

# Unternehmensbewertung

## Überblick über bekannte Verfahren und deren Bedeutung bei Unternehmenstransaktionen

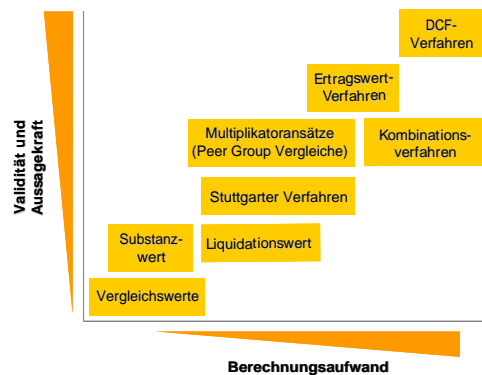
Eine Vielzahl von Anlässen erfordert die Bewertung von Unternehmen. Während bei börsennotierten Gesellschaften die Ausrichtung unternehmerischer Entscheidungen am Unternehmenswert - dem Shareholder Value - diesen zu einer zentralen Größe macht, gibt es auch außerhalb des Kapitalmarktes unterschiedliche Bewertungsanlässe. Neben Eigentümerwechseln oder Verschmelzungen sind insbesondere auch der Austritt oder die Aufnahme neuer Gesellschafter, Erbschaftsfragen sowie Abfindungsfälle im Familienrecht zu nennen. Ausgehend hiervon wurden verschiedene Bewertungsverfahren und Modelle entwickelt.

Im folgenden soll ein kurzer qualitativer Überblick über die wesentlichen in der Literatur genannten und in der Praxis eingesetzten Bewertungsverfahren gegeben und auf Stärken und Schwächen hingewiesen werden. Dabei werden die bei Unternehmenskäufen und -verkäufen verbreitet eingesetzten Methoden, die ertragsbasierten Verfahren und die sogenannten Multiplikatormodelle beschrieben.

### >> Verbreitete Bewertungsverfahren

Bei den bekannten Bewertungsverfahren lassen sich zwei Grundtypen unterscheiden, solche die eine Wertermittlung auf die Substanz eines Unternehmens abstellen und solche, die einen ertragsbasierten Unternehmenswert ermitteln. Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass in der praktischen Anwendung im Rahmen von Unternehmenstransaktionen mit wenigen Ausnahmen der Substanzwert keine Rolle spielt. Auch Kombinationsverfahren, als bekanntestes ist das Stuttgarter Verfahren zu nennen, kommen bei transaktionsbedingten Wertermittlungen i.d.R. nicht zum Einsatz. Beim Stuttgarter Verfahren handelt es sich um ein steuerrechtliches Verfahren, das Anwendung bei der Ermittlung der Erbschafts- und Schenkungssteuer findet.

Die folgende Abbildung zeigt eine Klassifizierung einiger bekannter Bewertungsverfahren, nach deren Berechnungsaufwand sowie der Validität bzw. Aussagekraft des Ergebnisses. Als einfachster Bewertungsansatz könnte theoretisch der Abgleich mit bekannten Unternehmenswerten vergleichbarer Unternehmen herangezogen werden. Dieses Vergleichsverfahren scheidet in der Praxis jedoch zumeist mangels Verfügbarkeit und Übertragbarkeit der Daten. Das Substanzwertverfahren und auch der Liquidationswert, der sich gegenüber dem Substanzwert durch die Berücksichtigung operativer Erlöse im Liquidationszeitraum und der Liquidationskosten unterscheidet, sind durch einen vergleichsweise überschaubaren Berechnungsaufwand gekennzeichnet, allerdings ist deren Aussagekraft eher gering.



Durch erheblichen Berechnungsaufwand sind die Kombinationsverfahren gekennzeichnet, die, wie beispielsweise das fest definierte Stuttgarter Verfahren, einen Kombinationswert aus dem Substanz- und dem Ertragswert ermitteln. Eine analytische Begründung für die Vermischung von Substanz- und Ertragswert eines Unternehmens zu finden ist jedoch nur schwer möglich. In der Praxis, zum Beispiel bei Kaufpreisverhandlungen, lässt sich die Gegenseite von derart hergeleiteten Wertansätzen kaum beeindrucken. Allenfalls die Substanz einer attraktiven Betriebsimmobilie mit entsprechenden stillen Reserven kann als Wertzuschlag in die Betrachtung einfließen.

### >> Bedeutung in der Praxis

Als praxisrelevante und verbreitete Bewertungsmodelle sind insbesondere das Ertragswertverfahren, das Discounted Cash Flow Verfahren (DCF), eine angelsächsische Abwandlung des Ertragswertverfahrens und die Multiplikatoransätze zu nennen.

