

Unternehmensbewertung: Ertragswertverfahren versus Discounted-Cashflow-Methode

Eine Gegenüberstellung

Dr. Marcus Ruf, Sebastian Schödel

In der praktischen Unternehmensbewertung werden im Wesentlichen zwei Ansätze unterschieden. In vielen Fällen erfolgt eine Bewertung auf Basis von Ertragswertverfahren, wobei häufig Referenzwerte zur Anwendung kommen. Aber auch die Discounted-Cashflow-Methode wird unter dem Einfluss der angloamerikanischen Kapitalmarkttheorie zur Bewertung von Unternehmen angewandt. Wie in der nachfolgenden Gegenüberstellung deutlich wird, haben beide Ansätze gewisse Vorteile, sind aber auch mit diversen Herausforderungen verbunden. In jedem Fall erfordert eine belastbare Unternehmensbewertung zuerst eine genaue Analyse des zu bewertenden Unternehmens und der situativen Einflüsse. Grundsätzlich empfiehlt es sich bei einer Unternehmensbewertung fast immer, mehrere der genannten Verfahren anzuwenden.

Auswahl des geeigneten Verfahrens

Welches Verfahren ist das richtige, um ein Unternehmen zu bewerten? Um auf diese Frage eine Antwort geben zu können, muss man mehr über den Kontext, in dem die Bewertung erfolgen wird, wissen. Unterschiedliche Anlässe bedingen mitunter auch divergierende Ansätze. Ferner muss man das Unternehmen betrachten um welches es geht. Je nach Größe, Branche, Datenbasis oder Marktposition unter anderem kann das eine oder andere Verfahren passender sein. Es gilt immer ein Ziel zu erreichen; dies ist unabhängig von der Frage, ob es um einen Unternehmensverkauf, eine Bewertung für die Bilanzierung oder Compliance-Fragen geht.

Herausforderung eindeutige monetäre Größe

Die Herausforderung besteht darin, dass es keinen absoluten und eindeutigen Unternehmenswert gibt, dafür unterliegt er zu vielen Einflüssen bis hin zur Perspektive des Betrachters. Die Finanzverwaltung hat einen anderen Blick auf den (vermuteten) Wert eines Unternehmens als ein Finanzinvestor oder ein strategischer Käufer.

Trotz dieser Problematik ist der Wert eines Betriebes in fast allen Situationen mit einer eindeutigen festen monetären Größe auszudrücken.

Obwohl es demnach keine absolute Wahrheit beim Ergebnis gibt, existieren etablierte und auch von der Theorie untermauerte Verfahren und Methoden. Diese klammern nicht notwendigerweise die Perspektive des Erstellers bzw. des Auftraggebers aus, welche in einer Bewertung erkennbar sein sollte. Außerdem werden die angelegten Kriterien und die den Wert des Unternehmens beeinflussenden Faktoren transparent. Dies gilt bis hin zu zeitlich begrenzten situativen Einflüssen.¹ Wer in einer Phase, in der eine sehr große positive Dynamik im Segment Robotik und Automation besteht ein Unternehmen bewertet, welches Teil dieses Segmentes ist oder von dem dortigen Marktwachstum überproportional profitiert, wird zu anderen sprich höheren Werten kommen als zu einem Zeitpunkt, in dem dieser Bereich eher stagniert.

¹ Vgl. Nestler und Kupke, Unternehmensbewertung: Die Bewertung von Unternehmen mit dem Discounted Cash Flow-Verfahren, 2003.

Kontext des Methodenvergleichs

Für die nachfolgenden Ausführungen soll der Kontext dahingehend definiert sein, dass ein Unternehmensverkauf unterstellt wird und dass ein möglichst hoher Erlös erzielt werden soll. Als Zielkäufer wird ein Unternehmen mit strategischen Interessen unterstellt.

Die Voraussetzungen, die für den jeweiligen Bewertungsansatz zu erfüllen sind werden entsprechend dargelegt. Zuletzt ist darauf einzugehen, dass zur Erfüllung einer Zielstellung „Kaufpreismaximierung“ der Transaktionsprozess entscheidend beiträgt. Die Bewertung ist somit ein Fixpunkt, den es mit Leben zu füllen gilt. Am Ende ist das der echte Wert, den ein Dritter unter bestimmten Bedingungen und bei Kenntnis der Chancen und Risiken bereit ist, zu bezahlen.

