



Unternehmensbewertung

Merklatt

Der Wert eines Unternehmens kann aus unterschiedlichen Sichtweisen und unter Einbeziehung unterschiedlicher Parameter durchaus variieren. Der Begriff "Wert" ist recht vieldeutig, das resultiert aus folgenden verschiedenen Sichtweisen, die man in die Bewertung einbeziehen sollte.

1. Die Ermittlung des Unternehmenswertes

In der Höhe des Kaufpreises liegt häufig ein Grund für Differenzen zwischen dem Altinhaber und dem Unternehmensnachfolger. Die Ermittlung des Unternehmenswertes ist daher ein ganz entscheidender Punkt in der Unternehmensnachfolge. Den absolut richtigen und objektiven Unternehmenswert gibt es nicht. In der Regel ist der Kaufpreis das Ergebnis längerer, häufig aber zäher Verhandlungen zwischen Verkäufer und Käufer. Der Existenzgründer ist bestrebt, einen möglichst geringen Kaufpreis zu zahlen. Der Unternehmer hingegen überschätzt häufig den Wert seines Unternehmens. Das ist nachvollziehbar und verständlich, da er in das Unternehmen viele Jahre der Mühe und Arbeit eingebracht hat. Allerdings führt die Wertüberschätzung zu einer doppelten Gefahr für das Unternehmen. Einmal wird es schwierig sein, einen Nachfolger zu finden, der bereit und in der Lage ist, den hohen Kaufpreis zu zahlen. Zum anderen besteht die Gefahr, dass sich der Existenzgründer bei einem überhöhten Kaufpreis und den damit verbundenen Finanzierungskosten wirtschaftlich übernimmt bzw. die Kapitaldienstfähigkeit des Unternehmens überschritten wird. Damit wäre der Bestand des Unternehmens in Gefahr. In die Verkaufsverhandlungen fließen neben den objektiven Kriterien auch die subjektiven Wertvorstellungen der Vertragsparteien mit ein. Bei der Kaufpreisermittlung spielen somit nicht nur der Unternehmenswert bzw. die betrieblichen Faktoren eine wichtige Rolle, sondern auch außerbetriebliche Faktoren wie das Alter des Veräußerers und des Erwerbers, die finanzielle Lage des Veräußerers und des Erwerbers, die Risikobereitschaft des Erwerbers und alternative Angebote. Bei der Kaufpreisermittlung sollte ebenfalls berücksichtigt werden, ob das Unternehmen an ein Familienmitglied, einen Mitarbeiter, einen externen Übernehmer oder an einen Investor verkauft wird.

2. Die Methoden und Parameter zur Ermittlung des Unternehmenswertes

Für die Unternehmensbewertung gibt es mehrere Methoden. Im Folgenden werden vier Arten zur Ermittlung des Unternehmenswertes dargestellt.

Vor der eigentlichen Bewertung des Unternehmens sollte eine umfassende Analyse sämtlicher Aspekte des Unternehmens durchgeführt werden. Dabei ist größtes Augenmerk nicht auf die in der Vergangenheit erzielten Zahlen und Daten, sondern auf eine intensive Analyse des zukünftigen Umsatz-, Kosten-, Investitions- und Ergebnispotenzials zu richten. Für das Erstellen einer detaillierten Umsatzprognose sind unterschiedlichste Kenntnisse erforderlich. Um Ihnen eine Übersicht über die wichtigsten Fragen zu geben, sind diese beispielhaft nachfolgend aufgeführt. Der Zeitraum für eine aussagefähige Unternehmensprognose sollte möglichst 10 Jahre umfassen.

Branche

- Absolute Größe und Wachstumsrate?

Wettbewerber

- Wer und wie stark sind die Wettbewerber?
- Welche Konkurrenzprodukte existieren und welche Marktanteile halten diese?

Eigene Produkte/Leistungen

- Wo stehen die eigenen Produkte / Leistungen in Bezug auf Qualität, Kundennutzen und Marktanteil?
- Befinden sich neue Produkte / Leistungen in der Entwicklung?
- In welchem Stadium befinden sich diese Entwicklungen?
- Welche Investitionen sind bis zur Markteinführung der neuen Produkte / Leistungen noch zu erbringen?

