

Berücksichtigung von Unsicherheiten bei der Unternehmensbewertung



Dr. Fabian Schmid ist promovierter Betriebsökonom, Chartered Financial Analyst (CFA) und Certified Valuation Analyst (CVA). Er ist Dozent für Corporate Finance an der Hochschule für Wirtschaft der Fachhochschule Nordwestschweiz (FHNW). Seine Themenschwerpunkte, zu denen er auch regelmässig referiert und publiziert, umfassen die Bewertung von KMU und die Kapitalkostenbestimmung. Fabian Schmid ist Gründungspartner und Geschäftsführer der wevalue AG, einer Anbieterin webbasierter Unternehmensbewertungen. Er bewertet regelmässig KMU und berät Unternehmen bei finanziellen und strategischen Fragestellungen. Zudem ist er Mitglied der Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung der EXPERTsuisse.



Prof. Dr. Tobias Hüttche ist Wirtschaftsprüfer und Certified Valuation Analyst (CVA). Er ist Professor für Revisions- und Treuhandwesen und leitet das Institut für Finanzmanagement an der Hochschule für Wirtschaft der FHNW. Nach Studium und Doktorat war Tobias Hüttche für internationale Prüfungsgesellschaften in München und Frankfurt a.M. tätig. Er ist Of Counsel einer mittelständischen Steuerberatungsgesellschaft. Er wird häufig als Gutachter in gerichtlichen und aussergerichtlichen Verfahren angefragt und ist u.a. Gründungspartner und Verwaltungsrat der wevalue AG, einer Anbieterin webbasierter Unternehmensbewertungen. Für die EXPERTsuisse leitet er deren Arbeitsgruppe Unternehmensbewertung.

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	3
2.	Grundlegendes zur Unternehmensbewertung	4
2.1	DCF-Standard-Bewertungsmodell.....	4
2.2	Unsicherheit und Erwartungswert.....	4
2.3	Stichtagsprinzip.....	6
3.	Kapitalkosten	7
4.	Sensitivitätsanalyse	9
5.	Szenarioanalysen	10
5.1	Grundlegendes.....	10
5.2	Unternehmensbewertung pro Szenario oder eine einzige Unternehmensbewertung.....	14
6.	Simulationen	16
6.1	Grundlegendes.....	16
6.2	Festlegung der Inputparameter und Erstellung des Finanz- und Bewertungsmodells.....	17
6.3	Bestimmung der Verteilung der Inputfaktoren.....	18
6.4	Simulation und Interpretation der Resultate.....	19
7.	Fazit	20
	Literaturverzeichnis	21

1. Einleitung

Unternehmensbewertung ist eigentlich unmöglich, da sie die Zukunft betrifft und diese unsicher ist. Dessen ungeachtet sind Unternehmenswerte aus vielen Gründen erforderlich, sodass sich die Frage stellt, wie bei Bewertungen diese Unsicherheiten berücksichtigt werden können.

Traditionell hilft man sich dabei in der Weise, dass die Vergangenheit als Basis der Planung dient, diese also mehr oder weniger einfach fortgeschrieben wird. Nun bleibt angesichts der aktuellen Erfahrungen (Coronapandemie, Ukrainekrieg, Inflation und Energiekrise, um nur einige zu nennen) die Hoffnung, dass sich diese nicht verstetigen. Auf der anderen Seite ist aber auch mit neuen und heute noch unbekanntem bzw. mit nicht oder nur für wenig wahrscheinlich gehaltenen Entwicklungen zu rechnen.

Um auch in Zeiten erhöhter Unsicherheit belastbare Bewertungen als Grundlage ökonomischer Entscheidungen erstellen zu können, kommt der Auswahl geeigneter Verfahren und dem sachgerechten Umgang mit Risiken eine besondere Bedeutung zu.

Grundsätzlich können Unsicherheiten bzw. Risiken über dem Strich – im Zähler bzw. in den Cashflows – oder unter dem Strich – im Nenner bzw. in den Kapitalkosten – berücksichtigt werden. Entscheidend ist, dass keine Doppelberücksichtigung stattfindet und dass der Nenner zum Zähler passt (Äquivalenzprinzip), die Kapitalkosten die Schwankungen der Cashflows also adäquat widerspiegeln.

Bislang stützt sich die Bewertungspraxis weitestgehend auf einwertige Planungen. Der vorliegende Beitrag soll aufzeigen, wie sich der klassische Bewertungsansatz durch Sensitivitätsanalysen, Szenariorechnungen und Simulationen erweitern lässt, um von reinen Punktschätzungen zu belastbaren und die Realität möglicherweise passender abbildenden Wertbandbreiten zu kommen.