Vor diesem Hintergrund erfolgt zudem eine Konzentration auf die wichtigsten Verfahren zur Bestimmung des Unternehmenswertes, den sogenannten Ertragswertverfahren und dem Discounted-Cashflow-Verfahren.²

Ertragswert- und Discounted-Cashflow-Verfahren im Überblick

Ertragswertverfahren

Hier sind zwei Ansätze zu unterscheiden. Zum einen der klassische Ertragswert, der auf dem Barwert künftiger Gewinne basiert, zum anderen die Referenzwert-/Multiplikatorverfahren. Letztere ermitteln das bereinigte Ergebnis und vervielfältigen dieses anhand von Referenzmultiplikatoren aus vergleichbaren Transaktionen bzw. anhand der Bewertung vergleichbarer Unternehmen.

Barwert zukünftiger Erträge

Bei der Festlegung der heranzuziehenden Zeiträume, dem Diskontzins und der Planungsbasis gibt es jedoch nicht selten erhebliche Diskussionen, wenn diese Werte mit potentiellen Erwerbern diskutiert werden.

Insgesamt stellt der Ertragswert als Diskontwert zukünftiger Erträge daher ein ausschließlich an der zukünftigen, erwarteten Ertragskraft des Unternehmens ausgerichtetes Bewertungsverfahren dar. Dies ist unabhängig von der Akzeptanz insbesondere für den Käufer wichtig, da dieser üblicherweise nur so viel für ein Unternehmen zu zahlen bereit sein wird, wie er später in überschaubarer Zeit an Gewinnen wieder erwirtschaften kann.

Referenzwert-/Multiplikatorverfahren

Bei den auf Referenzen und Vergleichswerten abstellenden Bewertungsansätzen werden vergleichbare Transaktionen und vergleichbare Unternehmen herangezogen. Mit Hilfe der in einer Referenzgruppe ermittelten Multiplikatoren wird im Anschluss der Wert des Unternehmens errechnet. Hier steht ebenfalls der bereinigte Ertrag eines Unternehmens im Zentrum, der mittels publizierter und bekannter oder recherchierter Multiplikatoren vervielfältigt wird. Sind EBIT oder EBITDA die Bestimmungsgrößen, werden zinstragende Verbindlichkeiten und zukünftige Investitionserfordernisse entsprechend zu berücksichtigen sein.

Bei der Anwendung von publizierten Marktmultiplikatoren müssen diese Faktoren immer auf die Multiplikatoren für eine bestimmte Branche angepasst werden, um das angesprochene eindeutige monetär bestimmte Ergebnis auszudrücken. Ohne eine entsprechende Adaption auf den speziellen Fall sind publizierte Multiplikatoren nicht zielführend.

Hierbei helfen Referenzwerte, die man aus der Analyse vergleichbarer Unternehmen und vergleichbarer Transaktionen gewinnen kann. Diese Ansätze können auch für sich betrachtet zu Bewertungsergebnissen führen. Aus den genannten Referenzen lässt sich ein Unternehmenswert ebenfalls per se ableiten. Dieser Ansatz wird nicht selten in Ergänzung zum Discounted-Cashflow-Verfahren oder dem Ertragswert als Barwert künftiger Erträge verwendet, um durch mehrere Methoden

² Vgl. Ballwieser und Hachmeister, Unternehmensbewertung, 2016, S. 8 ff.

eine bessere Annäherung an den tatsächlichen Unternehmenswert zu erhalten. Traditionell werden diese Multiplikatoren auf Vergangenheitsergebnisse angewandt, jedoch funktioniert dies bei Vorliegen einer belastbaren und plausiblen Planungsrechnung gleichfalls bei Zugrundelegung von zukünftigen Erträgen.

Discounted-Cashflow (DCF)-Verfahren

Das Discounted-Cashflow-Verfahren stammt ursprünglich aus der angloamerikanischen Bewertungspraxis und ist im Zuge der Internationalisierung von Kapitalmärkten immer häufiger anzutreffen. Tendenziell ist dies das am deutlichsten am Zukunftsertrag ausgerichtete Verfahren, es verlangt jedoch eine sehr valide und detaillierte Daten- und Planungsbasis.

