

Veröffentlicht in

KSI

Ausgabe 01/ 2009

„IT-gestützte Abschätzung der Erfolgswahrscheinlichkeit von
Restrukturierungs – und Sanierungsprojekten – eine Fallstudie.
Konsequenzen für die Bewertung von Krediten und Private-Equity-
Engagements“
S. 23-27

Mit freundlicher Genehmigung
der KSI-Redaktion,
Erich Schmidt Verlag Berlin

(www.ESV.info)

IT-gestützte Abschätzung der Erfolgswahrscheinlichkeit von Restrukturierungs- und Sanierungsprojekten – eine Fallstudie

Konsequenzen für die Bewertung von Krediten und Private-Equity-Engagements

Martin Buchegger / Dr. Werner Gleißner / Endre Kamaras*

Um in Krisenfällen nicht auf die sog. Bauchentscheidungen zurückgreifen zu müssen, empfiehlt sich der Einsatz entsprechend leistungsfähiger Software zur Quantifizierung der Wirkungen von Handlungsalternativen. Ausgehend von diesen Simulationsergebnissen erfolgt unmittelbar eine Bewertung der Erfolgswahrscheinlichkeit der Sanierungsstrategie. Zudem ist es möglich, die verschiedenen strategischen Handlungsoptionen sowohl aus Sicht der Gläubiger (Rating, Ausfallwahrscheinlichkeit) als auch aus Perspektive der bisherigen Eigentümer oder potenziellen Investoren zu betrachten. Mit den hier vorzustellenden simulationsbasierten (planungskonsistenten) Bewertungsverfahren wird es insbesondere leistbar, die risikobedingte Planungsunsicherheit explizit in der Bewertung zu berücksichtigen und Transparenz über den vorhandenen Grad an Planungssicherheit zu schaffen.

1. Praxisbeispiel zum Problemkreis Sanierungserfolg und Risikobewertung

Ein konkreter Praxisfall: Ein Kreditkunde benötigt dringend zusätzlichen Finanzierungsspielraum. Die Zeit drängt. Im letzten Wirtschaftsjahr gab es einen Ergebniseinbruch, weiterhin ist die Mittelbindung im working capital angestiegen. Die Gründe für diese Fehlentwicklung werden größtenteils als einmalig und extern verursacht dargestellt. Eine Planrechnung eines erst kürzlich

eingesetzten Beraters zeigt gewisse Verbesserungspotenziale auf und stellt für die Zukunft steigende positive Ergebnisse in Aussicht.

Dem Kunden in solchen Fällen die Sanierung seines Unternehmens durch Bereitstellung zusätzlicher Mittel zu ermöglichen, war für die Verantwortlichen in den Banken bisher fast immer auch eine „Bauchentscheidung“:

- Was halte ich von dem Management?
- Wohin geht der Markt?
- Ist das Sanierungskonzept sinnvoll und nachvollziehbar?
- Leistet auch der Eigentümer einen Beitrag? Wie hoch ist der notwendige Sanierungskredit, und in welchem Ausmaß kann dieser besichert werden?
- Daneben natürlich auch andere Überlegungen wie: Wie viel verlieren wir als Bank im Falle einer Insolvenz?
- Bestünde gar ein Anfechtungsrisiko?
- Möglicherweise gäbe es aber auch eine realistische Chance, den Kunden mit einem gewissen Nachlass zu einem anderen Finanzierungsinstitut umzuschulden?

In derart komplexen Entscheidungssituationen kommen verschiedene Personen bei annähernd gleichen Informationen oftmals zu unterschiedlichen Ergebnissen. Die Herausforderung, vor der im Problemfall die Bank A stand, war die Frage, ob man die Vorteilhaftigkeit derartiger Entscheidungen nicht auch berechnen kann.

Diese nachvollziehbare Beurteilung der Sanierungsfähigkeit sollte fallspezifisch (unternehmensspezifisch) beantwortet werden, also unter Berücksichtigung

- der jeweils vorliegenden Situation,
- der Stärken und Schwächen des Unternehmens,
- der möglichen Zukunftsszenarien und
- der Risiken, die Planabweichungen auslösen.

