

Unternehmensbewertungen in Theorie und Praxis

Eine Einführung

Per Definition sind Unternehmensbewertungen Verfahren zur Wertermittlung von Unternehmen als Ganzes.¹ Im vorliegenden Text wird zunächst dargestellt, dass es kein allgemeingültiges Verfahren für die Bewertung von Unternehmen gibt. Jedoch gibt es eine Vielzahl von Anlässen, die eine Unternehmensbewertung erforderlich machen. Nach einer Darstellung der anerkannten Bewertungsverfahren, runden Praxistipps den Artikel ab.

Was ist ein Unternehmen wert?

Ein Unternehmer erwägt den Verkauf seines Lebenswerkes. Ein Gesellschafter scheidet aus einer Personengesellschaft aus. Es sollen Holdingstrukturen im Unternehmen etabliert werden. Eine der wichtigsten Fragen, die es in all diesen Szenarien zu beantworten gilt ist: Wie hoch ist der Wert des Unternehmens? Es gibt vielfältige Anlässe, die eine Unternehmensbewertung erforderlich machen. Allen ist gemein, dass ein Verfahren gefunden werden muss, das schlussendlich in der Lage ist, die Frage nach dem Unternehmenswert konkret zu beantworten.

Kein allgemeingültiges Verfahren

Im Unterschied zu typischen Fragestellungen wie etwa im Rechnungswesen eines Unternehmens gibt es bei der Frage nach dem Wert eines Unternehmens keine eindeutige Antwort und auch kein allgemeingültiges Verfahren. Unabhängig von dieser Grundproblematik haben sich jedoch eine Reihe von Methoden etabliert, die sowohl wissenschaftlich als auch praktisch fundiert sind und üblicherweise genutzt werden. Nicht selten hat der Anlass der Bewertung Einfluss darauf, welche Bewertungsansätze sinnvoll sind. Und am Ende gilt selbstverständlich auch in diesem Bereich das Marktprinzip: Es geht um den tatsächlichen Wert eines Unternehmens, den ein Dritter unter Kenntnis der Situation von Unternehmen und Markt zum Zeitpunkt X bereit ist zu bezahlen.

Folglich ist die Bewertung von Unternehmen ein sehr schwieriger betriebswirtschaftlicher Themenkomplex, denn es spielen viele externe und interne Einflüsse in eine Bewertungsfrage hinein. Als Beispiele seien nur einige genannt: die Position des betreffenden Unternehmens am Markt, interne organisatorische und ablaufbeeinflussende Gegebenheiten, die Gesellschafterstruktur, Wettbewerb und Technologie, konjunkturelle Einflüsse oder die Lage am Kapitalmarkt.

Zukunftswert der Ertragschancen

Soll ein Unternehmen veräußert werden, steckt hinter allen Bewertungsansätzen immer die Frage nach den künftig erzielbaren Erträgen bzw. frei entnehmbaren Cash-Überschüssen. Der heutige Kaufpreis ist, unter Berücksichtigung des Risikos und der Frage nach der Aufteilung des Zukunftsertrages zwischen dem Verkäufer und dem Erwerber, ein Abbild dieser Überlegungen. Insofern spielen für strategische Käufer in erster Linie Synergien und vergleichbare Effekte eine entscheidende Rolle.

Aus diesem Grund kommt es auch auf eine gute und nachvollziehbare Präsentation des betreffenden Unternehmens an. Ein Unternehmen, welches über eine valide und plausibel integrierte Planungsrechnung verfügt erzielt den höheren Wert. Denn wer Erträge der Zukunft gut und objektiv darstellt, schafft eine klare Bewertungsbasis. Damit kann der zukünftige Ertrag leichter in eine Bewertung eingebracht werden.

In der Bewertungspraxis gibt es kein rechtlich bindendes Vorgehen, keine etablierten Methoden im Sinne einer gerichtlichen Überprüfbarkeit. Jedoch haben sich in Theorie und Praxis teils ähnliche, teils unterschiedliche Ansätze für die Bewertung herausgebildet. Der Ertrag bzw. der künftig erzielbare Ertrag sowie davon abhängige Größen stehen meist im Zentrum. Reine Vermögensbewertungen oder

¹ <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/unternehmensbewertung.html>

auch der Ansatz von Opportunitätskosten sind bei Unternehmen in Normalsituationen eher die Ausnahme.

Anlässe für Unternehmensbewertungen

Insgesamt haben sich eine Reihe von Methoden und Bewertungsverfahren etabliert, die je nach Anlass variieren.

Beweggründe, die nicht selten unterschiedliche Ansätze bedingen, sind etwa gesellschaftsinterne Veränderungen wie beispielsweise familieninterne Nachfolgeregelungen, die Unternehmensübertragung auf Familienangehörige oder die Neufassung von Gesellschaftsverträgen und das Erstellen von Familiensatzungen.

