

Veröffentlicht in
ZfCM | Controlling & Management
Heft 3 / 2011

„Risikogerechte Beteiligungsbewertung – Die Bedeutung von
Wertanalyse im gesetzlichen Kontext“
S. 158 – 164

Mit freundlicher Genehmigung der
Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH

(www.zfcm.de)

Werner Gleißner/Alexander Lenz/Thomas Tilch

Risikogerechte Beteiligungsbewertung

Die Bedeutung von Wertanalysen im gesetzlichen Kontext

Autoren



Dr. Werner Gleißner

Vorstand FutureValue Group AG, Leinfelden-Echterdingen, Spezialist für die Entwicklung betriebswirtschaftlicher Methodery z. B. für Rating, Risikomanagement und wertorientierte Steuerung. E-Mail: kontakt@FutureValue.de, www.FutureValue.de, www.werner-gleissner.de.



Dr. Alexander Lenz

StB, ist Prokurist bei PricewaterhouseCoopers am Standort Düsseldorf. Neben Projektleitungsfunktionen im Kontext von Jahresabschlussprüfungen widmet er sich insbesondere Beratungsaufgaben in den Themenfeldern Controlling, Planungsprozesse und Risikomanagement.



Thomas Tilch

ist Partner bei PricewaterhouseCoopers am Standort Düsseldorf. Er besitzt langjährige Beratungserfahrung sowohl bei industriellen Großunternehmen als auch bei mittelständischen Mandanten. Seine fachlichen Tätigkeitsschwerpunkte liegen in den Themenfeldern Controlling, Planungsprozesse und Risikomanagement.

Problemstellung

In weiten Teilen der Unternehmenspraxis wird der Ausrichtung der Unternehmensstrategie auf den Shareholder Value grundlegende Bedeutung beigemessen. Hierzu werden wertorientierte Steuerungskonzepte im Rahmen eines ganzheitlichen „Value Based Management“ eingesetzt. Die Grundlage dieses Managementansatzes bildet eine Wertanalyse der Geschäftsfelder und Beteiligungen auf der Basis des Kapitalwertkalküls.

Wie im folgenden Beitrag aufgezeigt wird, stellt der Einsatz wertorientierter Steuerungs- und Analysekonzepte in Gestalt eines Value Based Management eine Möglichkeit dar, einer Vielzahl von Gesetzspflichten des Handels- und Gesellschaftsrecht in Gestalt eines einheitlichen, konzeptionellen Rahmengerüsts proaktiv zu begegnen und hierüber die Grundlage für eine angemessene, risikoorientierte Corporate Governance zu legen. Elementare Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass der Wertbetrachtung zugrundeliegende methodische Ansatz Risikoaspekte sachgerecht abbildet. Vor diesem Hintergrund ist es die Zielsetzung der sich anschließenden Ausführungen, einen für die Unternehmenspraxis handhabbaren Ansatz für eine zugleich wert- und risikoorientierte Unternehmens-, Geschäftsbereichs- oder Beteiligungsüberwachung zu skizzieren und in diesem Kontext zu untersuchen, inwiefern die hierfür zu leistende Wertanalyse auf Daten eines im Rahmen der externen Rechnungslegung etablierten Verfahrens, des Goodwill Impairment Tests, aufbauen kann.

Dabei wird insbesondere auf die Anwendung für eine risikogerechte Bewertung und Performancemessung im Kontext des Beteiligungscontrollings eingegangen.

Gesetzliche Anknüpfungspunkte zum Value Based Management

Die Wertanalyse als Grundlage des Value Based Management im Bezugsfeld des Shareholder Value-Kalküls

Der Ausgangspunkt des Shareholder Value-Ansatzes (SVA) konstituiert sich in der grundsätzlichen Überzeugung, dass die Maximierung des Werts des Unternehmens sowie die Sicherung von Dividendenzahlungen die primäre Zielsetzung des

- Bewertungsverfahren (Wertanalysen) sind methodische Grundlage für die interne Unternehmenssteuerung und die externe Rechnungslegung (z. B. Impairment-Test gemäß IAS 36). Darüber hinaus helfen sie zugleich, gesetzliche Anforderungen z. B. bezüglich der Risikofrüherkennung nach § 91 Abs. 2 AktG zu erfüllen.
- Für interne Steuerungszwecke, z. B. im Beteiligungscontrolling, ist für eine risikogerechte Bewertung die Nutzung unternehmensintern verfügbarer Informationen über die zukünftigen Risiken sinnvoll – oft gar nicht verfügbare historische Aktienrenditen sind zur Bestimmung risikogerechter Werte damit nicht erforderlich.
- Die risikogerechte Bewertung von Beteiligungen für interne Steuerungsaufgaben fußt auf simulationsbasierten Bewertungsverfahren. Mittels Monte-Carlo-Simulation und der Verknüpfung von Planung und Risikoanalyse wird die Bandbreite (Häufigkeitsverteilung) der zukünftigen unsicheren Cashflows berechnet. Anschließend wird die aggregierte Risikoinformation in einen risikogerechten Wert (z. B. über ein Sicherheitsäquivalent) umgesetzt.
- Risikogerechte Bewertung und Performancemessung erfordern eine Verknüpfung von Risikomanagement (Risikoanalyse) und Beteiligungscontrolling.

Managements sein sollte (vgl. Rappaport, 1986, S.1).

Der Shareholder Value (SV) wird auf Basis des Kapitalwertkriteriums über die Diskontierung prognostizierter Erfolgsgrößen ermittelt und ist als Erfolgsmaßstab (Performancemaß) zu interpretieren. Charakteristisches Merkmal der in diesem Kontext durchzuführenden Wertanalyse ist die integrative Zusammenführung der Unternehmens- respektive Geschäftsbereichsbewertung mit der strategischen Planung (vgl. Hachmeister, 1995, S. 6 ff.).

Die Umsetzung des Value Based Management-Modells betrifft alle Aspekte eines Unternehmens, speziell auch das Beteiligungscontrolling. Bei Anwendung der Methoden und Prinzipien des Value Based Managements im Beteiligungscontrolling spricht man von einem „wertorientierten Beteiligungscontrolling“ (vgl. Dreher, 2010).