Aufgrund der Zielsetzung einer fallspezifischen und zukunftsorientierten Bewertung der Erfolgswahrscheinlichkeit von Restrukturierungs- oder Sanierungsprojekten war im Praxisfall unmittelbar deutlich, dass die alleinige Anwendung (vergangenheitsorientierter) historisch-statistischer Analysen nicht ausreichend ist. Denn diese berücksichtigen nicht im adäquaten Umfang die individuellen Rahmenbedingungen eines Unternehmens und der möglicherweise realisierbaren Zukunftsszenarien. Zielsetzung der Bank A war es entsprechend, eine Methodik aufzubauen, bei der explizit die jeweiligen Charakteristika des Unternehmens erfasst und mögliche Zukunftsszenarien, die aus der gewählten Restrukturierungsstrategie folgen, analysiert werden. Notwendig war die Entwicklung eines simulationsbasierten Entscheidungsunterstützungssystems, das insbesondere auch die Unsicherheit bezüglich der Zukunftsentwicklung eines Unternehmens aufzeigt, also realistische Bandbreiten der Zukunftsentwicklung explizit beachtet.

Aber nicht nur für die Bank, sondern auch aus der Perspektive der bisherigen Eigentümer und eventuell jener von neuen Investoren (Private-Equity-Investoren) ist es erforderlich zu berechnen, welche Veränderungen des Werts ihres Engagements sich in Abhängigkeit der verschiedenen möglichen Restrukturierungs- und Sanierungsstrategien ergeben. Die Abbildung und Realisierung aller dieser Anforderungen ist nur durch ein IT-Instrumentarium möglich, das sowohl

- die Unternehmensstrategie strukturiert erfasst,

* Martin Buchegger, Senior Analyst Bank Austria Uni Credit Group; Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG (kontakt@futurevalue.de, www.futurevalue.de) und Leiter der Risikoforschung der Marsh GmbH; Endre Kamaras, Partner der FutureValue Group AG.

- die (operative) Unternehmensplanung unterstützt,
- Unsicherheiten durch geeignete Wahrscheinlichkeiten berücksichtigen kann und
- mittels Simulationsverfahren mögliche Korridore für die Zukunftsentwicklung eines Unternehmens (in Abhängigkeit alternativer Strategien) aufzeigt.

Zudem erfordert es die Implementierung von Bewertungsfunktionen, die Kapitalmarktunvollkommenheiten berücksichtigen, also insbesondere konsistent zu den Planungsinformationen (und den mit ihnen verbundenen Risiken) auf geeignete risikogerechte Kapitalkostensätze schließen lassen, so dass eine risikogerechte Bewertung des Unternehmens und der Engagements aller Interessensgruppen möglich wird. Schließlich ist die Erhebung der wesentlichen Input-Größen in möglichst kurzer Zeit erforderlich, was eine Fokussierung auf die wichtigsten Informationen erfordert; bei allen wesentlichen Input-Parametern (Planannahmen) sollte es zulässig sein, anstelle von „Punktschätzungen“ sog. „Konsensbandbreiten“ zu erfassen.

2. Lösungskonzept: Sanierungsstrategiesimulator

Um die Vorteilhaftigkeit von Entscheidungsalternativen der beteiligten Interessensgruppen beurteilen zu können, bedarf es der Abwägung, ob die zu beurteilende Sanierungsstrategie (das Bündel aus operativen und finanziellen Maßnahmen) gegenüber der Alternative (nämlich der Unterlassung dieser Sanierungsstrategie) einen positiven Barwert aufweist. Beschrieben wird im Folgenden eine entscheidungsunterstützende Software, die seitens der Bank Austria in Sanierungsfällen angewendet wird.

2.1 Wie wird der Barwert aus Sicht der Bank berechnet?

Einen Barwert zu berechnen, heißt immer Cashflows der Zukunft auf den (heutigen) Analyse-Tag zu diskontieren. Bei der Kreditbewertung (Perspektive der Bank) sind künftige Tilgungen und Zinszahlungen abzuzinsen. Ein in der Sanierungsphase gewährter Kredit fließt in die Berechnung als Auszahlung und daher mit negativem Vorzeichen ein. Für die Bewertung der Kredite benötigt

man die Insolvenzwahrscheinlichkeit (Ausfallwahrscheinlichkeit) bzw. die Veränderung der Insolvenzwahrscheinlichkeit, die aus einer bestimmten Restrukturierungs- bzw. Sanierungsstrategie resultiert. Die größte Gefahr in der Krise, nämlich jene des Eintritts der Insolvenz, welche dazu führt, dass der Zahlungsstrom aus Zinsen und Tilgungen an den Kreditgeber abreißen würde und nur noch einmalig Zahlungsströme aus der Verwertung von Sicherheiten zufließen, wird somit in der Barwertberechnung explizit berücksichtigt.