Steuerliche Anlässe sind zum Beispiel eine Erbschaft oder Schenkung. Aber auch Veränderungen der gesellschaftsrechtlichen Struktur oder die Etablierung von Holdingstrukturen können eine Unternehmensbewertung erfordern.

Des Weiteren machen Transaktionen mit Dritten eine Wertermittlung erforderlich. Dies ist der Fall beim Kauf oder Verkauf eines Unternehmens, bei der Ausgliederung von Unternehmensteilen, bei Fusionen und beim Ein- oder Austritt von externen Gesellschaftern.

Zu Motiven die Rechnungslegung betreffend gehören die Bilanzierung und die Wertermittlung von Tochtergesellschaften und Beteiligungen.

Letztlich sind es auch vermehrt Compliance-Aspekte wie beispielsweise die Prüfung der Angemessenheit eines verhandelten Kaufpreises, die zu einer Unternehmensbewertung führen.

Der Unternehmenswert als monetäre Größe

Die Herausforderung besteht darin, dass es keinen absoluten und eindeutigen Unternehmenswert gibt. Trotz dieser Problematik ist der Wert eines Betriebes in fast allen Situationen mit einer eindeutigen festen monetären Größe auszudrücken. Bei der Bewertung einer Firma gilt es deshalb die etablierten und auch von der Theorie untermauerten Verfahren und Methoden im richtigen Kontext zu verwenden.

Emotionaler Wert

Die Frage nach dem Wert des eigenen Unternehmens kann zu vielfältigen Antworten führen, die alle den Zielkonflikt vieler mittelständischer Unternehmen nicht vermeiden können. Das eigene Unternehmen besitzt für den Unternehmer einen emotionalen Wert. Dieser sieht neben den Erträgen seines Unternehmens auch immer die Arbeit und den Einsatz, den er meist über Jahrzehnte in den Betrieb investiert hat.

Ein potentieller Erwerber hingegen betrachtet primär das Ertragspotential der Zukunft. Ein Konzern sieht die strategischen Vorteile und möglichen Synergien unter Einbeziehung des Risikos. Der lange Weg, der gegangen werden musste, um zu dem heute attraktiven Unternehmen zu kommen interessiert die Käuferseite im Hinblick auf die Wertfindung nicht.

Bei kleineren Unternehmen kommt des Öfteren noch die Frage des übertragbaren Ertrages hinzu, wenn die geschäftlichen Möglichkeiten stark am Unternehmer persönlich festgemacht werden. Ein Verkäufer, der die Kontinuität seines Unternehmens völlig losgelöst von der eigenen Person gesichert hat erzielt höhere Erlöse.

Wie schon erläutert, haben sich in Theorie und Praxis teils ähnliche, teils unterschiedliche Ansätze für die Bewertung herausgebildet. Eine rechtlich verbindliche Vorgehensweise für die Unternehmensbewertung gibt es nicht. Daran ändert auch der vom Wirtschaftsprüferinstitut erarbeitete umfangreiche Standard IDW S1 nichts. Im Wesentlichen orientiert er sich an der Ertragswertbetrachtung insbesondere zukünftiger Erträge und thematisiert wichtige Aspekte wie die Personenabhängigkeit oder das effektive, betriebsnotwendige Vermögen. Ebenso ist das Discounted-Cashflow-Verfahren in diesen Standard eingeflossen.

Bewertungsverfahren im Überblick

Im Folgenden werden die etablierten Bewertungsverfahren kurz vorgestellt.

Ertragswertverfahren

Bei den Ertragswertverfahren werden zwei Ansätze unterschieden. Zum einen der klassische Ertragswert, basierend auf dem Barwert künftiger Gewinne. Zum anderen das Referenzwert-/Multiplikatorverfahren, welches eine Bewertung anhand von Marktmultiplikatoren ermöglicht. All diese Ansätze sind marktbasierend.

Discounted-Cashflow (DCF)-Verfahren

Das Discounted-Cashflow-Verfahren („DCF-Verfahren“) ist am deutlichsten am Zukunftsertrag ausgerichtet und stellt deshalb eine Alternative zu den marktbasierenden Ansätzen dar. Hierbei kann sowohl der Gesamtwert des Unternehmens als auch der Wert des Eigenkapitals ermittelt werden.

Substanzwertverfahren

Eine Bewertung über Substanzwerte oder einen Vermögensstatus nimmt Werte aus vorhandener Substanz wie Gebäude, Maschinen, Anlagen, Rechte und ähnliches als Bewertungsgrundlage. Dieser Ansatz kommt bei ertragsschwachen Firmen oder beim Verkauf von Produktionskapazitäten oder Teilbereichen zur Anwendung.

Eine Bewertung anhand des Vermögensstatus ist bei aktiven, erfolgreichen Unternehmen, auf die ein going-concern-Prinzip anwendbar ist, ungewöhnlich. Die Bewertung zu Liquidationswerten folgt der gleichen Logik, wobei hier für den Liquidationsfall, d.h. die Betriebsaufgabe, nicht unerhebliche Abschläge angesetzt werden.

