

Unternehmensbewertung in der Praxis

- Unternehmenskäufe gehören häufig zu den größten Investitionsprojekten, die Unternehmen durchführen.
- Fehleinschätzungen bei der Unternehmensbewertung und der Entscheidung zum Kaufpreis können existenzgefährdend sein. Deshalb ist hier besondere Sorgfalt erforderlich.
- In dem Beitrag werden allgemeine Bewertungsgrundsätze, der Ablauf eines Bewertungsprozesses und die gängigen Bewertungsmethoden vorgestellt. In Deutschland ist immer noch das Ertragswertverfahren das dominierende Bewertungsverfahren.

Inhalt	Seite
1 Ertragskraft als Grundlage der Unternehmensbewertung	142
1.1 Wert, Nutzen und Preis können abweichen	142
1.2 Grenzpreise für Käufer und Verkäufer	143
2 Grundsätze der Unternehmensbewertung	145
2.1 Grundsätzlicher Ablauf einer Unternehmensbewertung ...	147
2.2 Anlässe einer Unternehmensbewertung	148
3 Methoden der Unternehmensbewertung	149
3.1 Substanzwertverfahren	150
3.2 Praktikerverfahren	150
3.3 Realoptionsbasierte Modelle	151
3.4 Ertragswertverfahren	151
3.5 Discounted-Cash-Flow-Verfahren	155
3.5.1 Der Entity-Ansatz	156
3.5.2 Der Equity-Ansatz	159
4 Literaturhinweise	160

■ Der Autor

Prof. Dr. Klaus Schneider, Professor für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, nationaler und internationaler Jahresabschluss sowie Unternehmensbewertung an der Hochschule für Technik Stuttgart. Daneben ist er als Steuerberater in eigener Kanzlei mit Schwerpunkt Bewertung und Übernahme von medizinischen Praxen und Einrichtungen tätig.

1 Ertragskraft als Grundlage der Unternehmensbewertung

Unternehmensbewertungen haben unterschiedliche Anlässe. Kauf oder Verkauf eines Unternehmens ist sicherlich einer der bedeutsamsten Anlässe, bei dem die Unternehmensbewertung die zentrale Rolle bei der Kaufpreisfindung spielt. Die Ergebnisse der Unternehmensbewertung haben für alle Beteiligten der Unternehmenstransaktion eine hohe Bedeutung. Trotz Globalisierung und grenzüberschreitender M&A fallen seit 2010 weltweit stetig das Transaktionsvolumen und die Anzahl an Transaktionen. Hauptgründe sind u. a. die schlechte konjunkturelle Lage in den großen Industrienationen und die gesunkene Kaufkraft von Aktien als Transaktionswährung.

Ertragswert-
verfahren
führende
Methode in
Deutschland

Für die Bewertung von Unternehmen stehen zahlreiche Bewertungsverfahren zur Verfügung. Das Ertragswertverfahren ist in Deutschland, trotz des zunehmenden Trends zur Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), noch immer das dominierende Bewertungsverfahren. Die verstärkte Anwendung der DCF-Methode ist auf die steigende Zahl grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse zurückzuführen. Einen weiteren Einfluss hat die Umsetzung des Shareholder-Value-Ansatzes, dessen Hauptthese die Steigerung des Marktwerts des Eigenkapitals ist. Mit der DCF-Methode besteht die Möglichkeit, den Marktwert des Eigenkapitals zu berechnen. Auswirkungen verschiedener Unternehmensstrategien auf den Marktwert des Eigenkapitals werden heute u. a. bei börsennotierten Unternehmen mittels DCF-Methode im Vorfeld der Umsetzung simuliert.

Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) hat in seinem Standard S1 (IDW S1) – Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen – festgelegt, dass „der Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d. h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet“¹ wird. Der Wirtschaftsprüfer ermittelt demnach den Wert eines Unternehmens als Zukunftserfolgswert. Hierfür stehen ihm sowohl die Ertragswert- als auch die DCF-Methode zur Verfügung. Beide Verfahren stehen in der Praxis gleichwertig nebeneinander.

1.1 Wert, Nutzen und Preis können abweichen

Bewertung ist
subjektiv

Betriebswirtschaftlich ist der Wert eines Wirtschaftsguts der Nutzen, den ein Wirtschaftssubjekt (Person) ihm beimisst. Je stärker die Bedürfnisse des Wirtschaftssubjekts durch das Wirtschaftsgut befriedigt werden,

¹ IDW, 2008; Tz. 4.

desto größer ist dessen subjektiver Nutzen. Ein und dasselbe Wirtschaftsgut kann die Bedürfnisse unterschiedlicher Wirtschaftssubjekte in unterschiedlichem Ausmaß befriedigen. Aber auch ein und dieselbe Person kann einem Wirtschaftsgut zu unterschiedlichen Bewertungszeitpunkten bzw. -anlässen einen unterschiedlichen Nutzen beimessen. Nutzen ist demnach immer subjektiv.

Wenn der betriebswirtschaftliche Wert eines Unternehmens ermittelt werden soll, wird der Nutzen der materiellen und immateriellen Wirtschaftsgüter aus der Sicht der bewertenden Person bestimmt. Unter dem monetären Nutzen eines Unternehmens werden i.d.R. dessen Erträge oder auch Cashflows verstanden. Neben dem monetären Nutzen wird durch die bewertende Person aber auch der nicht-monetäre Nutzen bei der Bewertung einbezogen. Im Ergebnis werden der subjektive Nutzen und damit der betriebswirtschaftliche Wert des Unternehmens in Euro und Cent bemessen.