Kunden

- Welche Kundenstruktur besteht im Hinblick auf Dauer, Umsatzhöhe, Abnahme- / Lieferverträge?
- Wie hoch sind Kundenzufriedenheit und Kundennutzen?
- Gibt es zusätzliches Kundenpotenzial mit vorhandenen Kunden?
- Wie groß ist das Neukundenpotenzial?
- Welche Gewinne sind in die Produkte bzw. Leistungen einkalkuliert?
- Werden die kalkulierten Gewinne von den Kunden akzeptiert?
- Sind die Kunden eher preis- oder qualitätssensitiv?

Personal

- Wie hoch sind die Qualifikation, die Motivation und das Entlohnungsniveau?
- Identifizieren sich die Mitarbeiter mit dem Unternehmen?

Anlagevermögen/Inventar

- In welchem Zustand befindet sich das Unternehmen mit Anlagen, Maschinen, Geräten, Ausstattungen?
- Sind kurzfristige Investitionen erforderlich? In welcher Höhe?

Bitte beachten Sie, dass diese Aufzählungen weder den Anspruch auf Vollständigkeit erheben, noch für alle Unternehmen in gleicher Weise zu handhaben sind. Ziel der Unternehmensprognose ist die Ermittlung des Einnahmenüberschusses, (cash flow), der letztlich in Form einer Ausschüttung an den Unternehmenskäufer zurückfließt und die Verzinsung seines in das Unternehmen investierten Kapitals darstellt.

2.1 Substanzwertverfahren

Traditionelles Substanzwertverfahren

Der Substanzwert wird ermittelt als Summe der im Unternehmen vorhandenen materiellen Vermögensgegenstände abzüglich der Schulden. Dabei wird betriebsnotwendiges Vermögen mit den Wiederbeschaffungskosten bewertet und nicht mit dem zu erzielenden Veräußerungspreis. Der Wert für die Substanz des Unternehmens, wie Immobilien, Maschinen, Geräte, Einrichtungen, Fahrzeuge und Warenlager, ist nicht der Bilanz zu entnehmen. Maßgeblich ist nur der Marktwert (Wiederbeschaffungswert). Ein hoher Substanzwert kann bei der Kaufpreisverhandlung zu Missverständnissen oder Fehlschlüssen führen. So muss ein hoher Substanzwert nicht automatisch aussagen, dass mit dem Unternehmen die eigenen Ziele oder ein hoher Gewinn zu erzielen sind. Das kann bei Unternehmen der Fall sein, die vielleicht seit Jahren Verluste machen, aber über teure Immobilien verfügen. Da beim Substanzwertverfahren nicht die Ertragskraft des Unternehmens berücksichtigt wird, ist es in der Regel nur ein Hilfsmittel zur Ermittlung einer möglichen Preisuntergrenze (Mindestwert des Unternehmens)

Liquidationsverfahren

Bei dem Liquidationsverfahren geht es um die Zerschlagung eines Unternehmens, wenn es also keine Zukunftsfähigkeit besitzt. Die Vermögensgegenstände werden zum Veräußerungserlös bewertet. Von dem Veräußerungserlös werden alle entstehenden Kosten abgezogen. Dieses Ergebnis stellt die absolute Wertuntergrenze dar.

2.2 Ertragswert orientierte Verfahren

Ertragswertverfahren

Das Ertragswertverfahren ist die meist verbreitete Methode zur Ermittlung des Unternehmenswertes. Es basiert auf der Annahme, dass der Wert eines Unternehmens hauptsächlich in den zu erwartenden Ertragsüberschüssen, also durch sein Potential, in Zukunft Gewinne zu erzeugen, bestimmt wird. Das Verfahren berücksichtigt die Anlagealternativen des Kaufinteressenten, der mit seinem Kapital (K) entweder das Unternehmen erwerben kann oder sein Geld am Kapitalmarkt anlegt. Das bedeutet, ein Erwerber investiert nur in ein Unternehmen, wenn die Rendite größer ist als jene aus vergleichbaren Anlagegeschäften. Die Ertragskraft eines Unternehmens entscheidet somit über den Kaufanreiz und den Kaufpreis.