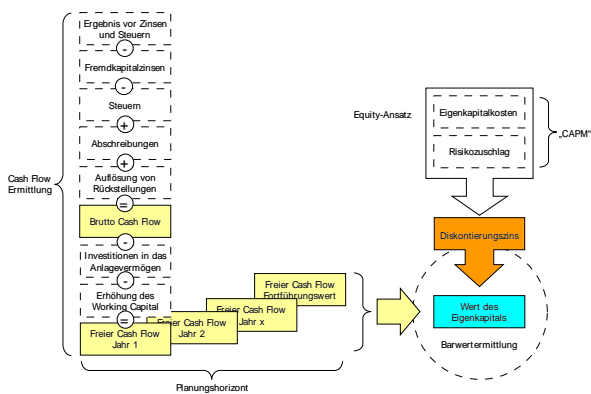
Das **Ertragswertverfahren** diskontiert die erwarteten zukünftigen Betriebsergebnisse mit einem Kapitalisierungszinsfuß. Es basiert somit auf der Planung der zukünftigen Ergebnisse des Unternehmens, im Unterschied zum DCF-Verfahren, das auf die Liquiditätsplanung aufbaut. Der Ertragswert berechnet sich nach folgender Formel:

$$UW = \sum_{t=1}^T \frac{FÜ_t}{(1+i)^t}$$

- UW    Unternehmenswert
- FÜ    Finanzielle Überschüsse
- i     Kapitalisierungszinssatz (risikoangepasst)

Neben der Plausibilität der geplanten Ergebnisse ist die Bestimmung des risikoangepassten Kapitalisierungszinssatzes als kritischer Punkt zu nennen. Während Diskontierungszinssätze typischerweise zwischen 10% und 20% liegen, können die Renditeerwartungen von Risikokapitalgebern auch zu höheren Zinssätzen von 25% und mehr führen.

Das **Discounted Cash Flow Verfahren (DCF)** ist derzeit eines der Standardverfahren zur Kaufpreisbestimmung bei Unternehmenstransaktionen. Hierbei erfolgt die Diskontierung der erwarteten zukünftigen Freien Cash Flows mit einem Kapitalisierungszinsfuß, vergleichbar dem Ertragswertverfahren. Die folgende Abbildung zeigt die zugrunde liegende Systematik der Wertermittlung.



Hier wurde der sogenannte Equity-Ansatz gewählt, das heißt, die direkte Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals durch Abzinsung des um die Fremdkapitalzinsen verminderten Cash Flow mit den Eigenkapitalkosten. Der Vorteil gegenüber dem sogenannten Entity-Ansatz ist, dass die Bestimmung des Diskontierungszinssatzes über den Ansatz der gewichteten Eigen- und Fremdkapitalkosten vermieden wird. Dies erscheint zumal auch sinnvoll, da beim Entity-Ansatz zur Bestimmung des Wertes des Eigenkapitals abschließend das Fremdkapital wieder abgezogen werden muss. Die Wertermittlung entspricht der folgenden Berechnungsformel:

$$UW = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t^*}{(1 + r_{EK})^t}$$

$$r_{EK} = i + \beta \times (r_M - i)$$

- UW      Unternehmenswert
- CF\*    Um Fremdkapitalzinsen reduzierter Cash Flow
- r<sub>EK</sub>    Eigenkapitalkosten
- i        Zinssatz risikofreier Anlagen
- β        Unternehmensindividueller Risikofaktor
- r<sub>M</sub>     Marktrendite

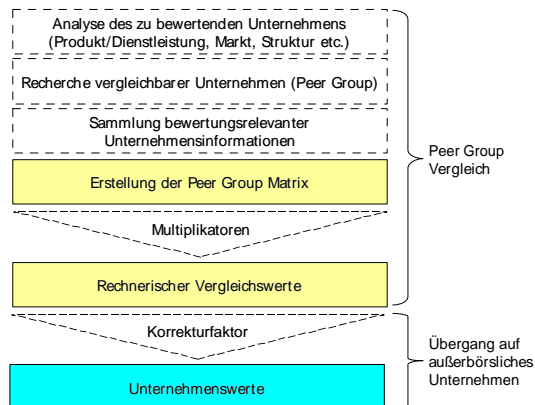
Hingewiesen sei an dieser Stelle auf die Verfahrensweise nach Ablauf des Planungszeitraums. Normalerweise umfasst eine detaillierte Geschäftsplanung einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren. Nach Ablauf dieses Planungszeitraums werden zumeist vereinfachte Annahmen getroffen. In der Praxis wählt man oft den Ansatz einer ewigen Rente auf Basis des letzten Planjahres. Eine gerechtfertigte Vereinfachung geht von einer jährlich konstanten ewigen Rente aus. Das heißt, das Unternehmen befindet sich dann „ewig“ in einem eingeschwungenen Zustand, es wird kein weiteres Wachstum erzielt und Abschreibungen und Investitionen halten sich die Waage. Grundsätzlich ist zu berücksichtigen, dass der Anteil der ewigen Rente am Unternehmenswert zumeist erheblich ist. Dies verdeutlicht die Voraussetzung einer fundierten und konservativen Geschäftsplanung, insbesondere auch im letzten Jahr des Planungszeitraums.