Es bedarf folglich einer Methodik zur Abschätzung der Insolvenzwahrscheinlichkeit des Kunden und dies für beide Handlungsalternativen (Durchführung oder Unterlassung der Sanierungsstrategie).

Berechnung der Insolvenzwahrscheinlichkeit: Basierend auf der Eingabe einer Planrechnung, etwaiger Sanierungsmaßnahmen samt eigener Einschätzung und der Eingaben zur Risikoanalyse und Kostenstruktur des Unternehmens wird eine Simulation mit z. B. 300.000 möglichen Zukunftsszenarien gerechnet und geprüft, in wie vielen Fällen Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung des Unternehmens (frei wählbar) eintritt¹.

Besteht die Chance auf Umschuldung des Engagements, kann der höhere der beiden Barwerte unmittelbar mit dieser Alternative verglichen werden.

2.2 Was muss der Anwender der Sanierungssoftware tun?

Die Frage, ob eine Sanierungsstrategie aus Sicht des Kreditgebers vorteilhaft ist, leitet sich von der Einschätzung der Zukunftsentwicklung des Unternehmens ab. Es bedarf daher der Eingabe von Planwerten für zwei Planjahre (1. Planjahr: annahmegemäß Jahr der Sanierung, 2. Planjahr: Jahr nach der Sanierung). Liegt keine vertrauenswürdige Planrechnung vor, kann diese mit wenigen Handgriffen selbst erstellt werden. Hier bietet sich folgende Vorgehensweise an:

- Den letzten Jahresabschluss (bereinigt um einmalige Sondereffekte) als Grundlage für die Zukunft kopieren;
- eventuell klar erkennbare Trends, etwaige außerordentliche Risiken und Schwankungsrisiken einarbeiten;

- Sanierungsmaßnahmen samt eigener Einschätzung separat erfassen (Motto: „Vergangenheit + Maßnahmen = Zukunft“)

Grundsätzlich ist auch die Verwendung subjektiver Schätzungen (z. B. bezüglich der Bandbreite der Eintrittswahrscheinlichkeit eines Risikos) zur Beurteilung der Erfolgswahrscheinlichkeit von Strategien nicht nur möglich, sondern auch notwendig, da letztlich immer die best verfügbaren Informationen im Entscheidungskalkül zu berücksichtigen sind.

Die Software unterstützt den Anwender bei seinen Eingaben durch Bereitstellung einer Vielzahl betriebswirtschaftlicher Konzepte. Zu erwähnen sind

- Kennzahlen und Kennzahlensysteme (DuPont-Schema),
- eine Checkliste zur Risikoanalyse,
- Fragenkataloge zur strategischen Positionierung und der industrieökonomische Ansatz von Michael E. Porter,
- Portfolioanalysen auf Geschäftsfeldbasis sowie
- die Analyse der Wertschöpfungskette und der Erfolgsfaktoren des Unternehmens samt graphischer Auswertungen.

2.3 Wie wird der Erhebungsprozess unterstützt?

Die Software ermöglicht im Rahmen einer schnellen Vorprüfung, ob grundsätzlich eine Sanierungsfähigkeit eines Unternehmens gegeben ist – basierend auf Annahmen, hinsichtlich derer (z. B. im Rahmen eines Workshops) Konsens zwischen den Vertretern der Bank Austria und im entsprechenden Unternehmen erreicht werden kann (ohne Detailanalyse). Hierbei werden – durch eine kursorische Einschätzung – die Erfolgspotenziale (Stärken und Schwächen) sowie die wesentlichen Risiken des Unternehmens beurteilt und es wird zudem eine Abschätzung einer realistischen Plan-GuV sowie Planbilanz nach Ende einer möglichen Sanierung erstellt, die im Rahmen einer „Sanierungssimulation“ genutzt wird, um die Ausfallwahrscheinlichkeit des Unternehmens zu prognostizieren. Auf der Grundlage dieser Ersteinschätzung der Sanierungsfähigkeit ist es möglich zu unterscheiden, ob

¹ Vgl. Gleißner, Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, FB 2002 S. 417–427.

