Unternehmensbewertung und Rating

(WP/StB/CRA Hermann Pointl)

A. Problemstellung

Aufgabe des Unternehmensratings ist es, ein Unternehmen mit seiner Wertschöpfungskette zu beurteilen. Dies bedeutet, nicht den Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln, sondern die Nachhaltigkeit der Bonität bei einem vorgegebenen Prognosehorizont (i.d.R. der Kreditlaufzeit) zu bestimmen; wenngleich sowohl bei der Unternehmensbewertung als auch beim Unternehmensrating die zukünftige Ertrags- und Finanzkraft (Zukunftsorientierung) entscheidende Beurteilungsparameter sind. Insbesondere das Ertragswert- und die DCF-Verfahren stellen ausschließlich auf die künftige Ertragskraft (Cashflow-Zuflüsse) ab, deren Zahlungsströme in Planrechnungen einzelner Perioden zugeordnet und mit einem Kapitalkostensatz diskontiert werden.

Wenn also für den Wert (die Bonität) eines Unternehmens die durch das Wirtschaften künftig entstehenden Zahlungsströme wesentlich sind und damit die Ertrags- und Finanzlage eines Unternehmens abbilden, stellt sich die Frage, ob sich die Rating- und Unternehmensbewertungsansätze sinnvoll ergänzen oder sich konkurrierend gegenüberstehen.

B. Methodik der Unternehmensbewertung und des Unternehmensratings

1. Cashflow als zentrale Komponente von Unternehmensbewertungen

Ausgangsgrundlage für den Unternehmenswert sind regelmäßig die Nettozuflüsse (Cashflows) als prognostizierte und periodisierte Ausschüttungsgrößen (unter Beachtung von Entnahme-/ Ausschüttungs- und Reinvestitionsrestriktionen). Ausgangspunkt für die Ermittlung der Cashflows (Nettozuflüsse) ist regelmäßig das operative Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) und damit das Potential an finanziellen Mitteln, die für Ausschüttungen an die Eigenkapitalgeber, zur Bedienung des Fremdkapitals und für Steuerzahlungen zur Verfügung stehen. Die Abschreibungen werden bei dieser EBIT-Betrachtung in Form der geplanten (Re)investitionen berücksichtigt.

Der Wert eines Unternehmens wird somit ausschließlich unter der Voraussetzung finanzieller Ziele durch den Barwert (Kapitalwert) der mit dem Eigentum an dem verbundenen Unternehmen prognostizierten Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner bestimmt. Der Prognosezeitraum wird i.d.R. in eine Phase der begründeten Schätzung von periodisch schwankenden Nettocashflows (= Detailplanungsperiode) und eine sich daran anschließende Phase, in der von konstanten Zahlungsströmen ausgegangen wird (= ewige Rentenphase), unterteilt. Die Grundannahme bei der Unternehmensbewertung ist eine unendliche Lebensdauer (Going Concern). Danach ergibt sich der Unternehmenswert (Kapitalwert) nach folgender (vereinfachter) Barwertformel:[3)]

$$BKW_0 = \underbrace{\sum_{t=1}^{T} D_t \, (1+r_{EK})^{-t}}_{\text{Detailplanungsphase}} + \underbrace{\frac{D_{T+1}}{r_{EK}} \, (1+r_{EK})^{-T}}_{\text{Fortführungsphase}}$$