Grundsätzlich werden zwei Ansätze unterschieden.

Bei der Bruttokapitalisierung („Entity-Methode“) wird zunächst der Unternehmensgesamtwert durch Abzinsung der zukünftigen Free-Cashflows bestimmt, im zweiten Schritt wird der Gesamtwert um den Wert des Fremdkapitals im Unternehmen reduziert. Hierzu können beispielsweise die gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten („WACC“) angesetzt werden.

Bei der Equity-Methode, dem Ansatz der Nettokapitalisierung, werden alle den Eigenkapitalgebern zustehenden Cashflows mit Hilfe eines Kapitalisierungszinses diskontiert. Der Zins repräsentiert dabei die risikobeeinflusste Renditeerwartung der Eigentümer.

Wesentliche Voraussetzungen

Jedes Verfahren verlangt eine bestimmte Datenbasis und andere Voraussetzungen, die für eine erfolgreiche Anwendung gegeben sein müssen. In aller Regel können diese, sollten sie nicht vorliegen, geschaffen werden, dazu bedarf es meistens jedoch einer bewussten Entscheidung und die Heranziehung externer Unterstützung. Das Gelingen einer Transaktion hängt deshalb nicht unwesentlich von der Mitarbeit des Verkäufers ab.

Ertragswertverfahren, Voraussetzungen und idealer Kontext

Um das klassische Ertragswertverfahren durchzuführen, ist es notwendig den Barwert zukünftiger Erträge zu ermitteln. Dies erfolgt auf Basis einer plausiblen Planungsrechnung, welche die Grundlage für die Berechnungen darstellt. Auch die Referenzwert-/Multiplikatorverfahren basieren im Grunde auf dem Ertragswert. Diese lassen sich anwenden, sofern eine Referenzgruppe für das zu bewertende Unternehmen gefunden werden kann. Deshalb ist eine Bewertung mit Hilfe vergleichbarer Unternehmen oder vergleichbarer Transaktionen nur sinnvoll, wenn sich eine plausible Referenzgruppe finden lässt. Für Unternehmen welche eine Monopolstellung haben, lässt sich beispielsweise kein geeigneter Vergleich durchführen. Auch junge Unternehmen mit schwachen Ertragszahlen lassen sich auf Basis von Marktmultiplikatoren meist nicht sinnvoll bewerten. Sollte eine Bewertung auf Basis vergleichbarer Transaktionen durchgeführt werden, ist darauf zu achten, dass diese Transaktionen nicht in zu ferner Vergangenheit liegen, da sich externe Faktoren im Zeitverlauf verändern können.

DCF – Königsweg der Bewertung von Zukunftserträgen? Voraussetzungen und Kontext

Als Voraussetzung für die Anwendung eines DCF-Verfahrens ist es erforderlich, die Werttreiber eines Unternehmens zu bestimmen. Hierzu zählen Produkte oder Dienstleistungen welche einen signifikanten Teil der Erträge ausmachen. Basierend auf dieser Erkenntnis ist eine genaue und belastbare integrierte Planungsrechnung von Nöten, welche eine Prognose der zukünftigen Entwicklung ermöglicht. Das DCF-Verfahren lässt sich prinzipiell immer anwenden. Somit können auch junge Unternehmen bewertet werden, die noch keine Erträge erzielen. Soll ein Verkauf an einen strategischen Investor vollzogen werden, ist das DCF-Verfahren das einzige Verfahren, was mögliche Synergieeffekte berücksichtigt. Als Folge dieser Synergien sind die zu erwartenden zukünftigen Erträge höher, was in der Planungsrechnung zu berücksichtigen ist. Somit führt in diesem Fall die Anwendung des DCF-Verfahrens zu einem höheren Unternehmenswert.

Die Verfahren im Vergleich

Ertragswert

Barwert zukünftiger Erträge

Der Ertragswert ergibt sich als Barwert der zukünftigen Überschüsse. Auf Basis einer integrierten Planungsrechnung lassen sich Vorhersagen über die zukünftige Entwicklung erstellen. Diese müssen belastbar und plausibel sein, um eine solide Grundlage für die Bewertung zu erhalten. Hierzu ist es notwendig, das Geschäftsmodell des betrachteten Unternehmens genau zu prüfen. Nach dieser Analyse kann eine Schätzung künftiger Überschüsse erfolgen.³ Diese Prognose muss anschließend genau überprüft werden, um die Plausibilität der Werte zu gewährleisten. Zuletzt wird mit Hilfe eines geeigneten Diskontfaktors der Barwert dieser Erträge berechnet.