- ein Unternehmen grundsätzlich keine Sanierungschance hat,
- eine Sanierungschance besteht, wenn durch zusätzliches Eigenkapital (z.B. einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft) die Risikotragfähigkeit verbessert wird oder
- durch ein geeignetes Sanierungskonzept „aus eigener Kraft“ eine Sanierung möglich erscheint.

Sofern der zweit- oder drittgenannte Fall eintritt, kann mit Unterstützung der gleichen Softwarelösung (ohne Neueingabe der bereits erfassten Daten) nunmehr eine Detailanalyse und eine Detailentwicklung eines Sanierungskonzepts vorgenommen werden, das (auch hinsichtlich verschiedener Gestaltungsvarianten) bewertet werden kann, z. B. im Hinblick auf

- Veränderungen des Unternehmenswerts,
- Veränderung des Werts des Kreditengagements der Bank A,
- Veränderung der Ausfallwahrscheinlichkeit (Wahrscheinlichkeit für Illiquidität oder Überschuldung),
- potenzielle Wertsteigerungen für einen Private-Equity-Investor.

Für die zweite Aufgabenstellung, die Bewertung des Kreditengagements, erfasst die Software (optional) die wesentlichen Charakteristika der bestehenden Kreditengagements (z.B. Volumen, Sicherheiten, Zinssätze, Zahlungsstrukturen) und berechnet auf dieser Grundlage in Abhängigkeit der jeweils gültigen Marktzinsen und der im Rahmen der Sanierungssimulation (siehe oben) geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeiten den Wert des Kreditengagements. Damit kann die ökonomische Sinnhaftigkeit (die Wertveränderung) des Kreditengagements in Abhängigkeit alternativer Sanierungsstrategien dargestellt werden. Vereinfachend wird hierbei unterstellt, dass nach Ende der (annahmegemäß) einjährigen Sanierungsphase eine neue Ausfallwahrscheinlichkeit besteht, die für alle zukünftigen Perioden als unveränderlich angenommen wird.

Zu erwähnen ist schließlich, dass die erstellte Softwarelösung auch genutzt werden kann, um den Wertbeitrag von Neuengagements (für Neukunden) zu beziffern und auch Beteiligungsfähigkeitsprüfungen zu unterstützen, weil der angemessene Wert einer potenziellen Beteiligung ebenso ermittelt werden kann und auch Verfahren für die geeignete