Barwert der ewigen Rente

Alternativ Barwert Liquidationswert

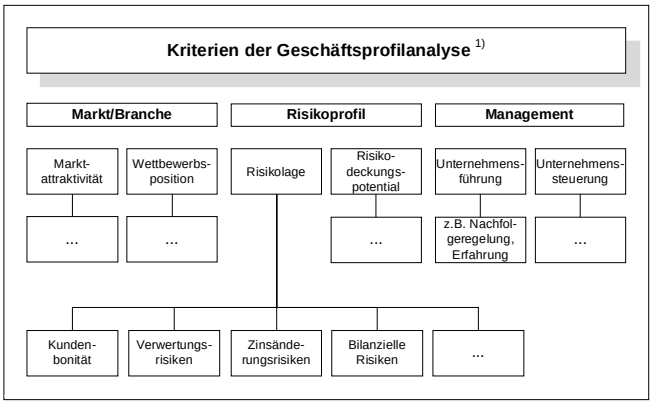
BKW_0	Bruttokapitalwert- bzw. Unternehmenswert
D_t :	Einzahlungsüberschüsse (Ausschüttungen)
r_{EK} :	Kalkulations-/Kapitalisierungszinssatz (nach CAPM: $r_{EK} = i+Z$)
t :	Periodenindex bzw. Planjahr
T+1 :	Beginn der ewigen Rente
i :	risikoloser Zinssatz (Basiszins)
Z :	Risikozuschlag ($Z = [r_m - i / x\ \beta)$

2. Ansätze der Ratingmethodik

Das Unternehmensrating unterteilt sich grundsätzlich in eine quantitative und qualitative Analyse.

Bei der **quantitativen Analyse** werden im Wesentlichen die nachhaltige Ertragskraft und die nachhaltigen Kapitalverhältnisse des Unternehmens untersucht (sog. **Finanzprofilanalyse**). Ausgangspunkt des Ratings sind hierbei die Jahresabschlüsse, die um ungewöhnliche, aperiodische oder einmalige Sachverhalte bereinigt werden. Darauf aufbauend können dann Kennzahlen errechnet und Kennzahlensysteme errichtet werden. Die Ertragskraft oder die Rentabilität des Unternehmens im Zeitablauf und mit Unternehmen mit gleichem Geschäftsmodell (Branche) sind von großer Bedeutung. Bereinigte Rentabilitätskennzahlen, Kostendeckungsquoten oder Ertragsentwicklungen im Zeitablauf geben Hinweise über die Marktakzeptanz des Unternehmens. Auch die Kapitalverhältnisse ergeben Aussagen über die ökonomische Risikotragungsfähigkeit des Unternehmens.

Bei der **qualitativen Analyse** werden die strukturellen und prospektiven Kriterien des zugrunde liegenden Wertschöpfungsprozesses beurteilt (sog. **Geschäftsprofilanalyse**). Die Geschäftsprofilanalyse i.R.d. Ratingprozesses wird nach der Beurteilung der strategischen Ausrichtung des Unternehmens üblicherweise in die Bereiche Risikoprofil, Management und Markt unterteilt.



Kern der Analyse ist zu beurteilen, inwieweit ein Unternehmen nach Eintritt des Risikofalls in seinem Fortbestehen gefährdet ist bzw. inwieweit die Kapitalverhältnisse einen ausreichenden Puffer für wirtschaftliche oder finanzielle Einbrüche darstellen. Die vorgenannten Bereiche lassen sich nur schwer in harte Kennzahlen fassen und erfordern in der Ratingbeurteilung daher eine gesamtheitliche Betrachtung.

Bei der Bonitätsbeurteilung durch das (qualitative) Rating unterbleibt regelmäßig eine Quantifizierung von Zahlungsströmen, die aber durch die Einbeziehung von Risikoaspekten kompensiert werden soll. Da das Risiko - wie bei der Unternehmensbewertung - nicht in der Verminderung von Zahlungseingängen, in der Erhöhung erwarteter Auszahlungen oder in der Verwendung eines risikoadjustierten Zinssatzes in einem Diskontierungssatz, sondern durch Quantifizierung des Einflusses auf das Ratingobjekt als Ganzes betrachtet wird, ist die Gefahr der Überschätzung des Risikos beim Ratingprozess gegeben (= keine systematische Komponente erhöhter Risikoaversion).

C. Anwendung von Rating- und Unternehmensbewertungsergebnissen

1. Anwendungsfelder

Der Anlass für die Durchführung von Unternehmensbewertungen sind der Kauf, Verkauf, Auf- und Abspaltungen von Unternehmen, der Eintritt und Austritt von Gesellschaftern sowie Abfindungen aufgrund gesetzlicher oder vertraglicher Regelungen.