Referenzwert-/Multiplikatorverfahren

Bei den Referenzwert-/Multiplikatorverfahren lassen sich grundsätzlich zwei Herangehensweisen unterscheiden. Zum einen können vergleichbare Unternehmen als Basis dienen, zum anderen vergleichbare Transaktionen. Um eine Referenzgruppe vergleichbarer Unternehmen zu erstellen, ist zunächst eine genaue Analyse des Unternehmens wichtig. Auf Basis der Geschäftszahlen und des Geschäftsmodells lässt sich eine Referenzgruppe an vergleichbaren Unternehmen erstellen.⁴ Hierbei ist darauf zu achten, dass die Geschäftszahlen um Sondereffekte bereinigt werden, um eine Vergleichbarkeit zu rechtfertigen. Die Referenzgruppe wird auf der Grundlage von unterschiedlichen Faktoren ermittelt, beispielsweise werden Ertragswerte, der Unternehmenssektor und geografische Merkmale als Kriterien genutzt.⁵ Für die Unternehmen aus dieser Referenzgruppe sind anschließend verschiedene Marktmultiplikatoren auf Basis von Bestimmungsgrößen wie EBIT und EBITDA zu recherchieren oder zu berechnen. Auch im Falle der Berechnung der Multiplikatoren gilt es ein besonderes Augenmerk auf die Bereinigung der Geschäftszahlen um Sondereffekte zu legen, um belastbare Daten für die Vergleichsunternehmen zu erhalten. Gleiches gilt bei Verwendung von publizierten Marktmultiplikatoren. Anschließend muss aus den gefundenen Marktmultiplikatoren ein geeigneter Bewertungsbereich für das zu bewertende Unternehmen festgelegt werden. Auf Basis des Bewertungskorridors und der bereinigten Geschäftszahlen erfolgt schließlich die Bewertung des Unternehmens.⁶ Der errechnete Unternehmenswert bildet im Folgenden die Basis für die Verkaufsverhandlungen.

Marktmultiplikatoren lassen sich auch anhand vergangener Unternehmensverkäufe bestimmen. Diese vergleichbaren Transaktionen müssen mit großer Sorgfalt gesucht werden. Deshalb ist es wichtig zuerst die Umstände jeder in Frage kommenden Referenztransaktion zu verstehen. Externe Faktoren während einer Transaktion haben oft sehr große Einflüsse auf die erzielten Verkaufspreise. Befindet sich beispielsweise der Kapitalmarkt zum Zeitpunkt der betrachteten Transaktion in einer Boomphase, so wird der erzielte Preis positiv beeinflusst. Ist der Käufer ein strategischer Investor, so ist dieser bereit einen höheren Preis zu bezahlen, da er Synergieeffekte beachtet. Solche Aspekte müssen bei der Analyse vergleichbarer Transaktionen berücksichtigt werden. Alle betrachteten Referenztransaktionen liegen in der Vergangenheit und sind deshalb genau zu analysieren.⁷ Nachdem eine Referenzgruppe gebildet wurde, lassen sich analog zur Bewertung anhand vergleichbarer Firmen Marktmultiplikatoren errechnen oder recherchieren. Diese bilden wiederum die Basis für einen

³ Vgl. Ballwieser und Hachmeister, Unternehmensbewertung, 2016, S. 137 ff.

⁴ Vgl. Rudolf und Witt, Bewertung von Wachstumsunternehmen, 2002, S. 91 ff.

⁵ Vgl. Rosenbaum und Pearl, Investment Banking, 2013, S.17 ff.

⁶ Vgl. Rosenbaum und Pearl, Investment Banking, 2013, S.27 ff.

⁷ Vgl. Rosenbaum und Pearl, Investment Banking, 2013, S.87 ff.