Die zugrundeliegende Fragestellung lautet:

Wie hoch darf der Unternehmenswert sein, damit der erwirtschaftete Gewinn oder Cash-Flow eine angemessene Verzinsung (Z) auf das eingesetzte Kapital, den Kaufpreis, darstellt?

Bei dem reinen Ertragswertverfahren entspricht der Wert des Unternehmens dem Barwert aller zukünftigen Einnahmen-Überschüsse. Der Ertragswert wird somit bestimmt durch den erwarteten Unternehmenserfolg in den folgenden Jahren und durch einen Kapitalisierungszinsfuß, mit dem die zukünftigen Überschüsse auf den Zeitpunkt des Verkaufs abgezinst werden.

Die Prognose der zukünftigen Erträge baut in der Regel auf den Werten der Vergangenheit auf. Die Erträge aus der Vergangenheit sind jedoch nur ein Indikator unter vielen für die zukünftige Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens.

Für den Erwerber des Unternehmens ist entscheidend, wie viel Gewinn er in Zukunft mit dem Unternehmen erwirtschaften kann. Vor der eigentlichen Bewertung des Unternehmens sollte daher eine umfassende Analyse sämtlicher Aspekte des Unternehmens durchgeführt werden, insbesondere eine intensive Untersuchung des zukünftigen Umsatz-, Kosten-, Investitions- und Ergebnispotenzials.

Dadurch wird auch deutlich, wie wichtig eine frühzeitige Planung der Nachfolge ist: Denn bei dem beschriebenen Verfahren bestimmt die Ertragsersparnis für ein Unternehmen dessen Wert. Die Ertragsersparnis für ein Unternehmen ist umso besser, je eher die Regelung der Nachfolge angegangen wird. Denn nur eine frühzeitige und umfassend geplante Nachfolge lässt Unsicherheiten bei Mitarbeitern, Kunden, Lieferanten und bei der Bank gar nicht erst entstehen, so dass die vorhandene Ertragskraft und damit der Unternehmenswert nicht gefährdet wird.

Somit wird deutlich, dass die materiellen als auch die immaterielle Werte (wie Marktstellung, Namen/Ansehen, Kunden- und Lieferantenbeziehungen) die Basis für den zu erzielenden Ertrag bilden.

Jedoch lassen sich auch mit dem Ertragswertverfahren grundsätzlich nur Tendenzaussagen erzielen. Denn über den richtig angesetzten Kapitalisierungszinsfuß und über die Höhe der künftigen Erträge besteht eine Unsicherheit. Eine wenig realistische Annahme führt auf dieser Basis somit zu vergleichsweise hohen Kaufpreisforderungen seitens des Verkäufers.

Eine Lösung bietet eine weitere Berechnungsmöglichkeit des Ertragswertes nach dem sogenannten „Staffelverfahren“ d.h. auf Basis einer ewigen Rente. Durch die Staffelung wird einerseits eine Befristung der Kapitalisierung der zu erwartenden Unternehmenserträge erreicht, was der betrieblichen Praxis weitaus besser entspricht; zum anderen wird der Tatsache Rechnung getragen, dass weiter in der Zukunft zu erwartende Erträge mit einem höheren Risiko behaftet und deshalb mit einem entsprechend höheren Kapitalisierungszinsfuß abzuzinsen sind.