Der Anlass für die Durchführung von Ratings ist weniger komplex, weil die Beurteilung der Überlebens- bzw. Fortführungsfähigkeit des Unternehmens im Vordergrund steht. Allerdings ist der Adressatenkreis bei Ratings viel heterogener als bei Unternehmensbewertungen, weil sich sowohl der Kapitalmarkt als auch die Stakeholder für die Bonität des Unternehmens interessieren.

2. Preis versus Wert eines Unternehmens als Zielgröße

Unternehmenswerte sind das Ergebnis modellspezifischer Bewertungsannahmen und stellen damit nicht den „wahren" Wert eines Unternehmens dar, sondern einen auf dem gewählten Bewertungsmodell basierenden Wert (z.B. der objektivierte Unternehmenswert). Der Wert eines Unternehmens ist regelmäßig nicht der vereinbarte Peris, unabhängig davon, dass am Markt beobachtbare Preise für Unternehmen als objektiviert gelten können, da sie zwischen fremden Dritten zur Einigung im Rahmen eines Kaufs geführt haben.

3. Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default) als Zielgröße

Die Maßeinheit „Probability of Default" (PD) hat keine direkte Bedeutung in Unternehmensbewertungsmodellen.

Mit der **Ausfallwahrscheinlichkeit** eines Unternehmens wird die Wahrscheinlichkeit untersucht, ob dieses Unternehmen künftig in der Lage sein wird, seine Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen (§§ 17 und 18 InsO) oder überschuldet ist (§ 19 InsO).

Damit wird deutlich, dass ein Unternehmen durchaus über positive Cashflows verfügen kann - und damit einen positiven Unternehmenswert aufweist -, aber dennoch im Ratingurteil die Default-Klasse belegen wird. Hier zeigt sich ein grundlegender Unterschied. Während die **Ermittlung der Ausfallwahrscheinlichkeit die Zielsetzung einer Ratinganalyse** ist, misst ein Unternehmensbewertungsmodell dem Objekt „nur" einen Wert zu. Die Höhe der ermittelten Ausfallwahrscheinlichkeit ist jedoch unabhängig von dem verwendeten Unternehmensbewertungsmodell, wird allerdings eine hohe Korrelation zum Unternehmenswert aufweisen.

Wird z.B. bei schwächeren zurückliegenden Jahren und positiver Zukunftseinschätzung auf das von der Finanzverwaltung präferierte **vereinfachte Ertragswertverfahren** zurückgegriffen, weil dieses bei der Wertbestimmung die vergangenen drei Geschäftsjahre berücksichtigt, während das vom IDW bevorzugte individuelle Ertragswertverfahren (IDW S 1) künftige Ergebnisse als maßgeblich erachtet, so ändert sich die PD des Unternehmens in beiden Fällen nicht.

4. Kombinierbarkeit von Rating und Unternehmensbewertung

In der Praxis stellt sich die Frage, ob die Kombination oder die Verknüpfung von Rating und Unternehmensbewertung - trotz der unterschiedlichen Ausrichtung bei ähnlichen Zielsetzungen - zu besseren Ergebnissen in der Beurteilung eines Unternehmens führen kann.

Ist der Unternehmenswert größer Null, kann die Insolvenz eines Unternehmens nicht ausgeschlossen werden, da zwar zum Bewertungsstichtag positive Cashflows angenommen werden, aber die Tragfähigkeit eines stabilen Geschäftsmodells zweifelhaft sein kann. Umgekehrt bringt ein positives Ratingergebnis ein tragfähiges Geschäftsmodell zum Ausdruck, aber bei einem fehlenden oder geringen Unternehmenswert kann ein Investment nur aus strategischen Überlegungen eingegangen werden.