Bewertungskorridor. Im letzten Schritt wird aus den Marktmultiplikatoren und den Geschäftszahlen des zu bewertenden Unternehmens ein Unternehmenswert bestimmt.⁸

Discounted-Cashflow-Verfahren

Die DCF-Methode basiert auf der Annahme, dass der Wert eines Unternehmens auf Basis seiner prognostizierten diskontierten Free-Cashflows ermittelt werden kann. Der sich ergebende Wert wird als intrinsischer Wert bezeichnet und ist deshalb nicht mit dem Marktwert zu vergleichen.⁹ Deshalb dient die DCF-Analyse als wertvoller Vergleich zu den beschriebenen Marktmultiplikatoren, welche marktbezogen sind. Insbesondere in Phasen mit verzerrten Marktbedingungen wird die DCF-Methode einen anderen Unternehmenswert liefern und führt somit zu einem veränderten Bewertungskorridor.¹⁰ Für die Durchführung der Bewertung gibt es zwei Ansätze. Zum einen kann der Wert des Gesamtunternehmens, also der faire Wert von Fremd- und Eigenkapital bestimmt werden. Zum anderen lässt sich auch direkt der faire Wert des Eigenkapitals berechnen.¹¹ Auf beide Verfahren wird im Folgenden näher eingegangen.

Entity-Methode

Die Entity-Methode ist auch als Bruttomethode bekannt. Hierbei wird der gesamte Unternehmenswert bestehend aus Eigen- und Fremdkapital ermittelt. Bei der anschließenden Diskontierung der Zahlungsströme ist es deshalb notwendig, dass Eigen- und Fremdkapitalkosten bei der Wahl des Diskontfaktors berücksichtigt werden.¹² Zunächst ist der Barwert der künftigen Free-Cashflows zu berechnen.

Barwert künftiger Free-Cashflows

Die prognostizierten künftigen Free-Cashflows ergeben sich aus einer plausiblen Planungsrechnung. In diesem Fall werden die den gesamten Kapitalgebern zurechenbaren Cashflows berücksichtigt. Die Summe der relevanten Free-Cashflows ist zu diskontieren um als Ergebnis den Barwert dieser zu erhalten. Hierbei ist zu beachten, dass zunächst eine fiktive vollständige Eigenkapitalfinanzierung unterstellt wird. Besonders wichtig ist es deshalb bei der Berechnung des Diskontfaktors die gewichteten Gesamtkapitalkosten zu nutzen und diese um den Steuervorteil zu korrigieren.¹³ Der Wert des Eigenkapitals ist bei einer Unternehmenstransaktion von zentraler Bedeutung, da dieser dem Gegenwert der Inhaberanteile entspricht. Deshalb ist es notwendig, vom Unternehmenswert den Wert des Fremdkapitals abzuziehen, da die Käufer des Unternehmens nur diesen Wert bezahlen werden. Hierzu ist zunächst der Wert des Fremdkapitals zu bestimmen.

Ermittlung Abzugswert des Fremdkapitals

Aus der Bilanz jedes Unternehmens ist ersichtlich, welches Fremdkapital Bestandteil der Unternehmensfinanzierung ist. Dadurch lässt sich der Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital berechnen. Zinsen auf Fremdkapital sind im Gegensatz zu Eigenkapitalzinsen steuerlich verschieden zu behandeln. Dieser steuerliche Aspekt ist bei der Berechnung der Verzinsung von Eigen- und Fremdkapital zu beachten. Als Diskontfaktor werden meist die gewichteten Gesamtkapitalkosten verwendet. Diese sind auch als WACC, also Weighted-Average-Cost-of-Capital bekannt.¹⁴

⁸ Vgl. Rosenbaum und Pearl, Investment Banking, 2013, S.100 ff.

⁹ Vgl. Rudolf und Witt, Bewertung von Wachstumsunternehmen, 2002, S. 78 ff.

¹⁰ Vgl. Rosenbaum und Pearl, Investment Banking, 2013, S. 135 ff.

¹¹ Vgl. Schmidlin, Unternehmensbewertung & Kennzahlen Analyse, 2013, S.145 ff.

¹² Vgl. Schmidlin, Unternehmensbewertung & Kennzahlen Analyse, 2013, S.155 ff.

¹³ Vgl. Schmidlin, Unternehmensbewertung & Kennzahlen Analyse, 2013, S. 156

¹⁴ Vgl. Damodaran, Applied Corporate Finance, 2015, S. 284 ff.

