) Wert einer unsicheren Zahlung eines Unternehmens ergibt sich bei den in der Praxis üblicherweise genutzten Bewertungsansätzen – wie dem Ertragswertverfahren – als Summe der mit diesen risikoadäquaten Kapitalkostensätzen k diskontierten zukünftig erwarteten Zahlungen G^e (Ertrag, freier Cashflow).⁶

In der Praxis dominiert die sog. Risikozuschlagsmethode, bei der für die Bestimmung des Werts der Zahlung der risikolose Zinssatz (r_f) um einen Risikozuschlag (r_z) erhöht wird, der sich als Produkt von Risikomenge, gemessen durch ein geeignetes Risikomaß R und den „Preis für eine Einheit Risiko“, λ , beschreiben lässt (der Diskontierungszinssatz k ist also $r_f + r_z$).

Eigenkapitalkosten werden noch oft aus historischen Aktienrenditen mittels CAPM (Capital Asset Pricing-Modell), d.h. in Abhängigkeit des Beta-Faktors (β), als Maß für das systematische (unternehmensübergreifende) Risiko, r_f als risikoloser Zins und r_m der erwarteten Rendite des Marktportfolios (operationalisiert meist als Aktienindex) berechnet.

Soll mit einem Diskontierungszinssatz k bewertet werden, lässt sich dieser statt aus Aktienrenditeschwankungen („Beta“) aber auch leicht direkt aus dem Risiko der Erträge oder Cashflows ableiten. So gilt z.B. für die Standardabweichung σ_G als Risikomaß:

$$(1) \quad k = \frac{1+r_f}{1-\lambda \cdot \frac{\sigma_G}{G^e} \cdot d} - 1 \approx r_f + \lambda Vd$$

G^e ist der Erwartungswert der Erträge und V der sogenannte Varia-

tionskoeffizient,⁷ der die „üblichen“ Ertragschwankungen in % der Erträge ausdrückt (Standardabweichung/Erwartungswert). Der aus dem Rendite-Risiko-Profil der Alternativenanlagen am Kapitalmarkt abgeleitete „Marktpreis des Risikos“ λ (Sharpe Ratio) liegt bei 0,25 und d bei ca. 0,5 (Diversifikationsfaktor). Die Gleichung zeigt: Mehr bewertungsrelevante Ertragschwankungen führen zu höheren Anforderungen an die Rendite (Kapitalkosten) und zu höherem Bedarf an teurem Eigenkapital. Man erhält folgende Faustregel: 10 % mehr Ertragschwankung erhöht die Kapitalkosten um ca. 1,3 %.

Die Ableitung der Bewertungsgleichungen basiert auf einem Risiko-Wert-Modell und der Methode der „unvollkommenen Replikation“ des zu bewertenden Zahlungsstroms (ein sogenannter „semi-investitionstheoretischer“ Bewertungsansatz). Dabei wird aus Alternativenanlagen (z.B. ein Marktportfolio) mit bekanntem Wert ein Portfolio gebildet, das dem Bewertungsobjekt in Erwartungswert und Risikomaß der Erträge (Zahlungen) entspricht. Es wird von einer zentralen Annahme ausgegangen: Gleiches Risikomaß (R) und gleicher Erwartungswert von Zahlungen zum gleichen Zeitpunkt implizieren einen identischen Wert. Es wird also ein (μ, R) -Entscheidungskriterium unterstellt, was das (μ, σ) -Prinzip⁸ des CAPM als Spezialfall einschließt.