Die Kombination von Unternehmensbewertung und Ratingbeurteilung drängt sich dahingehend auf, wenn die Adjustierung der Zahlungsreihen mit Erwartungswerten vorgenommen wird, die

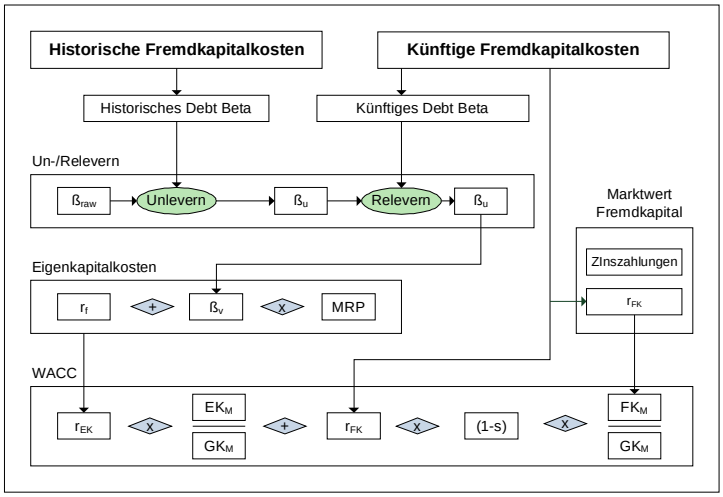
durch Ausfallprognosen (PD) gewonnen worden sind.

Grundsätzlich sollte - aus dieser Erkenntnis heraus - die Unternehmensbewertung um ein Rating ergänzt werden (wegen valider Zukunftseinschätzung).

D. Sonderfunktionen des Unternehmensratings in der Unternehmensbewertung

1. Relevanz von Fremdkapitalkosten

Neben den in den finanziellen Überschüssen (Cashflows) berücksichtigten Zinszahlungen beeinflussen die Fremdkapitalkosten den Kapitalisierungszinssatz (im Nenner der Barwertformel). Folgende Parameter des Kapitalisierungszinssatzes werden von den Fremdkapitalkosten beeinflusst:[5]



Die Eigenkapitalkosten werden häufig unter der Annahme eines risikolosen Fremdkapitals (Debt Beta = 0) ermittelt; bei der Ermittlung des WACC (Weighted Average Cost of Capital) bzw. bei der Ermittlung der Höhe der Zinszahlungen i.R.d. Ertragswertverfahrens fließen dagegen i.d.R. die tatsächlichen Fremdkapitalkosten ein, die den risikolosen Zinssatz übersteigen.

Dabei unterstellt insbesondere das CAPM (Capital Asset Pricing Model), dass das Fremdkapital keinem Ausfallrisiko unterliegt und somit dem risikolosen Zinssatz entspricht. In der Realität ist diese Voraussetzung jedoch nicht erfüllt. Fremdkapitalgeber fordern zur Kompensation ihres Ausfallrisikos eine Risikoprämie (Credit Spread). Der risikobehaftete Fremdkapitalkostensatz (r_{FK}) setzt sich somit aus dem risikolosen Zinssatz (r_f) und dem Credit Spread zusammen. Somit wird deutlich, dass (bei Un-/Relevern) grundsätzlich die Formeln unter Berücksichtigung eines Debt Beta herangezogen werden sollten, um eine Inkonsistenz bei der Ermittlung von Kapitalkosten zu vermeiden.

Die Fremdkapitalkosten eines Unternehmens können direkt (bei Verwendung von marktgehandelten Anleihen) oder indirekt (mit Hilfe der Durchschnitts-/Effektivzinsmethode oder „Rating-Methode“) ermittelt werden. Die Rating-Methode ermittelt Fremdkapitalkosten aus der Analyse kapitalmarktnotierter Anleihen von Unternehmen unterschiedlicher Branchen und Ratingeinstufungen. Zur Bestimmung der Fremdkapitalkosten der risikobehafteten Vergleichsanleihen werden Zinsstrukturkurven in Abhängigkeit vom jeweiligen Rating ermittelt, so dass durch einen Vergleich dieser Kurven mit der risikolosen Kurve dann Credit Spreads abgeleitet werden können. Ist das Rating des zu bewertenden Unternehmens bekannt, lassen sich die Fremdkapitalkosten bzw. Credit Spreads direkt ableiten; existiert kein Rating, kann auf das durchschnittliche Rating einer Branche oder Peer Group abgestellt werden.