Abschnitt 2 und 3 stellen Grundlegendes der Bewertungslehre und zu den Kapitalkosten vor, bevor im Anschluss auf die drei Ansätze zur Berücksichtigung von Unsicherheiten bei der Unternehmensbewertung eingegangen wird.

2. Grundlegendes zur Unternehmensbewertung

2.1 DCF-Standard-Bewertungsmodell

Die als Best Practice geltende Discounted Cashflow (DCF)-Methode leitet den Unternehmenswert aus den für die Zukunft erwarteten und auf den Bewertungsstichtag abgezinnten finanziellen Überschüssen (Free Cashflows) ab. Eventuell vorhandenes nicht betriebsnotwendiges Vermögen, wie beispielsweise überschüssige Liquidität, wird gesondert berücksichtigt.

Die künftigen finanziellen Überschüsse werden für die nächsten drei bis fünf Jahre (Detailplanungszeitraum) idealerweise anhand einer integrierten Planungsrechnung – bestehend aus Plan-Erfolgsrechnung, Plan-Bilanz und Plan-Geldflussrechnung – abgeleitet. In einer anschliessenden Phase der ewigen Rente (Restwert) wird nach Erreichen eines sogenannten eingeschwungenen Zustands ein nachhaltiger Free Cashflow geplant und dieser – mit oder ohne Wachstum und unter Berücksichtigung ökonomischer Gleichgewichtsbedingungen wie beispielsweise das Verhältnis von Abschreibungen und Investitionen – ewig fortgeschrieben.

Schon aus Gründen der buchhalterischen Verknüpfung ist die integrierte Planung mit den Jahresrechnungen der Vergangenheit verbunden. Typischerweise sind dies die Jahresrechnungen der letzten drei bis fünf Jahre. Auf Basis der daraus abgeleiteten Kennzahlen zu Wachstum, Margen, Investitionen etc. werden unter Berücksichtigung der sich abzeichnenden Veränderungen sowie der gesetzten strategischen und operativen Ziele differenzierte Annahmen über die Zukunft getroffen und die Planungsrechnung schrittweise aufgebaut. Durch ein solches die Vergangenheit und Zukunft verbindendes Vorgehen ist sichergestellt, dass die Planwerte einen nachprüfbaren Ursprung haben und grössere Veränderungen bzw. Strukturbrüche sichtbar werden.

2.2 Unsicherheit und Erwartungswert

Die künftige Unternehmensentwicklung und damit auch die finanziellen Überschüsse stehen nicht mit Sicherheit fest. Sie können je nach Eintritt künftiger Entwicklungen unterschiedliche Werte annehmen, sind also

tät des Unternehmenswerts gegenüber Änderungen der Hauptwerttreiber das Universum der möglichen Werte auf einen überschaubaren Raum hinabskaliert werden.

Nachfolgende Abbildung veranschaulicht eine solche Sensitivitätsanalyse, wie sie in der Praxis oftmals anzutreffen ist:¹⁷

Nettounternehmenswert (in TCHF)							
Kapitalkosten (WACC) →	WACC = 8,04%	WACC = 8,29%	WACC = 8,54%	WACC = 8,79%	WACC = 9,04%	WACC = 9,29%	WACC = 9,54%
Wachstumsrate (g) ↓							
g = -0,25%	3662	3530	3406	3289	3178	3072	2972
g = 0,00%	3762	3624	3494	3371	3254	3144	3040
g = 0,25%	3869	3724	3587	3458	3336	3221	3112
g = 0,50%	3983	3830	3685	3550	3422	3301	3187
g = 0,75%	4105	3943	3790	3647	3513	3386	3267
g = 1,00%	4236	4063	3902	3751	3610	3477	3351
g = 1,25%	4376	4193	4022	3862	3713	3573	3441

Abbildung 1: Sensitivitätsanalyse von Nettounternehmenswert auf Kapitalkosten und Wachstumsrate

In der Mitte steht jeweils der Erwartungswert des Unternehmenswerts, wie er sich aus der Basisbewertung ergibt. Rundherum liefert die Matrix Informationen, wie sich der Unternehmens- bzw. Eigenkapitalwert verändert, wenn der Kapitalkostensatz (WACC) und/oder die langfristige Wachstumsrate geringfügig höher oder tiefer wäre. Wie bereits darauf hingewiesen, handelt es sich dabei allerdings um eine reine «ceteris paribus»-Betrachtung, also um eine alternative Bewertung unter der Annahme, dass alle anderen Faktoren gleichbleiben.