Verzahnung der Risikofrüherkennung nach § 91 Abs. 2 AktG mit der Wertanalyse

Marktwertvernichtende Unternehmen werden in einem kapitalmarktwirtschaftlichen Kontext auf Dauer nicht überlebensfähig sein. Mit der Orientierung am Marktwert wird damit auch eine Entscheidung über den Fortbestand des Unternehmens getroffen (vgl. Hachmeister, 1995, S. 16).

Die Wertanalyse kann aus diesem Blickwinkel einen Beitrag zur realitätsnahen Beurteilung der nachhaltigen Bestandssicherung leisten und so die Gläubigersicht durch eine Ratingprognose ergänzen. Sie ermöglicht eine wertgebundene Beurteilung der Unternehmensentwicklung vor dem Hintergrund der Eigentümerinteressen, zeigt hierüber Mindestbedingungen zur Insolvenzprophylaxe auf und kann insofern im Bereich der Früherkennungsmaßnahmen nach § 91 Abs. 2 AktG Anwendung finden (vgl. Pritzer, 1999; Gleißner, 2000 und Lenz, 2004). Die Wertanalyse, verstanden als Teilelement der Früherkennungsmaßnahmen i. S. d. § 91 Abs. 2 AktG zielt in diesem Kontext auf die Aufdeckung sämtlicher Tatbestände und Entwicklungen, die über eine Beeinträchtigung der Erfolgspotenziale mittel- bis langfristig bestandsgefährdendes Ausmaß erlangen können und sich in der Konsequenz wertmäßig in der Performancemessung auf der Basis des Kapitalwertkalküls manifestieren. Anwendungsgegenstand kann das Gesamtunternehmen, ein Geschäftsfeld oder eine Beteiligung sein.

Wertorientierte Unternehmensüberwachung gemäß § 111 Abs. 1 AktG durch den Aufsichtsrat

Nach ganz überwiegender Meinung im Schrifttum und gefestigter Rechtsprechung ist es gemäß § 111 Abs. 1 AktG die oberste Aufgabe des Aufsichtsrats, die dem Vorstand gesetzlich auferlegten Geschäftsführungspflichten zu überwachen (vgl. statt vieler Thümmel, 1998, S.100). Die Geschäftsführung als funktionales Bezugsobjekt der Überwachungspflicht nach § 111 Abs. 1 AktG umfasst sowohl die strategische als auch die operative Unternehmensführung.

Im Falle der unternehmenspolitischen Zugrundlegung des Value Based Management Ansatzes durch die Geschäftsführung ergibt sich die Möglichkeit (und implizit auch die Verpflichtung), die Aufsichtsratsüberwachung an die (zukunftsorientierte) Wertanalyse anzulehnen.

Erklärung zur Unternehmensführung nach § 289a Abs. 2 HGB

Im Zuge der Umsetzung des BilMoG wird gemäß § 289a Abs. 2 HGB für börsennotierte Aktiengesellschaften eine so genannte „Erklärung zur Unternehmensführung“ verpflichtend werden. Hierin sollen nach Gesetzeswortlaut u. a. Angaben des Vorstands zu relevanten Unternehmensführungspraktiken, die über die gesetzlichen Vorschriften hinaus angewandt werden sowie eine Beschreibung der Arbeitsweise von Vorstand und Aufsichtsrat erfolgen.

In diesem Kontext wesentliche, die Unternehmensführung prägende Elemente sind unzweifelhaft wertorientierte Steuerungskonzepte in Gestalt eines ganzheitlichen „Value Based Management“. So ist bei Erklärung einer am Shareholder-Value-Kalkül orientierten Unternehmenssteuerung gemäß § 289a Abs. 2 HGB auch die Bekenntnis zu einem wertorientiertem Risikomanagement einzufordern.

Die Module der Wertanalyse stellen insofern zugleich Mindestanforderungen an die Sorgfaltspflichten von Vorständen börsennotierter Gesellschaften dar, die im Rahmen ihrer Erklärung zur Unternehmensführung nach § 289a HGB ein ganzheitliches „Value Based Management“ als Leitmaxime formulieren.

Der Goodwill Impairment Test nach IAS 36
Über IFRS 3 („Business Combinations“) sowie die hiermit korrespondierenden Standards IAS 36 und IAS 38 wird die Behandlung des Goodwill im Rahmen der

externen Rechnungslegung nach IFRS grundlegend geregelt und insbesondere eine Bewertung im Rahmen eines Impairment Tests gefordert.

Eine Brücke zu der im Rahmen eines Value Based Management (und speziell bei einem wertorientierten Beteiligungscontrolling) durchzuführenden Wertanalyse in der oben beschriebenen Gestalt ist besonders naheliegend, was im Folgenden vertiefend betrachtet wird.

Die Goodwill Impairment Test-Daten nach IAS 36 als potenzielle Datenbasis für interne Überwachungszwecke

Der Goodwill Impairment Test – Konzeption und methodisches Vorgehen

Bestimmte Vermögenswerte müssen nach den Grundsätzen des IASB unabhängig von dem Vorliegen entsprechender Anzeichen regelmäßig (mindestens einmal jährlich) einer Werthaltigkeitsprüfung (Impairment Test) unterzogen werden. Hierzu zählt u. a. ein Geschäfts- oder Firmenwert (Goodwill), der im Rahmen eines Unternehmenszusammenschlusses erworben wurde. Auf dieser bewertungstechnischen Bezugsebene für den Goodwill Impairment Test ist im Rahmen der Folgebewertung (mindestens) jährlich eine „kleine Unternehmensbewertung“ durchzuführen (vgl. hierzu näher folgenden Abschnitt sowie Haaker, 2005, S. 351, sowie Lenz/Tilch, 2008).