Die vorgenannten Ausführungen zeigen, dass das Rating in der Unternehmensbewertung - wie hier bei der Ermittlung des Betafaktors (i.R.d. Einflusses des Verschuldensrisikos) - im Kapitalisierungszinssatz integriert werden kann.

2. Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten

Aus Sicht der Unternehmensbewertung für KMU ist - neben der fehlenden Diversifikation - ein wesentliches Unterscheidungsmerkmal zu börsennotierten Unternehmen, dass die Eigentumsrechte nicht wie Aktien an Börsen gehandelt werden (eingeschränkte Fungibilität).

Prinzipiell müssen kapitalwertorientierte Bewertungen auf Erwartungswerten von künftigen Zahlungsüberschüssen basieren. In der Phase der ewigen Rente wird - außer bei Sondertatbestän-

den - eine unendliche Unternehmensfortführung unterstellt, aber von konstanten oder konstant wachsenden Zahlungsüberschüssen ausgegangen. Allerdings kann die Lebensdauer eines Unternehmens ungeplant früher enden, wenn Insolvenz eintritt. Insolvenzgründe sind Zahlungsunfähigkeit und bei Kapitalgesellschaften zusätzlich Überschuldung. Dabei steht die Möglichkeit einer Insolvenz nicht im Widerspruch zur erwarteten Unternehmensfortführung. Der „Zähler" in der Barwertformel gibt den Erwartungswert der Zahlungsüberschüsse aller möglichen Zukunftsszenarien wieder. Das Insolvenzszenario ist **ein** wahrscheinlichkeitsgewichtetes Szenario i.R.d. Bandbreiten aller möglichen zukünftigen Entwicklungen. So wird in der Literatur vorgetragen, dass die Insolvenzwahrscheinlichkeit bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) statistisch eine Größenordnung erreicht, die in einem Bewertungskalkül berücksichtigt werden sollte. Bei einer jährlich konstanten Insolvenzwahrscheinlichkeit von p = 1 % = 0,01 beträgt die Überlebenswahrscheinlichkeit im ersten Planjahr 0,99 oder 99%; für das zweite Planjahr gilt eine Überlebenswahrscheinlichkeit von $(1-0{,}01)^2$ = 98,01 %. Faktisch wirkt sich die Insolvenzwahrscheinlichkeit wie eine „negative Wachstumsrate" aus (= Faktor 1-p).[2)]

Insolvenzwahrscheinlichkeiten lassen sich aus Sicht der Eigenkapitalgeber nicht messen. Fremdkapitalgeber berücksichtigen dagegen Ausfallwahrscheinlichkeiten ihrer künftigen Zins- und Tilgungseinnahmen i.R.d. Kalkulation der Zinskonditionen, das sich im Rating ausdrückt.

Durch ein Kreditrating wird die Fähigkeit eines Kreditnehmers beschrieben, seinen eingegangenen Zahlungsverpflichtungen in der Zukunft nachzukommen. Es berücksichtigt insoweit u.a. das Gesamtrisiko eines Kreditengagements (unsystematische und systematische Risiken).

Insolvenz- und Ausfallwahrscheinlichkeit sind nicht völlig deckungsgleich. Im Rating drückt sich insbesondere auch die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz aus. Ratingbasierte Schätzungen von Ausfallwahrscheinlichkeiten können daher einen Anhaltspunkt für die Einschätzung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten geben. Die Ausfallwahrscheinlichkeit wird aber als geeignete Annäherung an die Insolvenzwahrscheinlichkeit angesehen.

Ratingeinschätzungen können wie folgt systematisiert werden:[2)]

1. externes Rating
2. synthetisches Rating
3. simulationsbasiertes Rating.