Weighted-Average-Cost-of-Capital (WACC)

WACC sind gewichtete Kapitalkosten und ergeben sich aus der Kapitalstruktur, also aus dem Anteil von Eigen- und Fremdkapital am Gesamtkapital. Gewichtete Kapitalkosten lassen sich mit und ohne Steuern berechnen. Im Falle der Unternehmensbewertung sind diese meist mit Steuern zu berechnen, um die steuerlichen Aspekte zu erfassen. Berechnet man die WACC mit Steuern, so wird die Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen berücksichtigt. Für die Berechnung der gewichteten Gesamtkapitalkosten ist es nötig, den Marktwert des Fremdkapitals zu bestimmen. Dieser ergibt sich durch eine genaue Analyse der Kapital- und Risikostruktur des betrachteten Unternehmens. Mit zunehmender Verschuldung steigt auch der Fremdkapitalzins.¹⁵ Wurde der Zins für das Fremdkapital ermittelt, ist es noch erforderlich, die Verzinsung des Eigenkapitals zu bestimmen. Für die Eigenkapitalgeber stellt sich immer die Frage, welche alternativen Anlagemöglichkeiten bestehen und welche Zinsen sie auf diese bekommen können. Nach der klassischen Finanzierungstheorie ist dies eine Abwägung zwischen Rendite und Risiko. Wobei mit steigendem Risiko auch die Rendite steigen sollte. Somit können die Eigenkapitalkosten auf Basis des CAPM, also des Capital-Asset-Pricing-Modells, bestimmt werden. Nachdem sowohl die Anteile von Eigen- und Fremdkapital, als auch die jeweiligen Zinsen berechnet wurden, können die gewichteten Gesamtkapitalkosten kalkuliert werden.¹⁶ Diese dienen schließlich als Diskontfaktor für die ermittelten Free-Cashflows.

Total-Cashflow auf Basis tatsächlicher Kapitalstruktur

Kennt man die tatsächliche zukünftige Kapitalstruktur, ist es möglich das Unternehmen auf Basis des Total-Cashflow zu bewerten. Eine Unternehmensfinanzierung besteht aus Eigen- und Fremdkapital. Theoretisch lässt sich eine optimale Finanzierungsstruktur für ein Unternehmen berechnen, welche den Unternehmenswert maximiert. Dies ergibt sich aus der Tatsache, dass Fremdkapitalzinsen im Gegensatz zu Eigenkapitalzinsen steuerlich abzugsfähig sind. Deshalb ist es sinnvoll den Fremdkapitalanteil zu steigern um Steuern zu sparen. Jedoch ist hierbei zu beachten, dass mit steigendem Fremdkapital auch das Risiko steigt. Eine optimale Abstimmung dieser beiden Effekte führt zur optimalen Kapitalstruktur. Auf Basis dieser Kenntnis ist es möglich die genauen Fremdkapitalanteile für die Zukunft zu bestimmen. Auch bei Anwendung der Total-Cashflow-Methode wird der Barwert der gesamten Free Cashflows analog zur Entity-Methode bestimmt.

Adjusted-Present-Value (APV)-Verfahren

Das APV-Verfahren ist eine Abwandlung des Entity-Verfahrens. Auch hierbei werden die Cashflows aller Kapitalgeber berücksichtigt. Jedoch unterscheiden sich beide Verfahren in der Berücksichtigung der steuerlichen Vorteile des Fremdkapitals. Während das Entity-Verfahren diese in der Kapitalkostenformel berücksichtigt, werden beim APV-Verfahren die Steuervorteile des Fremdkapitals getrennt vom eigentlichen Unternehmenswert berechnet.¹⁷ Somit wird zunächst der zum Gesamtkapital zurechenbare Free-Cashflow des fiktiv unverschuldeten Unternehmens berechnet und diskontiert. Anschließend wird der Barwert des Steuervorteils, auch Tax Shield genannt, bestimmt und zum vorigen Wert addiert. Im Ergebnis ergibt sich wieder der gesamte Unternehmenswert. Von diesem ist im letzten Schritt der Wert des Fremdkapitals abzuziehen um den Wert des Eigenkapitals zu erhalten.¹⁸

¹⁵ Vgl. Pfeiffer, Discounted Cash Flow-Verfahren versus Multiplikator-Verfahren, 2014, S. 27 ff.

