

Veröffentlicht im
Newsletter zur 6. Handelsblatt Jahrestagung
Private Equity
3. Ausgabe 1/2006

„Risikogerechte Bewertung
von Private Equity-Beteiligungen“

S. 4-5

Mit freundlicher Genehmigung von
Euroforum, Düsseldorf

Risikogerechte Bewertung von Private Equity-Beteiligungen

Dr. Werner Gleißner, Vorstand, FutureValue Group AG

Die Entscheidung für wertsteigernde Investments durch eine Private Equity-Gesellschaft erfordern leistungsfähige Verfahren zur Bewertung der unsicheren Zahlungen (Erträge) einer potenziellen Beteiligung – und hierbei insbesondere die adäquate Berücksichtigung der Risiken, also der Planungsunsicherheiten. Da natürlich die zukünftigen Erträge einer potenziellen Beteiligung unsicher sind, sollten gerade erfolgreiche Private Equity-Gesellschaften in der Lage sein, den Umfang dieser Prognoseunsicherheit in der Berechnung von Preisobergrenzen für ein Engagement zu berücksichtigen.

Sind Private Equity-Gesellschaften jedoch tatsächlich Spezialisten in Sachen Risikoquantifizierung und Bewertung? In der Praxis zeigen sich hier noch erhebliche Verbesserungspotenziale. Die Unsicherheit der Planungen der potenziellen Beteiligung fließen bisher nicht stringent in den Unternehmenswert ein. Stattdessen dominieren entweder simple „Faustregeln“ oder es werden Verfahren angewendet, die auf Grundlage der Theorie vollkommener Kapitalmärkte entwickelt wurden. Bei den „Faustregeln“, wie dem sogenannten „VC-Bewertungsverfahren“, wird ein nur wenig fundierter (oft sogar einheitlicher) Diskontierungszinssatz verwendet – beispielsweise 30%. Natürlich ist allseits bekannt, dass dieser Diskontierungszinssatz keine erwartete Rendite darstellt, weil er als Summe eine erwartete Rendite, Ausfallwahrscheinlichkeit und Dienstleistungsvergütungselemente erfasst. Besonders unbefriedigend ist, wenn trotz der offensichtlich erheblichen Unterschiede der Risiken potenzieller Beteiligungen, ein einheitlicher Diskontierungszinssatz verwendet wird.

Allerdings auch die scheinbar „moderne“ Verwendung von Kapitalmarktmodellen, wie dem Capital Asset Pricing-Modell (CAPM), zur Ableitung von Diskontierungszinssätzen, ist – selbst bei börsennotierten Gesellschaften – wenig überzeugend. Der Kapitalkostensatz (Diskontierungszins) als erwartete Rendite der Eigentümer ergibt sich hier aus der Risikoprämie (von Aktien gegenüber risikolosen Anleihen) und dem Risikoumfang – z. B. Beta-Faktor als Risikomaß im CAPM – und wird aus historischen Schwankungen der Aktienrenditen (Kovarianz) abgeleitet.

Tatsächlich ist dieses Verfahren jedoch nur unter der Annahme „vollkommener Kapitalmärkte“ sinnvoll, wenn sich alle Informationen korrekt in den Kursen widerspiegeln und unternehmensspezifische Risiken durch Diversifikation keine Relevanz für den Unternehmenswert haben. Die Realität spricht jedoch gegen vollkommene Kapitalmärkte. Gründe für diese Unvollkommenheiten sind

Transaktionskosten, Konkurskosten, Informationsdefizite der Aktionäre, schlecht diversifizierte Portfolios sowie psychologisch bedingte Bewertungsfehler der Investoren am Aktienmarkt. So führt ein hoher Vermögensanteil in einem einzelnen Unternehmen, zu einer Bedeutung unternehmensspezifischer Risiken, die im Betafaktor des CAPM nicht erfasst werden – wohl aber im Rating!

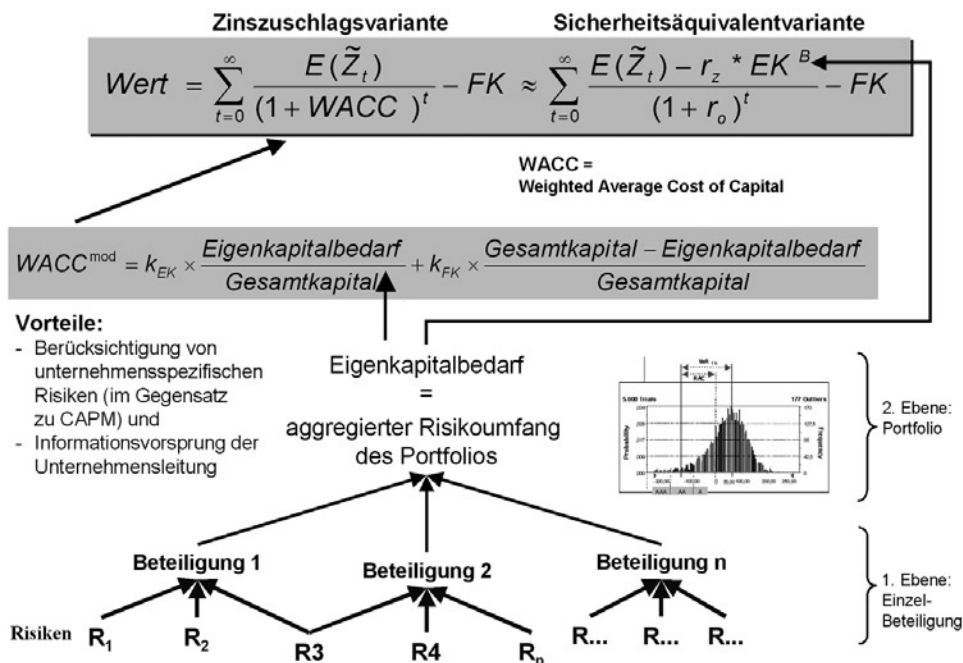
Standardmodelle der traditionellen Unternehmensbewertungstheorie, wie das CAPM, werden schon seit langem selbst von den Vertretern der Theorie effizienter Märkte als unbrauchbar eingeschätzt, was z. B. die empirischen Untersuchungen und Veröffentlichungen der Professoren Fama und French zeigen.