Zu 1:
Liegen aktuelle **externe Ratingeinschätzungen** für das Unternehmen vor, können diese für die nähere Zukunft herangezogen werden. Neben der Ratingeinschätzung des Unternehmens muss auch bekannt sein, welche Zuordnung zwischen den Ratingklassen und den (aktuellen) Insolvenzwahrscheinlichkeiten bestehen. Bei externen Ratingeinschätzungen ist kritisch zu würdigen, ob diese (oft historische) Einschätzung zur erwarteten künftigen Entwicklung des Unternehmens passt (sog. Planungskonformität) oder ob Anpassungen notwendig sind.

Für die Einschätzung der Insolvenzwahrscheinlichkeit am Ende des Detailplanungszeitraums ist jedoch zu prüfen, ob die momentane Ratingeinschätzung eine gute Approximation der geplanten Verhältnisse des Unternehmens zu Beginn des Restwertzeitraums als erwartete langfristige Einschätzung zur Insolvenzwahrscheinlichkeit darstellt. Eine Anpassung kann dann z.B. über ein synthetisches Rating basierend auf Finanzkennzahlen zu Beginn der ewigen Rente (Restwertzeitraum) gewonnen werden.

Für KMU wird eine externe Ratingeinschätzung i.d.R. nicht vorliegen. Eine planungskonsistente Abschätzung der Insolvenzwahrscheinlichkeit kann hier mit einem nachvollziehbaren synthetischen Finanzkennzahlenrating (2) oder einer simulationsbasierten Ratingprognose (3) erfolgen.

Zu 2.:
Synthetische Ratings werden auf der Basis von vereinfachten Ratingmodellen durchgeführt. *Statische Ratings* nehmen die Ratingeinschätzung lediglich zu einem zukünftigen Zeitpunkt vor. Für die Unternehmensbewertung sollte dabei auf die Verhältnisse zu Beginn des Restwertzeitraums abgestellt werden. *Dynamische Ratingverfahren* nehmen eine periodenspezifische Ratingeinstufung auf Basis von Finanzkennzahlen aus der der Bewertung zugrunde liegenden Planungsrechnung vor.

Ratingverfahren von Banken basieren typischerweise zu erheblichen Teilen auf der Auswertung harter quantitativer Informationen und dabei insbesondere auf der statistischen Analyse von aus Jahresabschlüssen abgeleiteten Finanzkennzahlen. Viele Studien zu Insolvenzprognosemodellen beschränken sich daher von vornherein ausschließlich auf die Analyse derartiger Finanzkennzahlen (Finanzkennzahlenrating).

Für synthetische Ratings auf der Basis von Bilanzkennzahlen gibt es verschiedene Alternativen:

a) Die am stärksten vereinfachenden Modelle ziehen lediglich **eine** Kennzahl, wie z.B. die Zinsdeckungsquote (ZDQ) zur Insolvenzprognose heran. Eine einfache Abschätzung der Ausfallwahrscheinlichkeit p zeigt folgende Gleichung:

$$ZDQ = \frac{EBIT}{Zinsaufwand}$$

b) Es gibt ein weiteres einfaches Ratingmodell, bei dem im Rahmen der Ausfallwahrscheinlichkeit lediglich die Eigenkapitalquote (EKQ) und Gesamtkapitalrendite (ROCE) berücksichtigt wird.

c) Mehrere Kennzahlen berücksichtigt das „Z-score-Modell von Altmann (vgl. Altmann, JoF 1968, S. 589 - 610).