Die durchzuführende Werthaltigkeitsprüfung lässt sich im Detail in die folgenden Schritte untergliedern:

a) Identifikation der für die Bewertung relevanten Cash Generating Units (CGU)

Eine CGU bzw. eine Gruppe von CGU manifestiert sich gemäß IAS 36.6 i. V. m. IAS 36.80 ff. aufgrund folgender Kriterien als bewertungstechnisches Bezugsfeld der Impairment-Betrachtung (vgl. auch Brücks/Kerkhoff/Richter, 2005, S. 2; Hachmeister/Kunath, 2005, S. 69):

- Fähigkeit, unabhängig von anderen Vermögenseinheiten Cashflows zu generieren.
- Repräsentation derjenigen Ebene im Unternehmensbereich, die die niedrigstmögliche Aggregationsstufe zur Bildung einer CGU darstellt.
- Verwendung als Bezugsobjekt des internen Berichtswesens zum Monitoring des Goodwill.

b) Bestimmung des Recoverable Amount der CGU

Der Buchwert einer Goodwill-tragenden CGU ist mit ihrem Recoverable Amount zu vergleichen. Letzterer ergibt sich als Maximum des „Value In Use“ (VIU) und des „Fair Value Less Costs To Sell“.

c) Ermittlung des so genannten „Carrying Amount“ der CGU und Vergleich mit dem „Recoverable Amount“

Zur abschließenden Feststellung, ob eine Wertminderung vorliegt, ist dem Recoverable Amount der so genannte „Carrying Amount“ als der nach den spezifischen Vorschriften des IAS 36 ermittelte Buchwert des Nettovermögens der CGU gegenüberzustellen.

Zur Eignung der Goodwill-Impairment-Test-Daten für die interne Unternehmensüberwachung und speziell das Beteiligungscontrolling – eine kritische Würdigung

Für die Ermittlung des Fair Value Less Costs To Sell sieht das IASB eine Hierarchie der Wertermittlung vor (Fair Value Hierarchy). Danach sollte die Bewertung wenn möglich auf der Grundlage bestehender Kaufangebote oder über marktinduzierte Parameter wie Notierungen erfolgen. Lediglich als „Ultima Ratio“ sollte auf klassische Unternehmensbewertungsverfahren oder Vergleichstransaktionen zurückgegriffen werden (vgl. Brücks/Kerkhoff/Richter, 2005, S. 3). Der VIU hingegen ist standardmäßig anhand eines DCF-Verfahrens zu ermitteln und entspricht dem internen Erfolgswert der CGU (vgl. Haaker, 2005, S. 352). Aufgrund dieses Tatbestands soll er für die weiteren Überlegungen, die die Verwendung von im Rahmen der Impairment Tests ermittelten Erfolgsgrößen für Überwachungszwecke fokussieren, in den Mittelpunkt gestellt werden. Der Vorgehensweise der VIU-Wertermittlung sind folgende Charakteristika immanent:

- Grundlage der Prognose der Cashflows sollen die aktuellen Planungen des Managements sein. Im VIU spiegeln sich daher sowohl die unternehmensspezifischen als auch die marktspezifischen Gegebenheiten wieder.
- Die Prognose soll in der Regel für maximal 5 Jahre detailliert erfolgen und den darüber hinausgehenden Zeitraum extrapolieren (vgl. IAS 36.33). Die Herleitung des Diskontierungsfaktors kann sich an kapitalmarkttheoretischen Modellansätzen wie dem CAPM orientieren (vgl. IAS 36A17(a)). In die Prognosen dürfen keine

Effekte aus künftigen Restrukturierungen, Investitionen zur Leistungssteigerung mit einbezogen werden.

Die DCF-basierte Vorgehensweise auf der Ebene einer CGU führt mit dem VIU zur Ermittlung eines bereichsspezifischen Zukunftswertes, der für Zwecke der Performancemessung respektive zu einer wertorientierten Steuerung als potenziell geeignet erscheint (vgl. Haaker, 2005, S. 351 ff.). Allerdings führt die o. g. Restriktion der zu unterlassenden Berücksichtigung von Effekten aus künftigen Restrukturierungen und Investitionen zur Leistungssteigerung dazu, dass der VIU keinen idealtypischen strategischen Unternehmenswert darstellen kann.

Eine weitere Hürde für die Übertragbarkeit auf einen internen Steuerungsansatz und speziell das (wertorientierte) Beteiligungscontrolling ist die dem Impairment Only Approach (IOA) bzw. dem DCF-Kalkül übliche Ableitung der Kapitalkosten über CAPM. Die Anwendung dieser Modelle ist im Bereich der externen Rechnungslegung für die Zwecke des IAS 36 fest etabliert und hat aufgrund der intersubjektiv nachvollziehbaren, theoretisch-stringenten Vorgehensweise ihre Vorzüge für diesen Bewertungszweck. Für Beteiligungscontrolling und andere Zwecke der internen Unternehmensüberwachung ist es jedoch aufgrund der restriktiven Annahmen eines vollkommenen Kapitalmarkts mit Informationseffizienz problematisch. Streng genommen sind zudem unternehmensspezifische Wertsteigerungen bei Unterstellung der Prämissen eines vollkommenen Kapitalmarkts nicht möglich, da von einem Kapitalmarktgleichgewicht ausgegangen wird, in dem Wert-/Preisdifferenzen nicht entstehen können. Gerade die Identifizierung entsprechender unternehmenspolitikabhängiger Wertlücken ist aber das Hauptanliegen einer für unternehmensinterne Steuerungszwecke konzipierten Wertanalyse.

Im Ergebnis kann mithin folgendes festgehalten werden:

- Auf der Basis gezielter Anpassungen im Zuge der Wertermittlung des VIU im Rahmen des Goodwill Impairment-Tests können (teil-)unternehmensspezifische Erfolgsgrößen generiert werden, die für weitere Kontrollrechnungen bzw. Performanceüberprüfungen von Beteiligungen und Geschäftsbereichen genutzt werden können.
- Die Methodik ermöglicht eine wertorientierte, konzeptionell geschlossene Analyse der Unternehmensplanung und liefert

valide Ansatzpunkte einer quantitativen Strategiebewertung für Überwachungszwecke.

- Es besteht somit die Möglichkeit, die Anforderungen aus der externen Rechnungslegung nach IFRS mit Maßnahmen zur Unternehmenssteuerung bzw. -überwachung, also mit dem Blickwinkel des internen Controllings, speziell auch des Beteiligungscontrollings auf der Basis des DCF-Kalküls zu verknüpfen.

Die im Zusammenhang mit dem Impairment Test nach IAS 36 generierte Datenbasis kann insofern zwar durchaus eine geeignete Grundlage für weitere Wertermittlungsansätze im Bereich interner Steuerungsmodelle darstellen. Sie darf allerdings nicht vorbehaltlos, ohne gezielte Modifikationen auf die interne Steuerungssicht angewandt werden. Vor diesem Hintergrund wird sich im Folgenden von dem IOA und damit dem Blickwinkel der externen Rechnungslegung gelöst und die Betrachtungsperspektive auf das unternehmensinterne (Beteiligungs-)Controlling gelenkt.