5. Szenarioanalysen

5.1 Grundlegendes

Eine Alternative bzw. Ergänzung zur Sensitivitätsanalyse ist das Aufstellen und Durchrechnen mehrerer Szenarien. In der Praxis verbreitet sind

¹⁷ Siehe app.wevalue.ch.

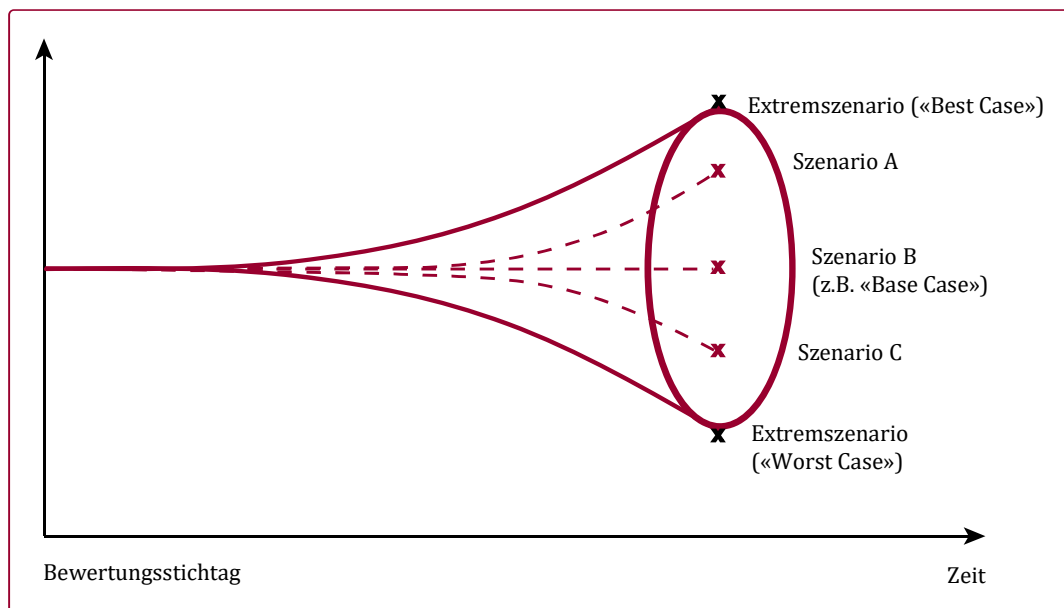


Abbildung 3: Denkmodell der Szenariotechnik in Form eines Trichters mit zunehmender Prognoseunsicherheit über die Zeit

Anstatt alle denkbaren Szenarien zu generieren, werden im Rahmen der Szenariotechnik aus Praktikabilitäts- und Zeitgründen oftmals nur einige wenige erstellt. So werden neben den beiden Extremszenarien («Best Case» und «Worst Case»), die den Trichter nach oben und unten begrenzen, allenfalls noch ein paar wenige weitere Szenarien modelliert, um ein möglichst realistisches und umfassendes Bild der möglichen Zukunftsentwicklung zu erhalten.

5.2 Unternehmensbewertung pro Szenario oder eine einzige Unternehmensbewertung

Nachdem die einzelnen Zukunftsszenarien definiert und erstellt sind, ist jedem Szenario eine realistische Eintrittswahrscheinlichkeit zuzuordnen. Auch wenn eine punktgenaue Quantifizierung der Wahrscheinlichkeit eines einzelnen Szenarios kaum möglich sein wird, so wird man doch vielfach abschätzen können, welche der Szenarien wahrscheinlicher sind als andere und was die wohl wahrscheinlichste Zukunftsentwicklung ist.

Die mit den entsprechenden Wahrscheinlichkeiten versehenen Szenarien lassen sich nun über zwei Wege in der Unternehmensbewertung berücksichtigen. Entweder wird für jedes Szenario ein eigener Unternehmenswert berechnet, indem die individuell prognostizierten finanziellen Überschüsse mit den risikoadäquaten Kapitalkosten abgezinst werden.