Zu 3.:
Mit Hilfe von **Simulationsmodellen** erhält man unter Nutzung von Methoden der Monte-Carlo-Simulation eine Wahrscheinlichkeitsverteilung der verschiedenen Plangrößen der Erfolgs-, Bilanz- und Zahlungsrechnung. Diese Daten lassen sich in zweifacher Hinsicht nutzen:

a) Als Erstes lassen sich kennzahlenbasierte Ratingprognosen ableiten, in denen bei jedem Simulationslauf die Ausprägungen der maßgeblichen Finanzkennzahlen aus der Unternehmensplanung berechnet werden. Im Ergebnis erhält man eine Wahrscheinlichkeitsverteilung der künftigen Ratingentwicklung.

b) Konzeptionell anders gehen direkte Ratingprognosen mit Hilfe von Simulationsmodellen vor. Hier wird für jedes Jahr der Planungsrechnung die Wahrscheinlichkeit einer Überschuldung bzw. Illiquidität errechnet. Dies kann zu periodenspezifischen Ratingeinstufungen genutzt werden. Damit lassen sich direkt die Erwartungswerte der Zahlungsüberschüsse unter Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten planungskonform ermitteln.

Falls Insolvenzrisiken im Erwartungswert der Zahlungsüberschüsse (Cashflows) nicht enthalten sind, lassen sich Insolvenzrisiken insbesondere bei KMU im Bewertungsmodell berücksichtigen. Für die ewige Rente (Restwert) wird in Anpassung des CAPM-Standardmodells - **ohne/mit** nachhaltiges/em Wachstum folgende Formel vorgeschlagen:[2) 6)]

ohne Wachstum	*mit Wachstum*
$UW_o = \frac{E(ZÜ) \times (1-p)}{K+p}$	$UW_o = \frac{E(ZÜ) \times (1-p)}{K-w+px(1+w)}$

UW_o = Unternehmenswert (zum Zeitpunkt O)
E(ZÜ) = Erwartungswert der Zahlungsüberschüsse ohne Insolvenzrisikoansatz
k = Kapitalisierungszinssatz
p = Insolvenzwahrscheinlichkeit

Grundlage des Modells ist die Annahme, dass die Planungsrechnung nicht auf dem Erwartungswert der mit den Eintrittswahrscheinlichkeiten gewichteten Szenarien basiert, in der Insolvenzrisiken in der Zahlungsüberschussprognose nicht berücksichtigt sind (abnehmende finanzielle Überschüsse sind somit in den kapitalisierten Überschüssen nicht berücksichtigt).

Beispiel zum Einfluss der Insolvenzwahrscheinlichkeit auf den Restwert der ewigen Rentenphase[2)]

Rating	Nachhaltige Insolvenzwahrscheinlichkeit p.a.	Restwert (= ewige Rente/ Phase II)	Abweichung
AAA	0,1 %	992	-0,8 %
AA	0,1 %	992	-0,8%
A	0,2 %	978	-2,2 %
BBB	0,6 %	939	-6,1 %
BB	1,6 %	845	-15,5 %
B	2,9 %	749	-25,1 %
CCC/C	5,5 %	605	-39,5 %

Die Ausführungen zeigen, dass zumindest i.R.e. Alternativrechnung eine Unternehmensbewertung mit einer ratingunterstützten Annahme einer Ausfallwahrscheinlichkeit verbesserte Erkenntnisse bei der Fortführungsprognose liefern können.

3. Ratingabhängige Risikozuschläge unter Berücksichtigung von Beleihungsgrenzen

In einem unvollkommenen Kapitalmarkt sind Eigen- und Fremdkapitalkosten von Finanzierungsrestriktionen und der Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating) abhängig. In der Literatur wird dargestellt, dass speziell für nicht börsennotierte mittelständische Unternehmen (KMU) durch ratingabhängige Risikozuschläge eine konsistente Bewertung von Eigen- und Fremdkapital dahingehend möglich ist, **wenn der Risikozuschlag im Diskontierungszinssatz (im CAPM) von der Beleihungsgrenze abhängig ermittelt wird**, die sich wiederum aus dem Ziel-Rating ableiten lässt.[4)]