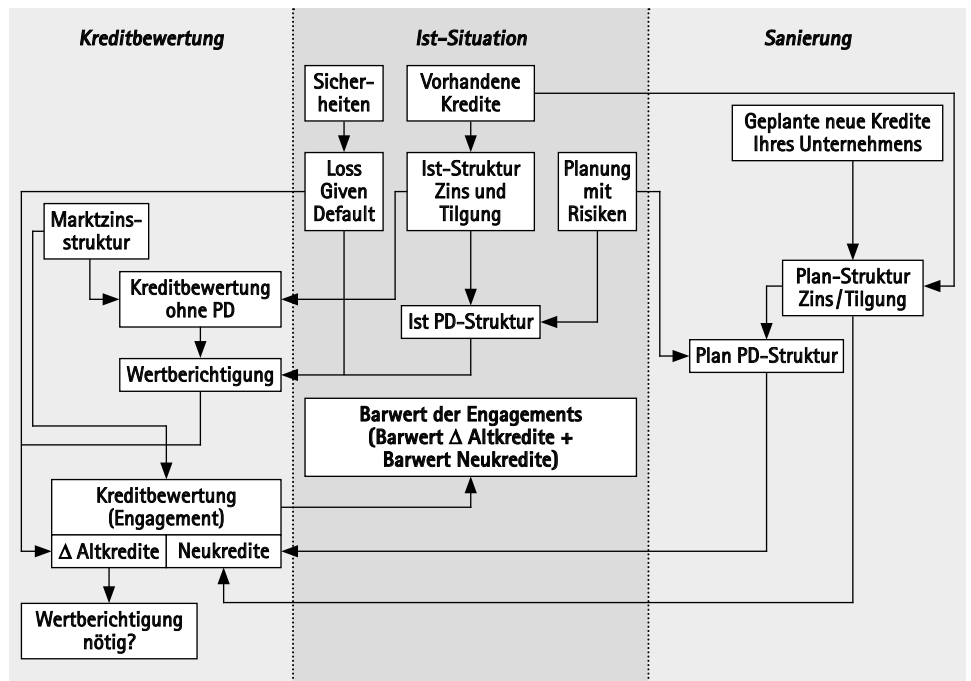


Abb. 1: Ablauf einer Kreditbewertung

Vorauswahl potenziell interessanter Beteiligungen (anhand von „Softkriterien“) zur Verfügung gestellt werden.

Für die Bewertung von Restrukturierungs- und Sanierungsstrategien, sowohl aus Perspektive des Kreditinstituts als auch derjenigen eines (potenziellen) Investors, empfiehlt es sich, spezielle simulationsbasierte Bewertungsverfahren zu implementieren². Derartige simulationsbasierte Bewertungsverfahren erfordern nicht die Verwendung von Kapitalmarkteinschätzungen bezüglich des Risikoumfangs (wie beispielsweise im Betafaktor des CAPM). Solche Kapitalmarktdaten liegen nämlich i. d. R. bei Sanierungssituationen nicht vor und zudem ist es selbst bei börsennotierten Unternehmen nicht möglich, den unterschiedlichen Risikoumfang verschiedener Zukunftsstrategien und Konstellationen adäquat im Diskontierungszinssatz (Kapitalkostensatz) und damit im Wert zu erfassen. Bei dem für die Bank Austria implementierten Bewertungsverfahren wird planungskonsistent bewertet. Ausgehend von der Unternehmensplanung und den Risiken, die Planabweichungen auslösen können, werden mittels der erwähnten Risikoaggregation der Gesamtrisikoumfang und der Eigenkapitalbedarf bestimmt. Die Bewertung basiert nun auf einem einfachen Grundprinzip: Ein höherer Risikoumfang (Pla-

nungsunsicherheit) führt zu höheren potenziell möglichen risikobedingten Verlusten und damit einem höheren Bedarf an (teurem) Eigenkapital. Mit zunehmendem Bedarf an Eigenkapital steigen die Kapitalkosten und der berechnete Unternehmenswert sinkt.

2.4 Anwendung der Sanierungssoftware in einem Praxisfall

Die bisher grundlegend beschriebene Methodik des „Sanierungs-Navigators“ wird nunmehr am Fallbeispiel der „Turn around Ges. m.b.H.“ verdeutlicht. Das mittelständische Unternehmen mit einem Umsatz von rund 10 Mio. € ist nach einigen schwach positiven Jahren aufgrund von Malversation und Projektverlusten – welche im außerordentlichen Ergebnis 2008 ihren Niederschlag finden werden – in die Verlustzone geschlittert.

Die Istjahre 2006 und 2007 wurden erfasst. Die Hochrechnung 2008 wurde als Planungsgrundlage für die beiden Planjahre

² Vgl. Gleißner/Kamaras/Wolfrum, Simulationsbasierte Bewertung von Akquisitionszielen und Beteiligungen, in: Gleißner/Schaller (Hrsg.), Private Equity-Beurteilung- u. Bewertungsverfahren von Kapitalbeteiligungsgesellschaften, 2008, S. 129–193; Gleißner/Wolfrum, Eigenkapitalkosten und die Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen: Relevanz von Diversifikationsgrad und Risikomaß, FB 9/2008 S. 602–614.