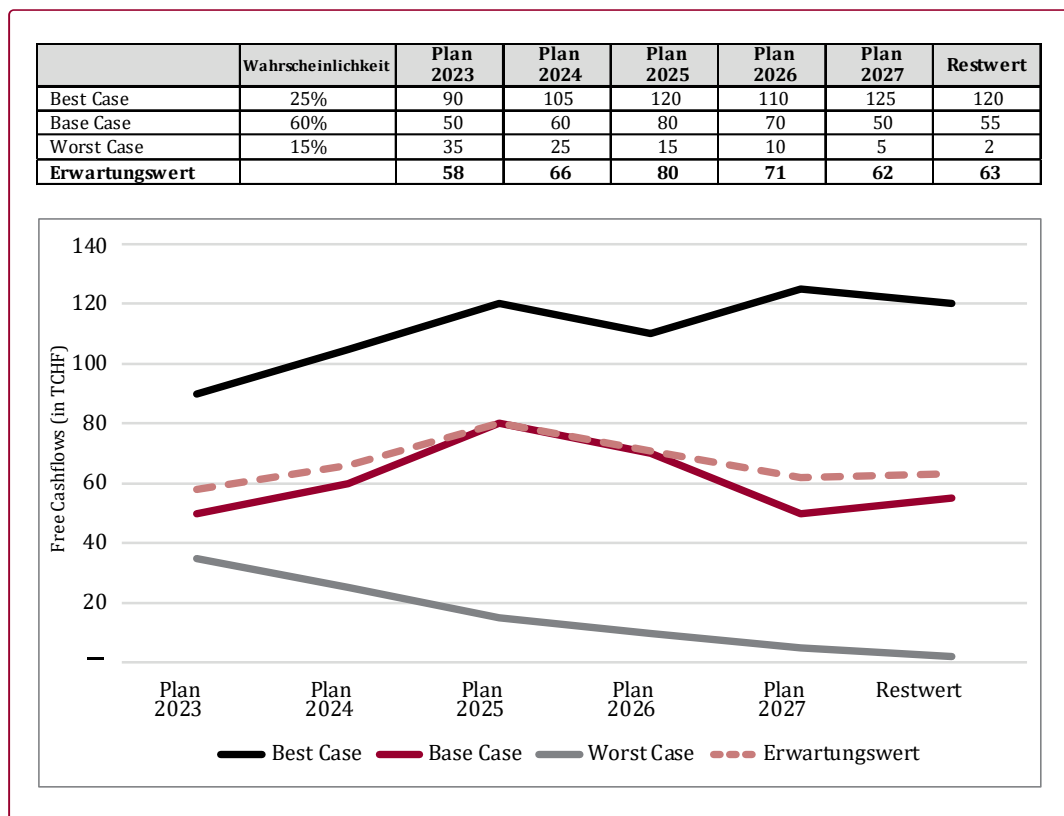


Abbildung 5: Free Cashflows der einzelnen Szenarien und im Erwartungswert

Grundsätzlich sollten beide Ansätze zum gleichen Resultat führen. Die separate Wertermittlung für jedes einzelne Szenario liefert allerdings wertvolle Zusatzinformationen, indem nebst dem Erwartungswert des Unternehmenswerts (= Punktschätzung) auch die Bandbreite der möglichen Unternehmenswerte ersichtlich wird. Dies im Gegensatz zur alternativen Variante, bei der nur eine Unternehmensbewertung auf Basis des Erwartungswerts der finanziellen Überschüsse aus den einzelnen Szenarien erstellt wird und das Schwankungsrisiko des Unternehmenswerts somit verdeckt bleibt.

6. Simulationen

6.1 Grundlegendes

Im Sinne einer Abbildung und Berücksichtigung der möglichen Zukunftsentwicklungen am weitesten geht ein simulationsbasierter Bewertungsansatz. Während die vorgängig dargestellte Szenariorechnung einzelne, gegebenenfalls willkürlich konstruierte Szenarien abbildet, erlaubt ein Monte-Carlo-Ansatz eine stochastische (zufällige) und computerge-