Ausgangsgrundlage ist dabei das Konzept der Kapitalmarktlinie, in welchem jedem Anleger ein Investment in ein breites Aktienportfolio offensteht. Dabei greifen aber bei KMU insbesondere Finanzierungsrestriktionen (z.B. Beleihungsgrenze von 50 % bis 60 % des Kurswerts für Aktienlombardkredite = b / %). Danach ergibt sich für ein Gesamtinvestment (Io), das durch Eigen- und Fremdkapital (Io = EK + FK) finanziert wird, folgende formelhafte Darstellung:[4)]

$$FK^{max} = b \times (EK+FK) = FK^{max} = \frac{b \times EK}{1-b}$$

Unter Berücksichtigung der Kapitalmarktlinie ergibt sich dann: Der Risikozuschlag (r_Z) auf den (risikolosen) Basiszins (r_f) eines nicht börsennotierten Unternehmens (KMU) beträgt das 1:(1-b)-fache der Marktrisikoprämie, also

$$r_Z = \frac{1}{1-b} \times (r_m^e - r_f)$$

ist die erwartete Rendite des Marktportfolios.

Diese Heuristik wird als Spezialfall des Konzepts der „ratingabhängigen Eigenkapitalkosten" interpretiert. Die Beleihungsgrenze (= bp) ist unmittelbar abhängig vom Risikoumfang und der von den Gläubigern (Kreditinstituten) akzeptierten Ausfallwahrscheinlichkeit (p) und damit dem sog. Ziel-Rating.

Bei der Ableitung ratingabhängiger Risikozuschläge sind die zu erwartenden Eigenkapitalrenditen (Eigenkapitalkosten) und Risikozuschläge in Abhängigkeit der vom Gläubiger akzeptierten Insolvenzwahrscheinlichkeit abzuschätzen, indem berechnet wird, welche erwartete Rendite das Investment in einem Aktienportfolio (Marktportfolio) hätte, wenn dieses aufgrund eines Einsatzes von Fremdkapital die gleiche Ausfallwahrscheinlichkeit aufweisen würde. Dieser notwendige Anteil des Eigenkapitals kann in Abhängigkeit der erwarteten Rendite des Marktportfolios (r_m^e), der Standardabweichung dieser Rendite (σ_m) - beide sind empirisch zu ermitteln - und der akzeptierten Insolvenzwahrscheinlichkeit (p) mittels Rating aus dem unteren p-%-Quantil (Value-at-Risk als Umfang möglicher Verluste) der Rendite ermittelt werden.

Der Risikozuschlag auf den risikolosen Basiszins - bei der Bestimmung von Eigenkapitalkosten - ist somit - im vorgestellten Verfahren - das 1 : (1-b) -fache der Marktrisikoprämie, wobei b die von der maximal akzeptierten Insolvenzwahrscheinlichkeit abhängige Obergrenze der Fremdfinanzierung, also die „Beleihungsgrenze", darstellt.

Dr. Langenmayr und Partner mbB
Wirtschaftsprüfer Rechtsanwälte Steuerberater

Hermann Pointl
Wirtschaftsprüfer
Steuerberater
Certified Rating Adviser

10. Januar 2014

L I T E R A T U R

1 Thiel, Dirk, Unternehmensbewertung für Ratingzwecke, S. 655 - 670, in: Petersen / Zwirner / Brösel (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, Bundesanzeiger Verlag 2013

2 Arbeitskreis Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen des IACVA e.V., in Bewertungs-Praktiker Nr. 1 / 2011, S. 12 - 22, Der Bewertungsservice von DER BETRIEB und IACVA 2011

3 Wollny, Christoph, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 11 - 34, 2. Aufl. 2010, NWB-Verlag

4 Gleißner, Werner und Knoll, Leonard, Konsistente Bewertung von Eigenkapital und Fremdkapital durch ratingabhängige Risikozuschläge: ein Vorschlag für KMU, S. 2283 - 2285, in: Betriebs-Berater 2011

5 Dörschell / Franken / Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 291 - 312, 2. Auflage 2012, IDW-Verlag

6 Ihlau / Duscha / Gödecke, Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, S. 207 - 218, Springer-Gabler Verlag 2013