¹⁶ Vgl. Rosenbaum und Pearl, Investment Banking, 2013, S.152 ff.

¹⁷ Vgl. Damodaran, Applied Corporate Finance, 2015, S. 376 ff.

¹⁸ Vgl. Schmidlin, Unternehmensbewertung & Kennzahlen Analyse, 2013, S. 160 ff.

Equity-Methode

Die Equity-Methode ist auch als Ansatz der Nettokapitalisierung bekannt. Hierbei werden die Zahlungsströme der Eigenkapitalgeber berücksichtigt und mit den Eigenkapitalkosten diskontiert. Die notwendigen Free-Cashflows werden auf Basis einer genauen Planungsrechnung prognostiziert, welche sich aus den bereinigten Geschäftszahlen ergibt. Bei der Equity-Methode werden jedoch nur Cashflows berücksichtigt, welche den Eigenkapitalgebern zugerechnet werden können. Als Diskontfaktor werden die Eigenkapitalkosten verwendet, welche das Risiko des Unternehmens hinreichend abbilden. Als letzter Aspekt ist die ewige Rente zu beachten. Da das Unternehmen per Annahme auch nach dem Prognosezeitraum noch besteht, muss ein sinnvoller Wert für zukünftige Erträge gefunden werden. Die Summe aus dem Wert der diskontierten Free-Cashflows und des diskontierten Endwertes ergibt die Bewertung des Unternehmenseigenkapitals.¹⁹

Strategische Erwerber

Sofern ein solcher potentieller Käufer einen strategischen Nutzen hat oder dieser tatsächlich valide Synergien von erheblichem Potential nutzen können, ist eine Bewertung, die sich am Vergangenheitsertrag orientiert, zu niedrig. An dieser Stelle ist ein DCF-Verfahren, welches auf den Erlösen in der zukünftigen Konstellation aufsetzt, der methodisch richtige Ansatz. Dies setzt allerdings voraus, dass man die Einflüsse einigermaßen verlässlich einschätzen kann und dies dann in einer integrierten Planrechnung ebenso abbildet. Hier sind auch die durch eine Umsatzausweitung hervorgerufenen Investitionen und Erhöhungen des Umlaufvermögens zu berücksichtigen. Wer die Chance sieht, sein Unternehmen an eine größere Gruppe verkaufen zu können, die strategisch von einem solchen Zukauf profitiert, ist gut beraten, den Aufwand eines solchen Ansatzes auf sich zu nehmen. Denn es eröffnet den Blick auf das nicht selten äußerst erhebliche Mehrwertpotential und bereitet einen Verkäufer und sein Team sehr gut auf die anstehenden Verhandlungen vor. Man spricht in den Verhandlungen als Folge dieser Analyse auch inhaltlich auf Augenhöhe mit dem interessierten potentiellen Erwerber.

Einfluss des Transaktionsprozesses

Bei Transaktionen mit Dritten ist darüber hinaus noch der Blick auf den Einfluss des Verkaufsprozesses zu richten. Ein detailliert vorbereiteter Transaktionsprozess, der stringent umgesetzt wird, erhöht die Chance auf gute Verkaufserlöse. Dies beinhaltet immer eine Unternehmensbewertung, die aus Sicht der Verkäufer den Anker für eine Kaufpreisgrößenordnung setzt. Ist diese nicht beliebig gewählt, sondern systematisch und unter Einbeziehung von Marktaspekten erstellt, wird sie zu einem wichtigen Baustein hinsichtlich der finalen Wertfindung. Dies gilt ebenso für den oben angesprochenen Fall eines strategischen Erwerbers.

Den größten Einfluss auf den erzielbaren Wert von der Verfahrensseite hat ein wettbewerblicher Bieterprozess. Ist Größe und Position des zu veräußernden Unternehmens hierfür geeignet und wird dies professionell vorbereitet und betrieben, kann so der Erlös für den Veräußerer effektiv realisiert werden. In einem wettbewerblichen Verfahren muss sich der Interessent sehr genau überlegen, welchen Mehrwert er aus dem Erwerb hat und wie viel er davon bereit ist einzusetzen. Tendenziell werden sich daher bei Unkenntnis des Verhaltens anderer Interessenten die Angebote eher am oberen Wert des für den Käufer vertretbarem ausrichten. Die Anforderung an Vorbereitung und Prozess sind in diesen Fällen erheblich, und das Unternehmen muss zwingend für eine Gruppe strategischer Käufer im dann aktuellen Kontext von hohem Interesse sein.