Einbeziehung interner Risikoinformationen in die Wertanalyse – Verlagerung des Betrachtungswinkels auf die interne Steuerungssicht

Grenzen der CAPM-basierten Risikoadjustierung für interne Steuerungszwecke

Wie ausgeführt ist ein Value Based Management-Ansatz grundsätzlich als Basis zur Begegnung verschiedener regulatorischer Anforderungen (Gesetz- und Rechnungslegungsstandards) geeignet. Bei einer wertorientierten Unternehmensführung besteht aber auch die Aufgabe, eine risikogerechte Bewertung von Unternehmen, Beteiligungen, CGU, aber auch potenziellen Akquisitionszielen (M&A), Sachinvestitionen oder alternativen strategischen Handlungsoptionen unter dem Blickwinkel des internen Steuerungsgedankens vorzunehmen.

Dem Value Based Management als internen Steuerungsansatz fehlt heute noch häufig eine klare Fundierung ihrer Kapitalkostensätze. Notwendig ist im Beteiligungscontrolling eine risikogerechte Bewertung der Beteiligungen (Wertanalyse) und eine risikogerechte Performanceanalyse. Offensichtlich müssten die risikoabhängigen Kapitalkostensätze (WACC) vom tatsächlichen zukünftigen Risikoumfang eines

Unternehmens oder einer unternehmerischen Beteiligung abhängig sein. Genau diese Informationen sollte das unternehmensinterne Risikomanagement bereitstellen. Der häufig im internen wertorientierten Management anzutreffende „Umweg“ bei der Bestimmung der Kapitalkostensätze auf historische Kapitalmarktdaten zurückzugreifen, ist hierbei kritisch zu sehen. Das CAPM unterstellt vollkommene Kapitalmärkte ohne Konkurskosten bzw. ohne Finanzierungsrestriktionen und mit nur perfekt diversifizierten Investoren (zur Kritik vgl. z. B. Dirrigl, 2009; Gleißner, 2005; Fernandez, 2004; Haugen, 2002; Fama/French, 1992, und Uhlschmid, 1994). Dies bedeutet auch, dass alle Kapitalmarktakteure die Risikosituation des Unternehmens genauso gut einschätzen können, wie die Unternehmensführung selbst und die historischen Kursschwankungen die zukünftigen Risiken zeigen. Diese Annahme ist sicherlich für das interne Controlling nicht haltbar. Es ist unter Maßgabe eines wert- und risikoorientierten Steuerungsgedankens sinnvoller anzunehmen, dass das Unternehmen selbst seine Risikosituation besser einschätzen kann als der Kapitalmarkt. Es besteht also eine „Informationsasymmetrie“ durch „Insider Informationen“. Diese ergibt sich natürlich besonders ausgeprägt für die möglichen Veränderungen der Risikosituation durch geplante Maßnahmen der Unternehmensführung, die oft nicht öffentlich kommuniziert wurden. Sofern im Beteiligungscontrolling strategische Beteiligungen – und nicht nur reine Finanzanlagen – betrachtet werden, sind solche Risikoinformationen auch im Beteiligungscontrolling prinzipiell verfügbar. Damit können risikogerechte Beteiligungswerte im Rahmen der Wertanalyse berechnet werden.

Alternative Methoden zur Risikoadjustierung im Kapitalwertmodell des Value Based Management

Bei der in der Praxis weit verbreiteten Ableitung von Kapitalkosten für interne Steuerungszwecke (basierend auf CAPM) ist also unter Berücksichtigung der für das Controlling maßgeblichen Zielsetzungen und den dem Modell zugrundeliegenden theoretischen Annahmen Vorsicht angebracht. Das Modell unterstellt, dass der Kapitalmarkt über die gleichen Informationen verfügt wie die Unternehmensführung, dass keine Konkurskosten existieren und dass alle Investoren perfekt diversifizierte Portfolios aufweisen, in denen unternehmensspe-

zifische Risiken damit keine Rolle spielen (und deshalb im β nicht erfasst werden).

Neben dem CAPM existieren alternative Methoden zur Erfassung des Risikos in der Bewertung.

Bei Verzicht auf die Annahme vollkommener Kapitalmärkte werden z. B. Risiken im Kapitalwertmodell unmittelbar aus messbaren Risikoinformationen der Zahlungsreihe (z. B. gemäß Planung) abgeleitet. Derartige Ansätze können damit die Verfügbarkeit überlegener Informationen über die Zahlungsreihe einfach berücksichtigen und gegebenenfalls auch die Bewertungsrelevanz nicht diversifizierter unternehmensspezifischer Risiken (vgl. Gleißner, 2005 und 2006). Sie sind auch anwendbar, wenn historische Renditen (Kapitalmarktdaten) fehlen.

Im Folgenden wird gezeigt, wie eine (mehrwertige) Unternehmensplanung, die auch als Basis für die Durchführung des Impairment Tests dienen kann, und die unternehmensinternen Risikoinformationen in ihren Prognosen beinhaltet, für die entscheidungsorientierte Bestimmung von Unternehmens- bzw. Beteiligungswerten herangezogen werden kann. Gezeigt wird dabei insbesondere wie hier – offenkundig rational – im Unternehmen verfügbare „Insiderinformationen“, die in historischen Kapitalmarktdaten sich nicht widerspiegeln, für Bewertung und interne Steuerungszwecke genutzt werden können.

Im ersten Schritt wird dabei erläutert, wie bei der Risikoquantifizierung im Bewertungskalkül unmittelbar die (unsicheren) Zahlungen, statt Renditen verwendet werden können („Cashflow-basierte Bewertung“). Anschließend wird die Methode der „simulationsbasierten Bewertung“ erläutert, die unternehmensinterne Risikoinformationen nutzt und aggregiert, um Wahrscheinlichkeitsverteilungen von Zahlungen abzuschätzen. Schließlich werden Rating- und Finanzierungsrestriktionen ergänzend in der Bewertung berücksichtigt („Risikodeckungsansatz“).