Opportunitätskosten

In besonderen Fällen kann es sinnvoll und zielführend sein, eine Bewertung nach dem Opportunitätskostenprinzip vorzunehmen. In diesem Fall wird danach gefragt, was ein Erwerber aufwenden müsste, wenn er dieselbe Marktposition bzw. ein vergleichbares Unternehmen mit gleicher Stellung aufbauen möchte.

Methoden der Finanzverwaltung, steuerliche Bewertungsverfahren

Die von der Finanzverwaltung angewandten Verfahren orientieren sich ebenfalls am Ertrag eines Unternehmens. Die fixen und teils zu hohen Vervielfältiger, die hier zu Anwendung kommen, mögen das Einnahmeinteresse der Finanzbehörden berücksichtigen, lassen aber die Marktsituation oder spezielle Branchenrisiken außen vor. Für eine Bewertung etwa im Rahmen eines Unternehmensverkaufs sind dies unpassende Verfahren.

Etablierte Verfahren in der Praxis

In der praktischen Anwendung dominieren eindeutig die am Ertragswert ausgerichteten Ansätze. Häufig kommen DCF-Verfahren zum Einsatz oder die Bildung des Ertragswerts erfolgt mit Hilfe von Multiplikatoren auf Ertragsbasiswert, die sich an bestimmten Referenzen orientieren. Es ist durchaus nachvollziehbar und zielführend, den Wert eines Unternehmens anhand vergleichbarer Transaktionen zu ermitteln.

Eine fundierte Bewertung wird sich zudem mit Einflüssen aus Markt, Wettbewerb, Position am Markt sowie Technologie auseinandersetzen und die Organisation des Unternehmens berücksichtigen. Auch die Frage der Abhängigkeit oder Unabhängigkeit von einzelnen handelnden Personen gilt es miteinzubeziehen. Eine Bereinigung um nicht notwendiges Vermögen oder Kostenpositionen, die entweder wegfallen oder nicht marktüblich sind gehört ebenso zu einer fundierten Analyse des zu bewertenden Unternehmens.

Voraussetzungen des DCF-Verfahrens

Sofern mittels DCF bewertet werden soll, ist eine solide Planrechnung, die auch die Lasten aus Finanzierung und Investitionen berücksichtigt, essenziell. Schließlich soll der diskontierte Betrag frei verfügbarer Cashflows der Zukunft ermittelt werden. Ist dies belastbar ermittelt, stellt dieser Ansatz eine gute Basis für Gespräche dar. Er wird allerdings selten die Diskussion mit dem Erwerber über Risikoabschläge, der Höhe des anzusetzenden Zinsflusses und des Betrachtungshorizontes in die Zukunft vermeiden. Kein Käufer wird eine Bewertung auf einen unendlichen Zeitraum in die Zukunft akzeptieren. Insofern sorgt die Theorie der „ewigen Rente“, die Teil der Grundüberlegungen im Zusammenhang mit dem DCF-Ansatz ist, immer für Diskussionen.

Kombination mehrerer Ansätze

Unter anderem aus diesem Grund ist es ratsam, sich nicht auf eine Methode zu versteifen, sondern Ansätze parallel zu betrachten. Ein DCF-Ergebnis zu kontrastieren mit dem Wert aus der Betrachtung von EBIT-/EBITDA-Multiples, die aus validen Referenzen ermittelt wurden, wird ein Gesamtergebnis positiv untermauern. Dies gilt umso mehr, wenn es darum geht, sich ein Bild vom Wert einer Beteiligung im Rahmen einer Bilanzerstellung zu machen.

Eine andere Ausgangslage ist zu berücksichtigen, wenn ein Verkauf an einen externen Dritten mit strategischem Interesse oder Synergiepotentialen geplant ist.

Strategische Erwerber

Ein strategischer Erwerber hat eine andere Sicht auf die zukünftige Entwicklung des Unternehmens. Bedingt durch Synergieeffekte erwartet dieser höhere Erträge und ist deshalb meist auch bereit einen höheren Preis zu bezahlen.

Einfluss des Transaktionsprozesses

Der Transaktionsprozess hat im Zuge einer Unternehmenstransaktion ebenfalls großen Einfluss auf den erzielten Preis. Deshalb ist es wichtig auf eine genaue Vorbereitung und eine stringente Umsetzung zu achten.

Anspruchsvolle, aber lösbare Aufgabe

Eine fundierte Unternehmensbewertung ist bei Wahl der richtigen Methodik und unter Einbeziehung einer soliden Datenbasis sowie guter Referenzwerte eine absolut lösbare Aufgabenstellung. Herausfordernd ist zusätzlich zu den genannten Voraussetzungen eine belastbare Datengrundlage, die Wahl des richtigen Verfahrens und die Einordnung in den Gesamtkontext. Auch diese sind durch eine genaue Analyse und eine bedachte Anwendung zu meistern.

Dr. Marcus Ruf
M.CONSULT Unternehmensberatung GmbH
Oktober 2017