Simulationsbasierte Bewertungsverfahren nutzen Informationen aus der Risikoanalyse, z.B. des Risikomanagements, bei der Berechnung von V bei der Entscheidungsvorbereitung. Bei diesen Verfahren werden die Wirkungen der Einzelrisiken des Unternehmens oder einer Beteiligung (unter Beachtung von stochastischen Abhängigkeiten) den entsprechenden

Posten der Plan-GuV und Plan-Bilanz zugeordnet („stochastische“ oder mehrwertige Planung). Solche Risikowirkungen (z.B. Umsatzenschwankungen) werden durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen beschrieben (z.B. durch eine Normalverteilung oder Dreiecksverteilung). In unabhängigen Simulationsläufen werden viele Tausend Zukunftsszenarien durchgespielt. Die Gesamtheit aller Simulationsläufe liefert eine „repräsentative Stichprobe“ aller möglichen risikobedingten Zukunftsszenarien von GuV und Bilanz. Aus den ermittelten Realisationen der Zielgrößen ergeben sich aggregierte Häufigkeitsverteilungen, z.B. der Cashflows.⁹ Ausgehend von der durch die Simulation ermittelten Häufigkeitsverteilung der Gewinne oder Cashflows kann man unmittelbar und konsistent zur Planung auf das gewählte Risikomaß, z.B. deren Variationskoeffizient V oder den Value at Risk (Eigenkapitalbedarf) schließen. Das so mittels Simulation bestimmte Risikomaß fließt z.B. über k aus Gleichung (1) in die Bewertung ein – daher spricht man auch von „simulationsbasierter Bewertung“.

IV. Insolvenzzisiko als weiterer Werttreiber

Zu beachten ist, dass die systematischen und unsystematischen Risiken über die Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating) den Wert auch indirekt beeinflussen. Entgegen der üblichen Annahme existieren Unternehmen nicht ewig.

Der Fortführungswert (Termal Value) eines Unternehmens mit erwartetem Ertrag G^e ergibt sich bei Wachstumsrate $w = 0$:¹⁰

$$(2) \quad W = \frac{G^e (1-p)}{k+p}$$

Die Insolvenzwahrscheinlichkeit p wird zu den Kapitalkosten k addiert und wirkt in der Fortführungsphase

7 Der Eigentümer trägt wegen der Diversifikationsmöglichkeit oft nur einen Teil der Ertragsrisiken. Zu Werten für den Variationskoeffizient deutscher Unternehmen im DAX in der Bandbreite von ca. 0,2 (adidas, Henkel, SAP, Linde, Fresenius) bis 0,6 (Lufthansa) siehe Gleißner, BewP Heft 2/2016, S. 60–70.

8 μ ist ein Symbol für den Erwartungswert $E()$ bzw. – hier – G^e .

9 Vgl. Gleißner, FB Heft 7-8/2002, S. 417–427 und Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements, 3. Aufl. 2017.

10 Vgl. Gleißner, WPg Heft 14/2010, S. 735–743; Gleißner, BewP Heft 2/2017, S. 42–51.

6 Hier werden vereinfachend konstante Kapitalkosten angesetzt und von möglicherweise negativen Zahlungen abstrahiert.

auf dem Wert wie eine „negative Wachstumsrate“. Sie ist aber keine Risikoprämie eines „Insolvenzrisikos“. Die Insolvenzwahrscheinlichkeit in der Terminal Value-Formel (2) ist auch dann zu berücksichtigen, wenn die Möglichkeit einer Insolvenz in der Detailplanungsphase und damit im Erwartungswert der Erträge oder Cashflows zu Beginn der Terminal Value Phase bereits berücksichtigt wurde. Sie erfasst nämlich nur den Sachverhalt, dass dieser (bedingte) Erwartungswert ceteris paribus in der Fortführungsphase von Periode zu Periode sinkt. Die Überleitung der von Unternehmen erstellten „Going-Concern-Planung“ auf Erwartungswerte ist notwendig, weil die meistens zum Zweck der Unternehmenssteuerung erstellten Planungen von der weiteren Existenz des eigenen Unternehmens ausgehen (und damit Insolvenzszenarien vernachlässigen, was bei einer kritischen Analyse der Planung auch leicht belegt werden kann).