Unternehmensplanung									
	Planung								
	31. 12. 2006	31. 12. 2007	HORE 31. 12. 2008	Plan 31. 12. 2009	31. 12. 2009 geplante Maßnahmen	31. 12. 2009 alle Maßnahmen (Plananpassung)	Plan 31. 12. 2010	31. 12. 2010 geplante Maßnahmen	31. 12. 2010 alle Maßnahmen (Plananpassung)
Erfolgsrechnung									
Gesamtleistung	9.439	9.374	10.667	10.881	11.969	11.427	11.099	12.209	11.655
5. Materialaufwand	4.365	3.836	4.855	4.952	4.902	5.086	5.051	5.000	5.188
Deckungsbeitrag	5.074	5.538	5.812	5.929	7.067	6.341	6.048	7.208	6.468
6. Personalaufwand	3.462	3.883	4.043	4.124	3.934	3.942	4.206	4.013	4.020
8. sonstiger betrieblicher Aufwand	1.045	1.051	1.295	1.321	1.320	1.322	1.347	1.346	1.348
fixe, zahlungswirksame Kosten	4.507	4.934	5.338	5.445	5.255	5.264	5.553	5.359	5.368
EBITDA	567	604	474	484	1.812	1.077	495	1.849	1.100
7. Abschreibungen	188	208	208	208	208	208	208	208	208
Betriebsergebnis (EBIT)	379	396	266	276	1.604	869	287	1.641	892
Finanzergebnis	-280	-297	-411	-380	-380	-380	-375	-375	-375
14. Ergebnis der gewöhnl. Geschäftstätigkeit (EBT)	99	99	-145	-104	1.224	489	-88	1.266	517
15. a. o. Erträge	0	0	0	0	0	0	0	0	0
16. a. o. Aufwendungen	0	0	1.180	0	0	0	0	0	0
17. a. o. Ergebnis, Korrekturen	0	0	-1.180	0	0	0	0	0	0
Gewinn vor Steuern	99	99	-1.325	-104	1.224	489	-88	1.266	517
18. Steuern von Einkommen und Ertrag	9	10	0	0	0	0	0	0	0
20. Gewinn nach Steuern	90	89	-1.325	-104	1.224	489	-88	1.266	517
freier Cashflow nach Steuern	405	300	182	-346	716	33	179	1.528	780
Cashflow nach Steuern	278	279	63	104	1.432	697	120	1.474	725
Aktiva									
A: Anlagevermögen	1.132	1.186	1.700	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	37	16	0	0	0	0	0	0	0
II. Sachanlagen	1.053	1.129	1.700	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900
III. Finanzanlagen	42	41	0	0	0	0	0	0	0
B: Umlaufvermögen	5.868	6.322	6.106	6.228	6.485	6.463	6.352	6.615	6.592
I. Vorräte	3.242	3.364	3.257	3.322	3.289	3.412	3.388	3.354	3.480
II. Forderungen und sonst. Vermögensgegenstände	2.618	2.951	2.849	2.906	3.197	3.052	2.964	3.260	3.113
III. Wertpapiere (des Umlaufvermögens)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IV. liquide Mittel	8	7	0	0	0	0	0	0	0
C: Rechnungsabgrenzungsposten (aktiv)	11	9	27	27	27	27	27	27	27
nicht durch EK gedeckter Fehlbetrag	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bilanzsumme Aktiva	7.011	7.517	7.833	8.155	8.412	8.390	8.279	8.542	8.519
Passiva									
A: Eigenkapital	814	906	-396	-500	828	893	-588	2.094	1.410
B: Rückstellungen	256	235	231	231	231	231	231	231	231
C: Verbindlichkeiten	5.915	6.347	7.998	8.424	7.354	7.267	8.636	6.216	6.878
2. Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten	5.122	4.905	5.878	7.024	5.962	5.845	7.208	4.796	5.428
4. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	127	642	1.100	800	792	822	816	808	838
5. Wechselverbindlichkeiten	40	0	0	0	0	0	0	0	0
8. sonstige Verbindlichkeiten	626	800	1.320	600	600	600	612	612	612
D: Rechnungsabgrenzungsposten (passiv)	0	6	0	0	0	0	0	0	0
Bilanzsumme Passiva	7.011	7.517	7.833	8.155	8.412	8.390	8.279	8.542	8.519

Abb. 2: Planung des Unternehmens

2009 und 2010 (unter Berücksichtigung von 2%igen Preissteigerungsraten) fortgeschrieben. Folgende operative Maßnahmen wurden seitens eines Unternehmensberaters vorgeschlagen:

- Vertriebskonzept mit Umsatzsteigerungen von 10%,
- Kosteneinsparungskonzept mit Auswirkung auf den Materialaufwand – 10%,
- Kosteneinsparungskonzept mit Auswirkung auf den Personalaufwand – 10%,

- Kosteneinsparungskonzept mit Auswirkung auf den sonstigen Aufwand – 2%.