Die nachfolgende Darstellung gibt abschließend einen Überblick über Stärken und Schwächen des DCF-Verfahrens:

Stärken und Schwächen des DCF-Verfahrens	
Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Nutzung umfangreicher Unternehmensinformationen (GuV- und Liquiditätsplanung)</li> <li>▶ Berücksichtigung der zeitlichen Unternehmensentwicklung</li> <li>▶ Berücksichtigung von Risiken</li> <li>▶ Große Verbreitung und Akzeptanz</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Grundlegendes Problem der Verfügbarkeit und Plausibilität der Geschäftsplanung besteht unabhängig vom Bewertungsverfahren</li> <li>▶ Die Berücksichtigung des unternehmensspezifischen Risikos (β-Faktor) erfolgt mangels Vergleichsdaten oft subjektiv</li> <li>▶ Überproportionaler Einfluss der Ewigen Rente (im Planungsjahr mit der größten Unsicherheit)</li> <li>▶ Methodische Schwierigkeiten (z.B. Zirkularitätsproblem beim WACC-Ansatz)</li> </ul>

Große Verbreitung und Akzeptanz haben die **Multiplikatoransätze** erlangt. Explizit ist hier die Unternehmensbewertung auf Basis von sogenannten EBIT-Multiples zu nennen, das heißt die Bestimmung des Unternehmenswertes als Vielfaches des Ergebnisses vor Zinsen und Steuern. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich diese Betrachtung auf ein schuldenfreies Unternehmen bezieht, das heißt der Unternehmenswert reduziert sich um das im Unternehmen befindliche Fremdkapital.

Die Vorgehensweise zur Bestimmung des Unternehmenswertes auf Basis eines Multiplikatoransatzes erläutert folgendes Schaubild:



Als Hauptschwierigkeit und oft mit großem Aufwand verbunden ist die Recherche vergleichbarer, börsennotierter Unternehmen der gleichen Branche (Peer Group) zu nennen. Weiterhin muss zur Übertragung der Vergleichswerte auf ein mittelständisches – i.d.R. nicht börsennotiertes Unternehmen – ein Korrekturfaktor angewendet werden. In der Praxis wird hier zum Beispiel für ein nicht börsennotiertes Unternehmen ein Abschlag von 30% angesetzt.

Häufig werden auf Investoreseite feste Multiples zur Unternehmensbewertung und der Kaufpreisermittlung vorgegeben. Diese resultieren jedoch zumeist nicht auf einer Peer Group Analyse, sondern spiegeln die erwartete Verzinsung des Investments wider.

Aufgrund der Schwierigkeit der Bestimmung einer geeigneten Peer Group wird in der Praxis regelmäßig auf branchenbezogene Multiples als vereinfachter Ansatz zurückgegriffen. Hierbei handelt es sich primär um EBIT- oder Umsatz-Multiplikatoren, die von Investmentbanken, Analysten und Fachzeitschriften zusammengetragen werden. Diese beziehen sich meistens jedoch nicht auf eine spezifische Teilbranche und können somit nur als Hilfsgröße zu einer Wertabschätzung herangezogen werden. Da die dort gemachten Bewertungsabschläge oft subjektiv sind, sollten diese „Experten-Multiples“ bei deren Verwendung kritisch betrachtet werden. Eine fundiert hergeleitete Unternehmensbewertung können sie nicht ersetzen. Nachfolgend sind die wesentlichen Stärken und Schwächen von Multiplikatormodellen zusammengefasst.