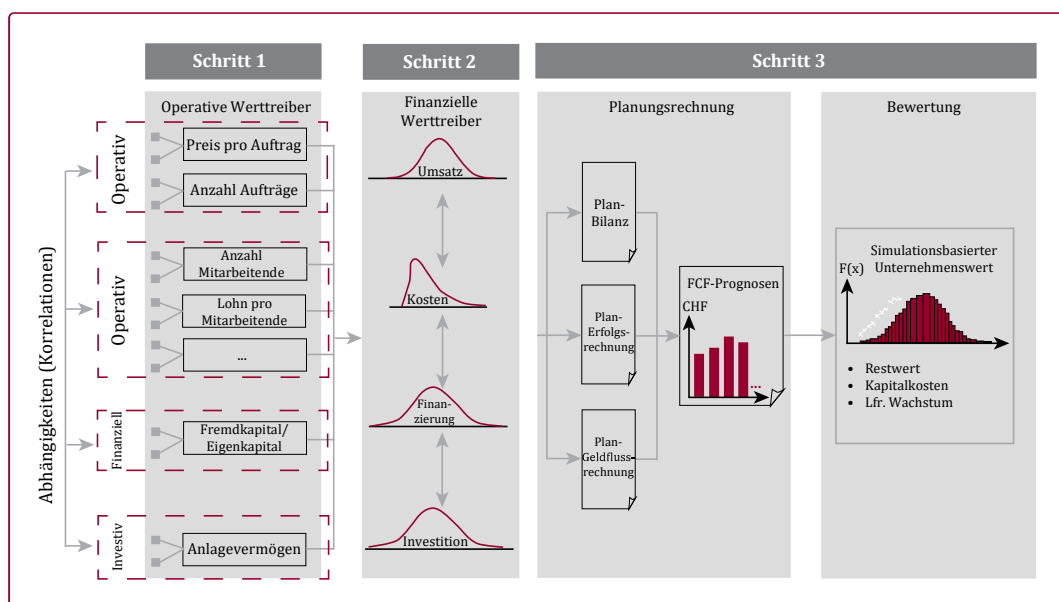


Abbildung 6: Die einzelnen Schritte einer simulationsbasierten Bewertung

Die gemachten Ausführungen zeigen die Vorzüge einer simulationsbasierten Unternehmensbewertung gegenüber den traditionellen Methoden zur Wertbestimmung auf. Neben den Zusatzinformationen zum Risikoprofil des Unternehmenswerts lassen sich wesentliche Angaben zum Streuungsbereich der finanziellen Schlüsselgrößen gewinnen. Dies im Gegensatz zu den eindimensionalen, auf Erwartungswerten basierenden Bewertungsmodellen, die keinerlei Informationen zu den Schwankungsbreiten und zur Wahrscheinlichkeit, dass die berechneten Ergebnisse tatsächlich eintreffen, liefern.

7. Fazit

Die bisherige Bewertungspraxis geht meist von einer einwertigen Planung aus. Auch die Grosszahl der Unternehmen, vor allem im KMU-Segment, plant – wenn überhaupt – nur eine Variante, die den Erwartungswert darstellen soll. In einigen Fällen findet man noch eine «Best Case»- oder «Worst Case»-Planung.

Auch wenn mit einer eindimensionalen, den Erwartungswert reflektierenden Planung der Unternehmenswert bestimmt werden kann, so wird mit einer solchen Punktschätzung womöglich eine falsche Sicherheit vermittelt. Dies deshalb, weil die zahlreichen in eine Bewertung einfließenden Annahmen in der Realität nie so eintreffen, sondern mehr oder weniger stark vom effektiven Wert abweichen werden. Im Idealfall heben

sich die positiven und negativen Abweichungen in etwa auf, sodass die finanziellen Überschüsse und Kapitalkosten dem ursprünglichen Erwartungswert entsprechen.

Erhöhte Unsicherheiten – sei es aufgrund von Krieg, Inflation, Energiekrise, verkürzter Zyklen etc. – führen dazu, dass einwertige Schätzungen zunehmend schwieriger werden. Um diese Unsicherheit bzw. Schwankungsbandbreite der Schlüsselparameter greifbar zu machen, bieten sich Sensitivitätsanalysen, Szenariorechnungen oder simulationsbasierte Ansätze an.

Der vorliegende Beitrag hat die entsprechenden Ansätze vorgestellt und Hinweise gegeben, worauf es bei deren Anwendung ankommt. Die auch bei der Unternehmensbewertung fortschreitende Digitalisierung und Automatisierung hilft, das DCF-Standardmodell durch weitergehende Analysen und Ansätze anzureichern.³⁵ Dadurch können die Werttreiber einer Unternehmung schneller und treffsicherer analysiert, die Planungsannahmen mehrwertig geschätzt und transparent aufgezeigt werden, wie sich veränderte Inputgrößen auf den Unternehmenswert auswirken. Die Unsicherheit bei Unternehmensbewertungen wird dadurch greifbarer und widerspiegelt sich in der Schwankungsbandbreite der eruierten Unternehmenswerte.

Literaturverzeichnis

Ernst, Hermann-Josef (2019): Modulgesteuerte Businessplanung als Instrument der Unternehmensbewertung, in: Peemöller, Volker H. (Hrsg.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 225–256. Herne: NWB.

EXPERTsuisse (2022): Fachmitteilung «Unternehmensbewertung», Version vom 30.5.2022.

Foster, M. John (1993): Scenario Planning for Small Businesses. Long Range Planning, Ausgabe 26(1), S. 123–129.

Gleissner, Werner (2008): Erwartungstreue Planung und Planungssicherheit. Controlling, Ausgabe 20(2), S. 81–87.

³⁵ Vgl. Schmid/Hüttche (2020), S. 85 f.