¹⁹ Vgl. Schmidlin, Unternehmensbewertung & Kennzahlen Analyse, 2013, S.148 ff.

Empfehlungen zur Auswahl und Anwendung

Grundsätzlich empfiehlt es sich bei einer Unternehmensbewertung immer, mehrere der genannten Verfahren anzuwenden. Dadurch kann ein plausibles Endergebnis ermöglicht werden. Beim Vergleich der verschiedenen Ergebnisse fallen auch die Eigenheiten des betrachteten Unternehmens auf. Nicht immer ist es möglich alle der erläuterten Verfahren zur Anwendung zu bringen. Beispielsweise macht es wenig Sinn eine Bewertung auf Grundlage vergleichbarer Firmen durchzuführen, wenn keine sinnvollen Vergleichskandidaten auffindbar sind. Gleiches gilt für die Bewertung anhand vergleichbarer Transaktionen. Eine Bewertung auf Basis nicht geeigneter Vergleichskandidaten führt in beiden Fällen zu einem verzerrten Unternehmenswert, welcher jedoch durch das Ergebnis der DCF-Bewertung aufgedeckt werden kann. Diese Methode ist insbesondere von Vorteil, wenn strategische Investoren als potenzielle Käufer in Frage kommen. Strategische Investoren sehen mögliche Synergieeffekte durch den Kauf eines Unternehmens. Durch diese Synergien können die zukünftigen Cashflows gesteigert werden, was in einem höherem Unternehmenswert resultiert. Da die DCF-Methode auf zukünftigen Cashflows basiert, wird mit dieser Methode ein höherer Unternehmenswert erzielt. In allen anderen genannten Verfahren können Synergieeffekte nicht oder nur unzureichend berücksichtigt werden.²⁰ Auch bei der Bewertung junger Unternehmen ist es meist schwierig vergleichbare Unternehmen oder vergleichbare Transaktionen zu finden. Deshalb bietet sich auch in diesem Fall das DCF-Verfahren zur Bewertung an. Dies gilt insbesondere dann, wenn es sich um ertragsschwache junge Unternehmen handelt. Somit zeigt sich, dass die Bewertung eines Unternehmens mit vielen Herausforderungen verbunden ist. Diesen gilt es mit Erfahrung und Expertise zu begegnen, um am Ende den Vorstellungen aller beteiligten Parteien gerecht zu werden.

Literaturverzeichnis

- Ballwieser, Wolfgang und Hachmeister, Dirk. *Unternehmensbewertung*. Stuttgart: Schäffer Poeschel, 2016.
- Damodaran, Aswath. *Applied Corporate Finance*. New Jersey: Wiley & Sons, 2015.
- Nestler, Anke und Kupke, Thomas. *IWW Institut*. 2003. <http://www.iww.de/bbp/archiv/unternehmensbewertung-die-bewertung-von-unternehmen-mit-dem-discounted-cash-flow-verfahren-f34213>.
- Pfeiffer, André. *Discounted Cash Flow-Verfahren versus Multiplikator-Verfahren*. Hamburg: GRIN Verlag, 2008.
- Picot, Gerhard. *Handbuch Mergers & Acquisitions*. Stuttgart: Schäffer Poeschel, 2005.
- Rosenbaum, Joshua und Pearl, Joshua. *Investment Banking*. New Jersey: Wiley & Sons, 2013.
- Rudolf, Markus und Witt, Peter. *Bewertung von Wachstumsunternehmen*. Wiesbaden: Gabler Verlag, 2002.
- Schmidlin, Nicolas. *Unternehmensbewertung & Kennzahlen Analyse*. München: Vahlen, 2013.

Dr. Marcus Ruf ist Geschäftsführender Gesellschafter der M.CONSULT Unternehmensberatung GmbH, Sebastian Schödel ist dort als Analyst tätig. M.CONSULT berät insbesondere mittelständische Klienten im Bereich Corporate Finance und Mergers & Acquisitions.

²⁰ Vgl. Rosenbaum und Pearl, *Investment Banking*, 2013, S. 93 ff. und 135 ff.