Wertanalyse basierend auf Cashflows statt Renditen zur Risikomessung

Bei der traditionellen Risikozuschlagsmethode des CAPM wird ein Risikozuschlag zum risikolosen Zinssatz (r_f) addiert, um so einen Diskontierungszinssatz (näherungsweise Kapitalkostensatz) zu erhalten und das Risikomaß (Beta-Faktor) wird aus historischen Renditen abgeleitet. Um die Verwendung historischer Renditen im Rahmen der Wertanalyse rechtfertigen zu

können, muss – wie erwähnt – angenommen werden, dass Kursschwankungen und Schwankungen der zu bewertenden Zahlungen (z. B. einer Beteiligung oder CGU) zueinander proportional sind (vgl. Mai, 2006), was jedoch oft wenig plausibel ist (vgl. Dirrigl, 2009). Oft sind gerade bei Wertanalysen im Rahmen der internen Steuerung und bei Impairmenttests keine Börsenkurse und damit auch keine Renditen verfügbar.

Der Risikoumfang einer zu bewertenden Zahlung kann jedoch auch ausgehend von den Risiken der Zahlungen (Cashflows) selbst durch einen Abschlag im Zähler erfasst werden (vgl. Ballwieser, 1981, Knackstedt, 2010):

$$W(\tilde{Z}_1) = \frac{S\tilde{A}(\tilde{Z}_1)}{1 + r_f} = \frac{E(\tilde{Z}_1) - \lambda_{S\tilde{A}} \cdot R(\tilde{Z}_1)}{1 + r_f}$$

Der Barwert (W) der Zahlung (\tilde{Z}_1) wird berechnet in Abhängigkeit des Erwartungswertes ($E(\tilde{Z}_1)$) und eines Maßes für die bewertungsrelevanten (nicht diversifizierten) Risiken $R(\tilde{Z}_1)$ und dessen Preis (λ), wobei der Risikoumfang in Geldeinheiten ausgedrückt wird. Damit wird unmittelbar das Risiko der zu bewertenden Zahlungen (Cashflows) ausgewertet – nicht ein aus historischen Aktienrenditen. Bewertungsgleichungen für beliebige Risiko Maße können mittels „Replikation“ abgeleitet werden (vgl. Spremann, 2004 zu den Grundlagen und Gleißner/Wolfrum, 2008 für die Verallgemeinerung auf beliebige Risiko Maße und Diversifikationsgrade.)

Auch wenn man dem CAPM-Bewertungsansatz folgen möchte, sollten die bewertungsrelevanten Informationen über die Risiken direkt aus der unsicheren Zahlung \tilde{Z} des Bewertungsobjekts abgeleitet werden. Möglich wird dies durch die „Risikoabschlagvariante“ des CAPM, deren Risiko Maß auf der Korrelation zwischen den zukünftigen Zahlungen und der Marktrendite aufbaut (vgl. dazu Spremann, 2004 sowie Gleißner/Wolfrum, 2008).

$$W(\tilde{Z}) = \frac{E(\tilde{Z}) - \frac{Cov(\tilde{Z}, r_M)}{\sigma(r_M)^2} (r_M^e - r_f)}{1 + r_f} = \frac{E(\tilde{Z}) - \frac{\rho(\tilde{Z}, r_M) \sigma(\tilde{Z})}{\sigma(r_M)} (r_M^e - r_f)}{1 + r_f}$$

Werden (objektivierte) historische Daten für Erträge oder Dividenden verwendet, können auch objektivierte Werte (im Sinne des IDW S1) bestimmt werden – und so ergibt sich eine Brücke zur Anwendung für die externe Rechnungslegung, speziell auch die Anwendung für Impairment Tests nach IAS 36. Trotz Objektivierung bleibt ein wesentlicher Vorteil bestehen: Es sind keine historischen Renditen zum Bewertungsobjekt (z. B. Beteiligung bzw. CGU) erforderlich.

Im Gegensatz zur traditionellen Renditegleichung des CAPM ist die dargestellte Variante auch problemlos anwendbar bei (möglicherweise) negativen Zahlungen und aus Kommunikationszwecken kann das Bewertungsergebnis selbstverständlich auch umgerechnet werden in einen Kapitalkostensatz (oder einen impliziten Beta-Faktor).

Simulationsbasierte Bewertung: Berücksichtigung intern erhobener Risikoinformationen bei der Wertanalyse

Die Verteilung der zu bewertenden Cashflows einer Beteiligung oder eines anderen Bewertungsobjekts muss nicht unbedingt

(objektivierbar) aus historischen Daten abgeleitet werden. Eine zukunftsorientierte und planungskonsistente Alternative speziell für interne Steuerungszwecke ist naheliegend: Die Nutzung der Ergebnisse aus Analyse und (simulationsbasierter) Aggregation der Risiken. Solche Informationen werden im Rahmen des Risikomanagements unternehmensintern erhoben, um mindestens den Anforderungen aus § 91 Abs. 2 AktG („KonTraG“) zu genügen.

Simulationsbasierte Bewertungsverfahren nutzen Information aus der Quantifizierung zukünftiger Risiken für die Berechnung des Risikomaßes (Value-at-Risk, Deviation Value-at-Risk oder Eigenkapitalbedarf).

Bei diesem Verfahren werden die Wirkungen der Einzelrisiken des Unternehmens oder einer Beteiligung (unter Beachtung von Korrelationen) 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, vgl. Gleißner, 2011).