Der Unternehmenswert wird durch die Insolvenzwahrscheinlichkeit und ihre Determinanten, wie Ertragskraft, Risikodeckungspotenzial und Ertragsrisiko beeinflusst. Zu empfehlen ist eine konsistente, simultane, simulati-
onsbasierte Ableitung der Insolvenz-

wahrscheinlichkeit (Rating) und des Wertes jeder Handlungsoption – unter Berücksichtigung der Implikationen, der Insolvenzwahrscheinlichkeit eben für diesen Wert.

Für die Entscheidungsvorbereitung und Strategiebewertung benötigt man zwei Bewertungen: für den Status quo des Unternehmens und die möglichen Handlungsalternativen (z.B. mit einer großen Investition).

V. Fazit und Implikationen für die Praxis

Die wesentlichen betriebswirtschaftlichen Instrumente für die fundierte Vorbereitung von Entscheidungen des Vorstands und speziell auch für die „zustimmungspflichtigen Geschäfte“ des Aufsichtsrats sind Risikoanalyse und risikogerechte Bewertung. In Anbetracht vielfältiger Chancen und Gefahren (Risiken) einer nicht sicher vorhersehbaren Zukunft benötigt der Entscheider Transparenz über die bestehenden Einzelrisiken und dem aggregierten Gesamtrisikoumfang. Der Risikoquantifizierung basierend auf (historischen) Aktienrenditen, wie sie üblicherweise bei Ableitung von Kapitalkosten durch das CAPM erfolgt, liegt

ein völlig anderes Risikoverständnis zugrunde. Hier werden die Risiken eines (kurzfristig engagierten) Aktionärs betrachtet, dessen Risiken sich im Wesentlichen aus unsicheren Aktienkursschwankungen ergeben. Das Abwägen von Ertrag und Risiko, d.h. die Beurteilung des Ertrag-Risiko-Profiles, erfordert die Methoden einer risikogerechten Bewertung (z.B. Strategie- oder Investitionsbewertung). Traditionelle kapitalmarktorientierte Bewertungsverfahren sind ungeeignet, weil sie die Implikationen der Ertragsrisiken und auch des Insolvenzrisikos nicht adäquat erfassen. Für eine gezielte Verbesserung des Ertrag-Risiko-Profiles (mit seinen empirisch belegten erheblich positiven Auswirkungen auch auf die Aktienkursentwicklung¹¹) müssen in vielen Unternehmen – im Zusammenspiel zwischen Controlling und Risikomanagement – moderne Verfahren einer risikogerechten Bewertung mit einer klaren Ausrichtung auf die Entscheidungsvorbereitung implementiert werden. Bewertung heißt Ertrag und Risiko abzuwägen.

¹¹ Siehe Walkshäusl, CF biz Heft 3/2013, S. 119–123.

**HAUFE.
AKADEMIE**

Alles wird leicht.

1-tägiges Seminar für Vorstände und Aufsichtsräte

Kompetenzen und Pflichten von Vorstand und Aufsichtsrat Haftungsrisiken erkennen und vermeiden

Die Zeiten sind rauer geworden. In einem von Komplexität und Dynamik geprägten Umfeld steigen die Anforderungen an Vorstände und Aufsichtsräte ständig. Zugleich nehmen die Haftungsrisiken kontinuierlich zu. Begegnen Sie diesem Dilemma, indem Sie sich fundiertes Wissen über Rechte, Pflichten und Haftungsrisiken aneignen, die mit Ihrer Position als Organmitglied verbunden sind.

Inhalte

- Gesellschaftsrechtliche Grundlagen
- Der Vorstand
- Der Aufsichtsrat
- Zusammenarbeit von Vorstand und Aufsichtsrat
- Haftungsrisiken und Strategien zur Haftungsvermeidung

Termine und Orte:

08.01.18 | Berlin 07.03.18 | Schloss Bensberg/Nähe Köln

Mehr Informationen unter:

www.haufe-akademie.de/29.08