Stärken und Schwächen von Multiplikatormodellen	
<p><b>Stärken</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Berücksichtigung objektiver Marktwerte von vergleichbaren Unternehmen</li> <li>▶ Unternehmensspezifische, subjektive Interpretation durch einfache Auf- und Abschläge möglich</li> <li>▶ Bei Rückgriff auf verfügbare Multiples schnelles und verhältnismäßig einfaches Bewertungsverfahren</li> <li>▶ Große Verbreitung und Akzeptanz</li> </ul>	<p><b>Schwächen</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Bildung einer Peer Group i.d.R. schwierig und zeitaufwendig</li> <li>▶ Abschläge bei der Übertragung auf ein außerbörsliches Unternehmen sind subjektiv</li> <li>▶ Der Einfluss des herangezogenen Basisjahres berücksichtigt ggf. nicht ausreichend die Zukunft bezogen auf die spezifische Unternehmenssituation</li> </ul>

## >> Grenzen der in der Praxis eingesetzten Verfahren

Die hier dargestellten Bewertungsverfahren kommen bei verschiedensten Bewertungsfällen mit unterschiedlicher Sinnhaftigkeit und Akzeptanz zum Einsatz. Gemeinsam haben die genannten Verfahren jedoch, dass sie auf der Analyse der sogenannten hard facts, insbesondere der wirtschaftlichen Unternehmensdaten basieren. Sogenannte soft factors finden nur bedingt Berücksichtigung in den gängigen Bewertungsverfahren. Gerade aber Faktoren wie beispielsweise die Qualität des Managements oder die Qualifikation und Motivation der Mitarbeiter sind entscheidende Erfolgsvoraussetzungen eines Unternehmens. Die Bedeutung dieser non-financial measures liegt nicht nur darin, dass deren positive Erfüllung die Voraussetzung zur Umsetzung und Erreichung der gesteckten Planungsziele ist, sie sind vor allem auch die Grundlage für die Handlungsfähigkeit und Flexibilität des Unternehmens am Markt. Somit berücksichtigt die Bewertung der soft factors das Unternehmensrisiko.

Typische soft factors
▶ Qualität und Motivation des Managements
▶ Know-how und Innovationskraft
▶ Qualität und Umsetzung der Unternehmensstrategie
▶ Abhängigkeit von Einzelpersonen
▶ Abhängigkeit von Kunden und Lieferanten
▶ Produkt- und Dienstleistungsqualität
▶ Qualität von Kontrollorganen und des Netzwerkes
▶ Qualität und Motivation der Mitarbeiter
▶ Vergütungssysteme
▶ Ruf des Unternehmens im Marktumfeld
▶ Organisation und Prozesse
▶ ...

Kommt man auf den Sinn und Zweck sämtlicher Bewertungsüberlegungen zurück, so wird deutlich, dass es den richtigen Unternehmenswert nicht geben kann. Vielmehr ist die jeweilige Wertgröße vom subjektiven Standpunkt des Betrachters abhängig. Am Beispiel des Unternehmensverkaufs wird die Verkäuferseite regelmäßig versuchen, den in der Vergangenheit bewiesenen Erfolg des Unternehmens in die Bewertung zu projizieren und die Marktchancen des Unternehmens durch eine ehrgeizige Geschäftsplanung, die dann auch die Bewertungsgrundlage sein soll, zu untermauern. Auch die Struktur und Substanz des Unternehmens wird zur Sicherung des zukünftigen Geschäftserfolgs durch die Verkäuferseite oft überinterpretiert. Die Käuferseite hingegen stellt die Ertrags-erwartungen oder die Renditeforderung in den Vordergrund. Diese müssen dem Kaufpreis entsprechen. Dabei erfolgt die Abschätzung der zukünftigen Risiken auch unter Berücksichtigung der soft factors. Werterhöhend kann in diesem Zusammenhang auch die Berücksichtigung möglicher Synergien und der Einfluss strategischer Interessen aus Käufersicht sein, wertmindernd hingegen die Ausnutzung der Situation des Verkäufers, sei es aufgrund einer unregelmäßigen Nachfolge, der Notwendigkeit zur Kapitalbeschaffung oder des Marktumfelds.

Die Aufgabe einer fundierten Unternehmensbewertung ist es jedoch, genau diesen Verhandlungsprozess vorzubereiten und die Sichtweise der jeweils anderen Seite transparent zu machen.

Der Autor ist Geschäftsführer der Transfer Partners GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft und begleitete zahlreiche mittelständische Unternehmen bei der Vorbereitung und Umsetzung von Unternehmenskäufen und -verkäufen.

Kontakt:  
 Dipl.-Ing. Thomas Laible  
 Transfer Partners Unternehmensgruppe  
 Rheinallee 15, 40549 Düsseldorf  
 www.transfer-partners.de  
 Tel. 0211/506689-0  
 E-Mail laible@tpug.de