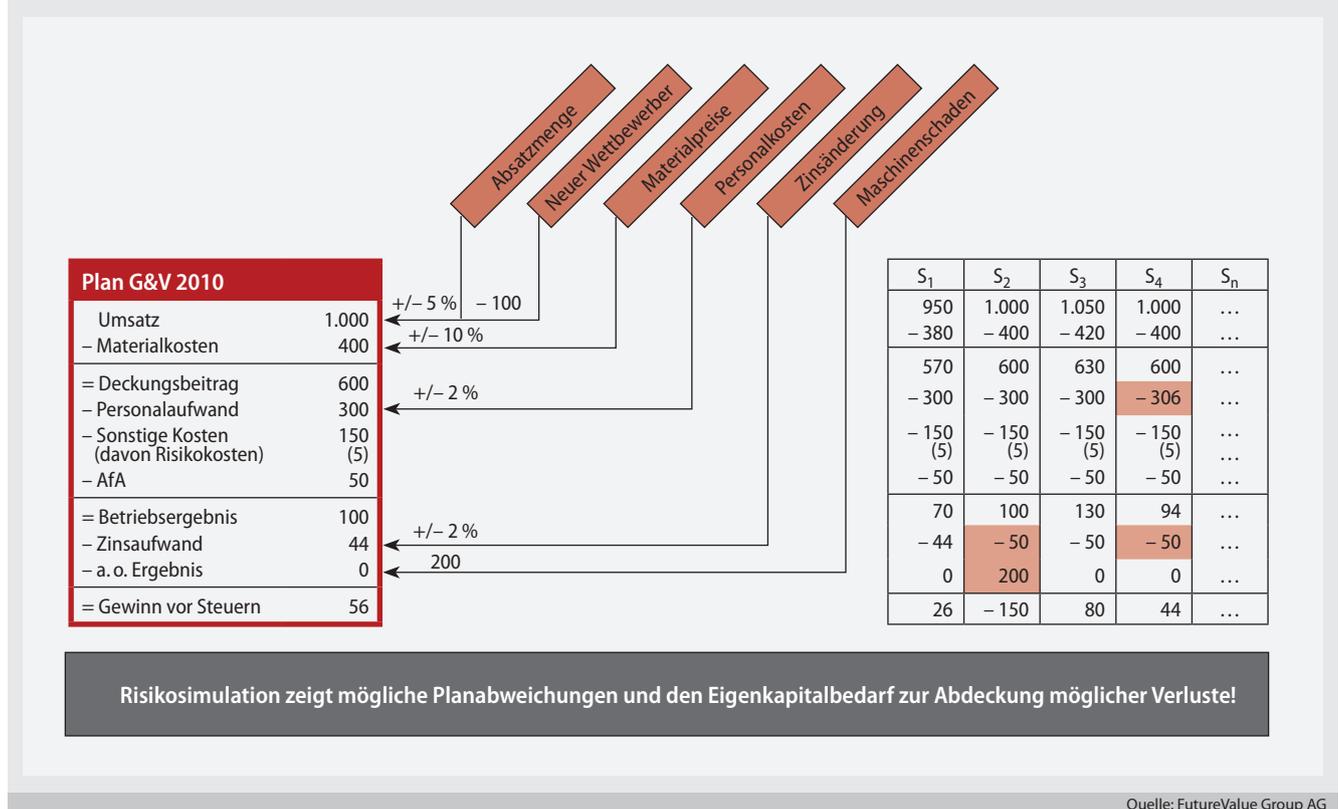
In unabhängigen Simulationsläufen ($S_1 \dots S_n$) werden viele Tausend mögliche Risikoszenarien durchgespielt (siehe **Abb. 1**). Die Gesamtheit aller Simulationsläufe liefert eine „repräsentative Stichprobe“ aller möglichen risikobedingten Zukunftsszenarien von GuV und Bilanz. Aus den ermittelten Realisationen der Zielgrößen ergeben sich aggregierte Häufigkeitsverteilungen, z. B. der Cashflows (vgl. Gleißner, 2002 und 2011).

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 Standardabweichung oder Value-at-Risk (Eigenkapitalbedarf, vgl. weiter unten) schließen. Das so mittels Simulation bestimmte Risikomaß fließt in die Bewertung ein – daher spricht man von „simulationsbasierter Bewertung“.

Berücksichtigung von Rating- und Finanzierungsrestriktionen: Risikodeckungsansatz und Risikofrüherkennung im Sinne § 91 Abs 2 AktG

Rating- und Finanzierungsrestriktionen sowie die Möglichkeit einer Insolvenz

Abb. 1 | Risikoaggregation in der Unternehmensplanung



stellen wichtige Kapitalmarktunvollkommenheiten dar, die im Rahmen der Wertanalyse berücksichtigt werden können („Risikodeckungsansatz“, Gleißner, 2005 und zur Anwendung im Beteiligungscontrolling: Dreher, 2010). Mit der oben erläuterten Risikoaggregation kann man unmittelbar auf den risikobedingten Eigenkapitalbedarf (EKB) – das so genannte „Risikokapital“ (Risk-Adjusted-Capital, RAC) schließen (und auch auf den Liquiditätsbedarf). Zur Vermeidung einer Überschuldung benötigt man so viel Eigenkapital, wie (mit einer akzeptierten Restwahrscheinlichkeit) Verluste auftreten können, die das Eigenkapital verzehren. Der „Eigenkapitalbedarf“ ist ein planungskonsistent berechnetes Risikomaß, das formal z. B. als Value-at-Risk (VaR) oder Conditional-VaR (CVaR) bekannt ist. Bei prinzipiell „handelbaren“ (z. B. börsennotierten) Beteiligungen wird der DVaR bzw. DCVaR (relativer VaR) als Risikomaß (Maß für Planabweichungen) verwendet, weil jede Abweichung vom Erwartungswert der Cashflows oder Erträge eine Wertreduzierung des Eigenkapitals auslöst (und nicht erst Verluste).

Wird der Eigenkapitalbedarf über das Risikomaß des VaR operationalisiert, drückt er aus, welche Verluste mit z. B. 99%iger Sicherheit in einer Planperiode nicht überschritten werden (siehe **Abb. 2**). Ein Vergleich von Eigenkapital und Eigenkapitalbedarf zeigt den Grad an Bestandsbedrohung und es ist sogar möglich, unmittelbar eine dem Risikoumfang entsprechende Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating) abzuleiten (vgl. Gleißner, 2005). So können die im Abschnitt „Gesetzliche Anknüpfungspunkte zum Value Based Management“ erläuterten Anforderungen an die Unternehmensführung bezüglich Risikofrüherkennung und die Beurteilung der Bestandssicherheit erfüllt werden.

