

# Wertbeiträge verlässlich ermitteln

## Szenariorechnung in der Bewertung von Akquisitionen

Von Ulrich Sommer, Mitglied des Vorstands, und Nils Klamar, Manager und Prokurist Valuation Services, FAS AG\*

*Die Zukunft ist unsicher. Diese Tatsache bereitet sämtlichen Akteuren, die sich mit zukunftsgerichteten Entscheidungen befassen müssen, Kopfzerbrechen. Je mehr Einflussgrößen mit unbekanntem Ergebnis in der Zukunft auf die heutige Entscheidung wirken, desto komplexer und schwieriger wird diese. Eine Entscheidung mit nahezu unendlich vielen Einflussgrößen ist der Erwerb eines Unternehmens. Soll das Target gekauft werden, wenn ja, zu welchem Preis? Die Disziplin der Unternehmensbewertung versucht nun diese Entscheidung auf eine einzige Zahl zu reduzieren. Ist der ermittelte Unternehmenswert größer als der geforderte Kaufpreis, wird der Kaufvertrag unterschrieben. Ist das das richtige Maß an Komplexitätsreduktion?*

### Unternehmensbewertung in der Transaktionspraxis

Wie der Wert eines jeden möglichen Assets wird auch der Wert eines Unternehmens durch die zukünftig realisierten Cashflows bestimmt. Anders als bei manch anderen Vermögenswerten unterliegt der Cashflow eines Unternehmens jedoch unzähligen Variablen. Ist das neue Produkt erfolgreich? Wie ent-



Ulrich Sommer

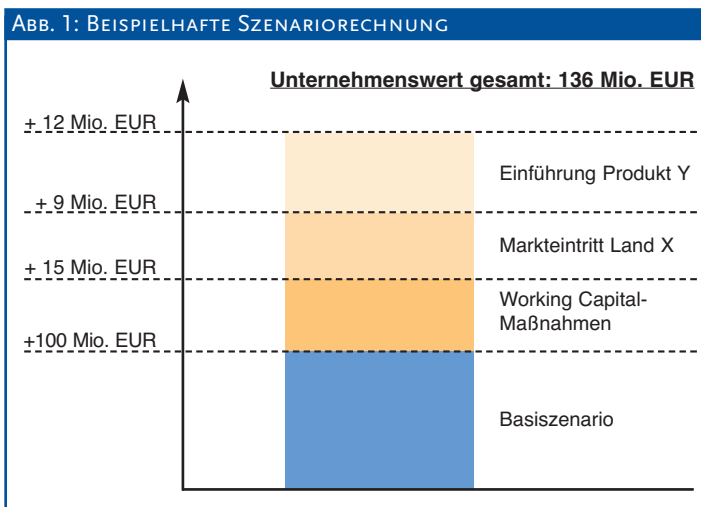


Nils Klamar

wickelt sich der Absatz in welcher Region? Wie entwickeln sich die Einkaufspreise? Funktioniert die Zusammenlegung der Werke? In der Unternehmenspraxis wird der Ausgang eines jeden unsicheren Ereignisses geschätzt und in der Unternehmensplanung aggregiert, um sich in der Folge daran zu orientieren.

In der M&A-Praxis wird nun die Tatsache, dass diese Planung aufgrund vieler verschiedener Einzelmaß-

nahmen zustande gekommen ist, selten berücksichtigt. In der Regel wird die Entscheidung auf ein durch den Unternehmens- bzw. M&A-Berater oder aber einen Wirtschaftsprüfer erstelltes Bewertungsgutachten gestützt. In diesem wird die Planung auf generelle Plausibilität untersucht und ggf. pauschal adjustiert. Die adjustierte Planung wird diskontiert. Der Unternehmenswert ist das Ergebnis der Bewertung. Dieses Verfahren ist theoretisch nicht falsch. Die Reduktion der Komplexität der Entscheidung ist ja eben Gegenstand der Unternehmensbewertung.