Discounted Cash-Flow

Während das Ertragswertverfahren im deutschen Raum am häufigsten Verwendung findet, dominiert in den angelsächsischen Ländern insbesondere bei Unternehmen mit internationaler Ausrichtung das Discounted Cash-Flow-Verfahren (DCF). Die DCF-Methode ähnelt dem Ertragswertverfahren, da sie auf dem gleichen investitionstheoretischen Fundament – der Diskontierung zukünftiger Erfolge – basiert. Ausgangspunkt der Berechnung ist grundsätzlich der Cash-Flow des Unternehmens, d.h. der Zahlungsmittelüberschuss aus laufender Umsatzstätigkeit. Der Cash-Flow zeigt den selbst erwirtschafteten Betrag an, der im Unternehmen für Investition, Kredittilgung, Steuerzahlungen und für drohende Liquiditätsengpässe tatsächlich zur Verfügung steht. Einfach ausgedrückt ist der Cash-Flow die Differenz zwischen den unternehmensbezogenen Einnahmen und den unternehmensbezogenen Ausgaben innerhalb einer bestimmten Periode. Somit sagt der Cash-Flow mehr über die Finanzkraft eines Unternehmens aus als der Gewinn bzw.

Ertragswert. Als Diskontierungsrate wird ein gewichteter Kapitalkostensatz verwendet, in den auch die tatsächliche Finanzierungsstruktur des Unternehmens einfließt. In Abhängigkeit von den Größen, die zur Ermittlung des Cash-Flow herangezogen werden und dem errechneten Kapitalkostensatz lassen sich mit der DCF-Methode im Vergleich zum Ertragswertverfahren entsprechend unterschiedlich hohe Unternehmenswerte ermitteln.

2.3 Marktwert orientierte Verfahren

Multiplikatorverfahren

Bei dem Multiplikatorverfahren wird der Einzahlungsüberschuss mit einem Multiplikator multipliziert. Der daraus resultierende Wert stellt den Unternehmenswert dar. Das Arbeiten mit Multiplikatoren, bezogen auf Ertragskraft (EBIT) oder Umsatz, ist mit großer Vorsicht zu handhaben, da jedes Unternehmen individuelle Voraussetzungen und Eigenheiten aufweist. Pauschale Multiplikatoren können den Unternehmenswert erheblich verzerren. Bei Multiplikatoren gibt es in der Regel einen unteren Wert, der zumeist dem Branchendurchschnitt entspricht (Zentralwert), und einen oberen Wert, der als Orientierung bei "erfolgreichen Unternehmen" dient. Da es sich um Branchenmultiplikatoren handelt, werden die Eigenheiten eines relevanten Teilmarktes oft nicht berücksichtigt. Die Multiplikatorwerte reichen häufig nicht zur Orientierung bei der Unternehmensbewertung aus, da die Bandbreite zwischen den oberen und den unteren Werten oft zu groß ist. Auch bei Unternehmen der freien Berufe wird häufig die Multiplikatormethode herangezogen, wobei mitunter der Honorarumsatz als Basis für die Multiplikationsrechnung dient. Allerdings ist diese Methode auch hier aufgrund der Unterschiede in der Struktur der freien Berufe nur begrenzt einsetzbar. Die Komplexität der Unternehmensbewertung wird durch das Multiplikatorverfahren zu stark reduziert. Als eine Orientierungsgröße in Verhandlungen ist sie allerdings nicht zu verkennen.

3. Fazit Unternehmensbewertung

Für die Bewertung von Unternehmen gibt es nicht das eine und ausschließlich anzuwendende und allgemeingültige Verfahren. Wann welches Bewertungsverfahren zur Anwendung kommt, hängt maßgeblich vom Bewertungszweck, von der Unternehmensgröße und dem vorhandenen Datenmaterial ab. Zum Vergleich, zur Interpretation und zur Argumentation sollten mindestens zwei Methoden der Unternehmensbewertung genutzt werden. Jedes Unternehmen ist mit seinen Eigenheiten, bisherigen Entwicklungen, aber auch zukünftigen Perspektiven für sich zu betrachten. Hierfür sollte ein externer Berater hinzugezogen werden.

4. Die Suche nach einem geeigneten Berater

Individuelle Hilfestellung bei der Ermittlung des Unternehmenswertes bieten u. a. Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Unternehmensberater. Häufig empfiehlt sich deren Einschaltung für eine neutrale Wertermittlung als Grundlage der Verhandlungen zwischen Verkäufer und Käufer. Idealerweise sollten sich Übergeber und Übernehmer auf einen Berater einigen.