Der Kapitalmarkt bietet aufgrund solcher Unvollkommenheit keine zuverlässigen Informationen über den zukünftigen Risikoumfang eines Unternehmens und damit den wertbestimmenden Kapitalkostensatz (Diskontierungszins). Woher sollen etwa Informationen über nicht veröffentlichte geplante Änderungen der Risikosituation auch kommen (z. B. neue Geschäftsfelder oder neue Risikotransferstrategien)?

Selbst für die Höhe der (Markt-)Risikoprämien sind historische Kapitalmarktdaten nur sehr eingeschränkt aussagefähig. Mit volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten erscheinen langfristige Risikoprämien von lediglich 3 bis 4% bzw. Eigenkapitalkosten (zukünftig erwartete Renditen) von ca. 8% ökonomisch plausibler als die deutlich darüber liegenden historischen Renditen von Aktien. Realwirtschaftlich fundierte Eigenkapitalkosten lassen sich als Summe von Dividendenrendite, realem Wirtschaftswachstum und erwarteter Inflationsrate abschätzen.

Die Bewerter der Private Equity-Gesellschaft verfügen über einen Informationsvorsprung („Insiderinformationen“) gegenüber dem Kapitalmarkt, der konsequent – und planungskonsistent – bei der Bewertung genutzt werden sollte. Konkret bedeutet dies, dass Kapitalkostensätze und der Wert einer potenziellen Beteiligungsinvestition auf Grundlage interner Informationen (z. B. über den aggregierten Gesamtrisikoumfang) abgeleitet werden müssen. Dies ist zwingend nötig, wenn überhaupt keine Kapitalmarktdaten vorliegen – also bei nicht-börsennotierten Unternehmen.

[Fortsetzung auf S. 5]



Erklärung der Variablen in der Abbildung:

- E(Z) Erwartungswert der Zahlungen EK^B
- FK Fremdkapital
- r₀ Risikoloser Zins
- r_z Risikozuschlag

- Eigenkapitalbedarf/ Risikokapital (RAC)
- k_{EK} Eigenkapitalkosten
- k_{FK} Fremdkapitalkosten
- R Risiken

Eine Schlüsselstellung bekommen hier die Risikoinformationen, die Ursachen und Umfang von Planabweichungen zeigen. Aufbauend auf den identifizierten und bewerteten Risiken wird hier der Gesamtrisikoumfang mittels Aggregation bestimmt (vgl. zur Methodik Gleißner, Werner, Future Value – 12 Module für eine strategische wertorientierte Unternehmensführung, Gabler, 2004). Dabei werden die Risiken in die der Bewertung zugrundeliegenden Unternehmensplanung integriert, und es wird durch Simulation eine repräsentative Stichprobe risikobedingter möglicher Zukunftsszenarien des Unternehmens berechnet. Aus den risikobedingt möglichen Verlusten kann unmittelbar auf den Eigenkapitalbedarf als Risikomaß geschlossen werden. Ein zunehmender risikobedingter Bedarf an teurem Eigenkapital führt zu einem steigenden Kapitalkostensatz (WACC) und dadurch zu sinkendem Unternehmenswert und schlechterem Rating.

Private Equity-Gesellschaften sollten ihr Instrumentarium für eine risikogerechte Bewertung weiterentwickeln. Die Bestimmung korrekter Preisobergrenzen für die einzelnen Engagements ist offensichtlich ein wichtiger Erfolgsfaktor. Notwendig ist hierbei, die neuen Verfahren der Bewertung von Unternehmen zu nutzen, die von den realen Unvoll-

kommenheiten eines Kapitalmarktes berücksichtigen. Wie oben dargestellt, ist es möglich auf Grundlage der vorhandenen und in der Bewertung berücksichtigten Erfolgsplanung (und der dort implizit erfassten Risiken) auf den „Eigenkapitalbedarf“ (Risikokapital) als Risikomaß zu schließen. Aus diesem lässt sich wiederum ein angemessener Diskontierungszinssatz ableiten. Mit dem dargestellten Verfahren wird damit endlich ein einfaches betriebswirtschaftliches Prinzip in die Bewertungspraxis umgesetzt: Hohe Unsicherheit (Risiko) über die Zukunftsentwicklung einer potenziellen Beteiligung führt zu einem hohen Bedarf an teurem Eigenkapital und damit zu einem sinkenden Unternehmenswert. Für eine derartige risikogerechte Bewertung sind alle erforderlichen Methoden und die IT-Hilfsmittel heute schon verfügbar (wie der FutureValue™ Strategie-Navigator).



Dr. Werner Gleißner,
Vorstand, FutureValue Group AG,
Geschäftsführer, RMCE RiskCon GmbH,
Leinfelden-Echterdingen, Lehrbeauftragter
an der European Business School