Quelle: FAS AG

\*) Ulrich Sommer, CPA, CVA, ist Mitglied des Vorstands und leitet den Bereich Valuation Services; Nils Klamar ist Manager und Prokurist im Bereich Valuation Services der FAS AG, Stuttgart. Kontakt: ulrich.sommer@fas-ag.de, nils.klamar@fas-ag.de

Der Wertbeitrag unterschiedlicher Bestandteile des Cashflows wird für den Entscheider der Transaktion jedoch innerhalb dieses Verfahrens nicht ersichtlich.

Einen anderen Ansatz verwenden die simulationsbasierten Unternehmensbewertungsverfahren. Bezüglich der Eingangsdaten, z.B. des Einkaufspreises für eine Tonne Stahl, werden keine Punktschätzungen vorgenommen, sondern vielmehr Wahrscheinlichkeitsverteilungen geschätzt. Aus vielen verschiedenen Verteilungen der einzelnen Parameter werden mit Hilfe von Monte-Carlo-Simulationen ebenfalls Verteilungen des Unternehmenswertes errechnet. Die unterschiedlichen Ergebnisse der unterschiedlichen Umweltszenarien werden so deutlich besser berücksichtigt. In der Praxis sind diese Verfahren jedoch kaum verbreitet. Dies liegt nach Einschätzungen der Verfasser zum einen an der starken Erhöhung des Aufwands für die Bereitstellung der Eingangsdaten, zum anderen an der Komplexität des Verfahrens. Das Zustandekommen des Bewertungsergebnisses kann oft lediglich durch Spezialisten nachvollzogen werden und stößt bei Entscheidern daher auf Misstrauen.

### Szenariorechnung als Mittel optimaler Komplexitätsreduktion

Als gangbarer Mittelweg der Komplexitätsreduktion erscheint die Berechnung von Szenarien als geeignet. Je nach Branche können diese Szenarien unterschiedlich aufgebaut sein. Einfache Varianten beziehen sich oftmals lediglich auf verschiedene Wachstumsszenarien. Informativer ist jedoch die Bewertung einzelner Maßnahmen.

Insbesondere in einem Verkaufsprozess ist die Unternehmensplanung oftmals mit zahlreichen Performance-Verbesserungen angereichert, die die „Story“ des Verkäufers wiedergeben. Beispiele sind hier der Markteintritt in neue Regionen, Working-Capital-Verbesserungen, Einführung neuer Produkte. Mittels Financial Modeling lässt sich der Cashflow-Beitrag und damit auch der Wertbeitrag dieser Maßnahmen leicht ermit-

teln. Das Ergebnis ist eine Darstellung wie in Abb. 1. Ausgehend von einem Basisszenario mit Wert von 100 Mio. EUR wird der Wertbeitrag der einzelnen Maßnahmen addiert. Können alle Maßnahmen wie geplant realisiert werden, ergibt sich ein Unternehmenswert von 136 Mio. EUR. Vorteil dieser Berechnungsart: Für den Entscheider ist der Wert der einzelnen Maßnahmen unmittelbar ersichtlich. Es können so leicht eigene Einschätzungen bezüglich der Bewertung des gesamten Unternehmens im Hinblick auf die Realisierbarkeit einzelner Maßnahmen getroffen werden. Da die Quelle des Diagramms lediglich ein etwas aufwändigeres Discounted-Cashflow-Modell darstellt, kann auch die Quelle der Werte nachvollzogen werden.



Insbesondere in einem Verkaufsprozess ist die Unternehmensplanung oftmals mit zahlreichen Performance-Verbesserungen angereichert, die die „Story“ des Verkäufers wiedergeben.

#### Fazit

Unternehmensbewertung ist die Suche nach der optimalen Komplexitätsreduktion. Je weiter Informationen verdichtet werden, desto mehr Informationen gehen gleichzeitig verloren. Ein klassisches Bewertungsgutachten ist der Extremfall der Verdichtung, Risikosimulationsmodelle sind differenzierter, aber auch deutlich aufwändiger. Einen Mittelweg in der Darstellung stellt die Szenariorechnung dar. Unterschiedliche Basisszenarien und der Wertbeitrag verschiedener Performance-Maßnahmen können hier für den Entscheider übersichtlich dargestellt, deren Wahrscheinlichkeit besser eingeschätzt werden.