Diese Planannahmen werden für beide Planjahre in den Spalten „geplante Maßnahmen“ angezeigt. Das Entscheidungskalkül soll nicht auf der Hoffnung der 100%igen Umsetzbarkeit der Maßnahmen aufbauen, sondern das Risiko von Planabweichungen berücksichtigen. Daher sind Plananpassungen vorzunehmen. Nach interner Diskussion der Einschätzungen zur Realisierbarkeit der ope-

rativen Sanierungsmaßnahmen wurden die in der Simulation berücksichtigten Schwankungsbreiten wie folgt festgelegt:

- Umsatzsteigerungen mit Schwankungsbreite von 0 bis 10%,
- Einsparungen im Materialaufwand von 0 bis 5%,
- Einsparung im Personalaufwand von 0% bis 5%,
- Einsparungen im sonstigen betrieblichen Aufwand von 0 bis 2%.

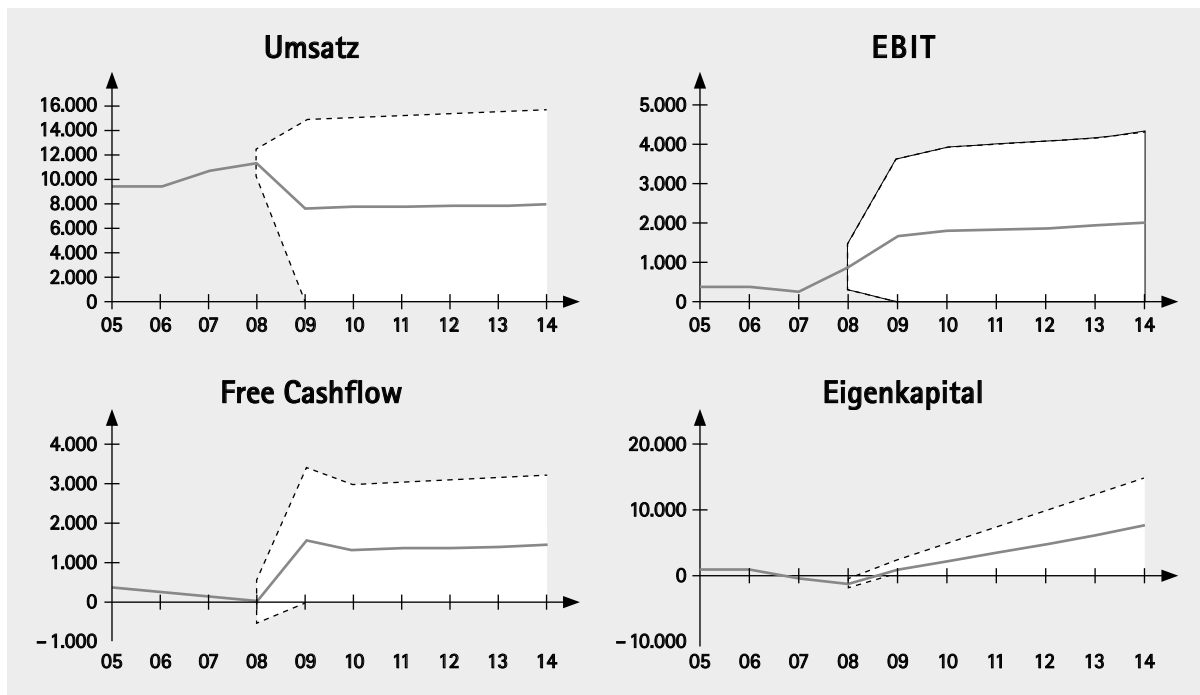


Abb. 3:
Mögliche Bandbreiten
verschiedener Jahres-
abschlusspositionen

Angesichts der geplanten Umsatz(mengen-)steigerung ist der Anteil an variablen Kosten hinsichtlich der Aufwandspositionen zu beachten:

Materialkosten	100%
Personalkosten	60%
Sonstiger betrieblicher Aufwand	20%

Abb. 2 auf S. 26 zeigt die Unternehmensplanung, die in der Sanierungssimulationssoftware erstellt wurde. Mit Hilfe der simulationsbasierten Risikoaggregation wurden mögliche risikobedingte Zukunftsszenarien des Unternehmens berechnet. In Abb. 3 sieht man (beispielhaft), welche Bandbreite der Zukunftsentwicklung eines Unternehmens in Anbetracht bestehender Risiken realistisch erscheint.

Das Abfallen der Positionen auf Null wird durch die Berücksichtigung der Insolvenzen verursacht. Im Insolvenzfall werden alle Positionen der Folgeperioden (inkl. Umsatz) auf 0 gestellt. Bei der hohen Ausfallwahrscheinlichkeit des Unternehmens liegt damit die dargestellte untere Quantil auf der Nulllinie.

Dem Unternehmen standen zum Bewertungszeitpunkt Kredite von zwei beteiligten Finanzierungsinstituten im Ausmaß von 5,9 Mio. € zur Verfügung, welche zu 50%

als besichert angesehen werden können. Es wurde überlegt, 700 T€ als Zusatzliquidität (Sanierungskredit und Investitionsfinanzierung) zur Verfügung zu stellen.

Doch trotz all dieser Maßnahmen zeigte die Simulation noch immer unbefriedigende Sanierungsaussichten (Insolvenzwahrscheinlichkeit in der Detailplanungsperiode von 82%) und einen Eigenkapitalbedarf von 66 T€. Unter diesen Bedingungen wäre die Kreditausreichung abzulehnen.

Nach weiteren Sanierungsbemühungen bot sich die Möglichkeit eines Einstiegs eines Investors mit 800 T€, gegen 70% der Geschäftsanteile. Bei der Durchrechnung dieses Szenarios zeigte sich, dass die Insolvenzwahrscheinlichkeit im Detailplanungszeitraum auf ca. 8,9% gesenkt werden kann und sich ein positiver Erwartungswert der Sanierung für sämtliche an der Sanierung Beteiligte Anspruchsgruppen errechnet. Aus Sicht des Kreditgebers würde sich der Barwert der Kredite aufgrund der gesteigerten Bonität des Unternehmens um ca. 1 Mio. € erhöhen.

3. Zusammenfassung und Ausblick

Als Fazit lässt sich festhalten, dass für eine fundierte Beurteilung der Erfolgswahrscheinlichkeit und des Wertbeitrags alterna-

tiver Restrukturierungs- und Sanierungsstrategien eine unternehmensindividuelle (simulationsbasierte) Bewertung erforderlich ist. Nur so können die Charakteristika der jeweiligen Situation adäquat berücksichtigt werden. Mit Hilfe von Simulationsverfahren, die eine große repräsentative Anzahl möglicher Zukunftsszenarien analysieren, kann eine realistische Bandbreite der Zukunftsentwicklung eines Unternehmens – in Abhängigkeit der gewählten Sanierungsstrategie – berechnet werden³.

Die Möglichkeit der expliziten Erfassung von Risiken, z. B. durch Annahmen über die Bandbreite möglicher Einsparungen bei den Personalkosten, ist zudem auch hilfreich im Dialog zwischen Bank, Firmenkunden und potenziellen Investoren. Die Bewertung der Erfolgsaussichten eines Unternehmens bzw. einer konkreten Sanierungsstrategie erfolgt unter Berücksichtigung der (u. U. differierenden) Einschätzungen der einzelnen Stakeholder.

³ Weiterführende Literatur: Gleißner/Bemmann, Kreditgeschäft: Die Rating-Qualität verbessern, die bank Nr. 9/2008 S. 51-55; Gleißner/Sautter, Wertorientiertes Krisen- und Sanierungsmanagement mit dem FutureValue-Ansatz, KSI 01/2006 S. 23 ff.; Hommel/Knecht/Wohlenberg, Handbuch Unternehmensstrukturierungs, 2006; Spremann, Valuation: Grundlagen moderner Unternehmensbewertung, 2004.