Mit dem Eigenkapitalbedarf (EKB bzw. VaR) als Risikomaß werden Finanzierungsrestriktionen und Ratinganforderungen auch in der Bewertung berücksichtigt. Die folgende Gleichung der Wertanalyse zeigt den Wert in Abhängigkeit des „Eigenkapitalbedarfs“ für ein maximales akzeptiertes Niveau p der Ausfallwahrscheinlichkeit („Risikodeckungsansatz“):

$$W(\tilde{Z}) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E(\tilde{Z}_t) - r_{z,p} \cdot EKB_{p,t}}{(1 + r_f)^t}$$

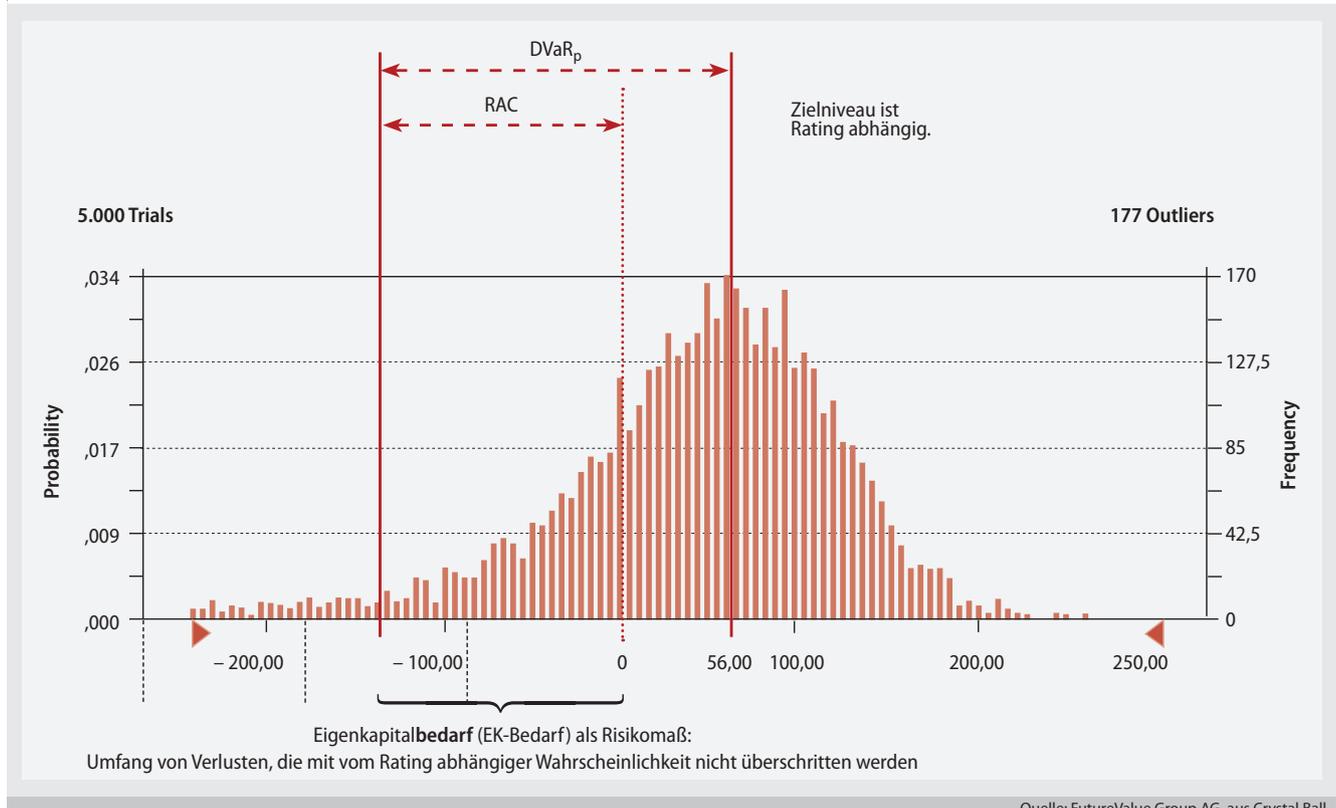
Für den Eigenkapitalbedarf ist ein „passender“ Eigenkapitalkostensatz zu berechnen, der ebenfalls von p abhängig ist. Eine einfache Abschätzung wird möglich, wenn man berechnet, welche erwartete Rendite das Investment in ein Aktienportfolio (Marktportfolio) hätte, wenn dieses aufgrund eines Einsatzes von Fremdkapital die gleiche Ausfallwahrscheinlichkeit aufweisen würde (Opportunitätskosten) (vgl. z. B. Gleißner, 2009 und zur Bewertungsrelevanz der Insolvenzwahrscheinlichkeit Gleißner, 2010).

Die hier erläuterte Bewertungsmethode stellt eine Alternative zu der im Rahmen von Impairment Tests klassischerweise genutzten Risikoadjustierung dar und bietet sich an, wenn keine für die Zukunft repräsentativen historischen Renditen zur Risikoquantifizierung existieren.

Fazit

Das DCF-Kalkül rekurriert klassischerweise bei der Bestimmung der Kapitalkostensätze auf kapitalmarkttheoretische Konzepte wie etwa das CAPM. Die Anwendung dieser Modelle ist im Bereich der externen

Abb. 2 | Eigenkapitalbedarf (EKB)



Rechnungslegung für die Zwecke des IAS 36 fest etabliert und die Ansätze besitzen insbesondere aufgrund des Charakteristikums einer intersubjektiv nachvollziehbaren, theoretisch-stringenten Vorgehensweise bei der Ableitung risikoadjustierter Kapitalkostensätze ihre Vorzüge für diesen Bewertungszweck. Für das unternehmensinterne Controlling und speziell das Beteiligungscontrolling ist es jedoch sachgerecht, alternative Konzepte zur Risikoberücksichtigung im Kapitalwertkalkül zu entwickeln, die das bewertungsrelevante Risiko der unsicheren zukünftigen Erträge oder Cashflows für interne Überwachungs- und Steuerungszwecke angemessen berücksichtigen.

Simulationsbasierte Bewertungsverfahren nutzen die Erkenntnisse einer (zukunftsorientierten) Risikoanalyse und basieren auf einer (planungskonsistenten) Aggregation der Risiken im Kontext der Planung durch Berechnung einer großen repräsentativen Anzahl möglicher Zukunftsszenarien. Die Grundidee derartiger Bewertungsverfahren ist leicht kommunizierbar: Ein höherer Umfang der (aggregierten) Risiken führt potenziell zu höheren Planabweichungen bzw. Verlusten, erfordert damit zur Risikodeckung mehr (teures und knappes) Eigenkapital, was wiederum einen höheren Kapitalkostensatz (für die Diskontierung) und niedrigere Werte impliziert. Bei derartigen Bewertungsverfahren ist ein Rückgriff auf historische Kapitalmarktdaten (Aktienrenditen) nicht erforderlich.

Das Risikomanagement wird hier zu einer zentralen Grundlage eines prospektiven Steuerungs- und Überwachungsansatzes im Rahmen eines wertorientierten Managements. Verbunden mit dessen Etablierung ist hierbei immer auch eine Weiterentwicklung bestehender Planungs- und Controllingsysteme, da eine simulationsbasierte (stochastische) Planung eine gemeinsame methodische Plattform für wertorientierte Unternehmensführung, Risikomanagement, Finanzierungsstrategien und Ratingprognosen schafft. Damit wird auch der durch das BilMoG angestrebte höhere Stellenwert des Risikomanagements erreichbar und Anforderungen an die Unternehmensführung z. B. bezüglich Risikofrüherkennung aus Paragraphen 91, 111 AktG und 289a HGB werden erfüllt. Das Beteiligungscontrolling erhält eine methodische Grundlage, die ein Abwägen von Erträgen und Risiken ermöglicht („wert-

orientierte Performancemaße“), ohne dass historische Aktienrenditen zur Risikomessung nötig wären.

Literatur

1. Brücks, M./Kerkhoff, G./Richter, M. (2005): Impairmenttest für den Goodwill nach IFRS, in: KoR 2005, S. 1 – 7.
2. Burger, A./Buchhart, A. (2002): Zur Berücksichtigung von Risiko in der strategischen Unternehmensführung, in: Der Betrieb 2002, S. 593 – 599.
3. Dirrigl, H. (2009): Unternehmensbewertung für Zwecke der Steuerbemessung im Spannungsfeld von Individualisierung und Kapitalmarkttheorien – Ein aktuelles Problem vor dem Hintergrund der Erbschaftssteuerreform (zugleich ein Beitrag zur Festschrift für Franz W. Wagner zum 65. Geburtstag), argus-working Paper Nr. 68, Download unter: http://www.argus.info/paper/argus_68.pdf (März 2010).
4. Dreher, M. (2010): Unternehmenswertorientiertes Beteiligungscontrolling.
5. Fama, E. F./French, K. R. (1992): Common risk factors in the returns on stocks and bonds, in: Journal of Financial Economics, Vol 33, No. 1, S. 3 – 56.
6. Fernandez, P. (2004): Are calculated betas worth for anything?, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=504565, abgerufen am 16.07.2006.
7. Gleißner, W. (2000): Risikopolitik und wertorientierte Unternehmensführung, in: Der Betrieb, S. 1625 – 1629
8. Gleißner, W. (2002): Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, in: Finanz-Betrieb 2002, S. 417 – 427.
9. Gleißner, W. (2005): Kapitalkosten – Der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management, in: Finanz Betrieb, Jg. 7, Nr. 4, S. 217 – 229.
10. Gleißner, W. (2006): Kapitalmarktmodelle – Alternative Risikomaße und Unvollkommenheit des Kapitalmarkts, in: Risikomanager, Jg. 1, 14/2006, S. 14 – 20.
11. Gleißner, W. (2009): Unternehmensbewertung und wertorientiertes Controlling: Risikoanalyse und Risikodeckungsansatz – ein Konzept für unvollkommene Kapitalmärkte und auch nicht-börsennotierte Unternehmen, in: Bewertungspraktiker 4/2009, S. 12 – 23.
12. Gleißner, W. (2010): Unternehmenswert, Rating und Risiko, in: WPG 14/2010, S. 735 – 743.
13. Gleißner, W. (2011): Grundlagen des Risikomanagements in Unternehmen, 2. Auflage, Verlag Vahlen.
14. Gleißner, W./Wolfrum, M. (2008): Eigenkapitalkosten und die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen: Relevanz von Diversifikationsgrad und Risikomaß, in: Finanz Betrieb, 9/2008, S. 602 – 614.
15. Haaker, A. (2006): Der Value in Use einer Cash Generating Unit als adäquate Basis einer wertorientierten Bereichssteuerung, in: KoR 2006: S. 44 – 47.
16. Hachmeister, D. (1995): Der Discounted Cash Flow als Maß der Unternehmenswertsteigerung, Frankfurt a.M. et al. 1995.
17. Hachmeister, D./Kunath, O. (2005): Die Bilanzierung des Geschäfts- oder Firmenwertes im Übergang auf IFRS 3, in: KoR 2005, S. 62 – 75.
18. Haugen, R. A. (2002): The inefficient Stock Market – What pays off and why, New Jersey.
19. IDW (2005): IDW Stellungnahme zur Rechnungslegung: Bewertungen bei der Abbildung von Unternehmenserwerben und bei der Werthaltigkeitsprüfungen nach IFRS (IDW RS HFA 16), in: Die Wirtschaftsprüfung 2005, S. 1415 – 1426.
20. Knackstedt, H. W., Klein- und Mittelunternehmen (KMU) richtig bewerten, AVM Martin Meidenbauer Verlagsbuchhandlung München, 1. Aufl., München, (2009).
21. Lenz, A. (2004): Wertorientierte Risikofrüherkennung und ihre Überwachung durch den Aufsichtsrat, Frankfurt a.M. 2004.
22. Pritzer, B. (1999): Risikomanagement als wettbewerbliche Notwendigkeit, in: Das Kontroll- und Transparenzgesetz, hrsg. von B. Saitz und F. Braun, Wiesbaden 1999, S. 146 – 167.
23. Protzek, H. (2003): Der Impairment Only-Ansatz – Wider der Vernunft, in: KoR 2003, S. 495 – 502.
24. Rappaport, S. (1986): Creating Shareholder Value. The New Standard for Business Performance, New York/London 1986.
25. Siegert, T. (1995): Shareholder Value als Lenkungsinstrument, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 1995, S. 580 – 607.
26. Spremann, K. (2004): Valuation, Grundlagen moderner Unternehmensbewertung, München.
27. Thümmel, R. C. (1998): Persönliche Haftung von Managern und Aufsichtsräten, 2. Aufl., Stuttgart et al. 1998.
28. Ulschmid, C. (1994): Empirische Validierung von Kapitalmarktmodellen, Frankfurt am Main.
29. Lenz, A./Tilch, T. (2008): Wertorientiertes Risikocontrolling auf der Basis von IAS36 und der Pflichtenrahmen von Aufsichtsrat und Wirtschaftsprüfer, in: Zeitschrift für Risk, Faud und Governance 2008, S. 101 – 109.