In der Praxis wird fälschlicherweise häufig das mittels eines anerkannten Bewertungsverfahrens ermittelte Ergebnis als Unternehmenspreis verstanden. Der ermittelte betriebswirtschaftliche Wert ist jedoch nicht automatisch mit dem Preis gleichzusetzen. Der Wert (subjektiver Nutzen!) geht in die Preisbildung mit ein, kann aber von dem Preis deutlich abweichen. Der Preis ist der aus Angebot und Nachfrage heraus resultierende, in Geld ausgedrückte Tauschwert. Käufer und Verkäufer bestimmen den Preis im Wesentlichen durch ihre Nutzenschätzung (Grenznutzen), sofern das mengenmäßige Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage in keinem groben Missverhältnis steht.

Wert \neq Preis

1.2 Grenzpreise für Käufer und Verkäufer

Nach dem bekannten Ansatz der Kölner Funktionslehre werden anlassbezogen die Beratungs-, Vermittlungs- und Argumentationsfunktion unterschieden.

Innerhalb der Beratungsfunktion soll der Grenzpreis als subjektiver Entscheidungswert ermittelt werden. Subjektiv deshalb, da bei der Wertermittlung die subjektiven Fähigkeiten, Möglichkeiten und Veränderungsstrategien des Investors bzw. Unternehmenskäufers berücksichtigt werden. Der künftige Investor berechnet mit oder ohne Unterstützung seines Beraters (i.d.R. Wirtschaftsprüfer) seinen subjektiven Entscheidungsspielraum und die persönliche Kaufpreisobergrenze. Diese muss so gewählt werden, dass sich der Investor durch die Transaktion nicht wirtschaftlich übernimmt. Auf der anderen Seite bestimmt der Verkäufer unter umgekehrten Vorzeichen seine Kaufpreis-

Beratung zu Chancen und Risiken

untergrenze. Auch hier muss darauf geachtet werden, dass er seine ökonomische Situation durch die Transaktion nicht verschlechtert.

Durch die subjektiven Einflüsse hinsichtlich der Bewertung von Chancen und Risiken des Objekts wird der Kaufpreis regelmäßig unterschiedlich sein. Deshalb empfiehlt sich die Abgabe einer Kaufpreisrange. Weitere Kaufpreisverhandlungen sind nur dann sinnvoll, wenn sich die abgegebenen Kaufpreisbereiche zu einem gewissen Maß decken. Innerhalb dieser Schnittmenge (vgl. Abb. 1) wird jetzt in weiteren Kaufpreisverhandlungen versucht, sich auf einen gemeinsamen Preis zu einigen. Bei realen Kaufpreisvorstellungen und echtem Interesse beider Seiten sollte eine Kaufpreisfindung möglich sein.

Vermittlungsfunktion des Beraters

Gelingt es den beiden Parteien nicht, sich auf einen Kaufpreis zu einigen, so muss der Berater zwischen den Konfliktparteien vermitteln. Hierbei hat er unter Berücksichtigung von Gerechtigkeitspostulaten die subjektiven Wertvorstellungen beider Seiten auf ihre Realisierbarkeit zu prüfen und mit den Parteien zu diskutieren. Danach stellt er einen Einigungswert fest oder schlägt diesen als Vermittler vor.

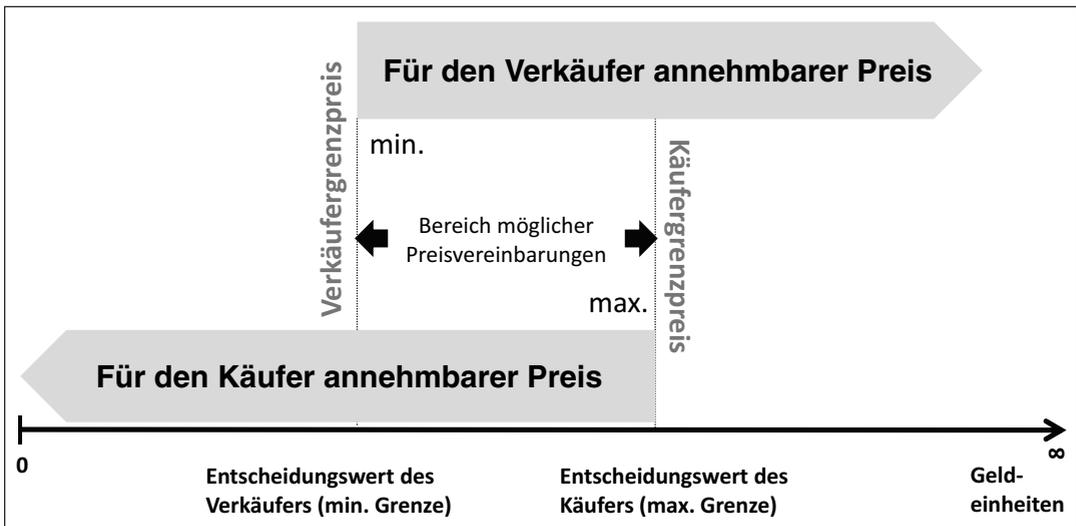


Abb. 1: Grenzpreise und Verhandlungsspielraum

2 Grundsätze der Unternehmensbewertung

In der Literatur finden sich zahlreiche allgemeine Grundsätze zur Durchführung einer Unternehmensbewertung. In der Bewertungspraxis haben sich jedoch die im IDW S1² dargestellten Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen als Orientierungsstandard etabliert, auch wenn deren Einhaltung vorrangig nur für Wirtschaftsprüfer verbindlich ist. Mithilfe dieser Grundsätze verfolgt das IDW das primäre Ziel, die Bewertungen zu standardisieren und darüber hinaus die Nachvollziehbarkeit der Bewertungen zu erhöhen.

Aktuell werden im IDW S17 Grundsätze unterschieden:

1. Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks

Eine Bewertung folgt dem Zweck. Demnach gibt es nicht „den“ richtigen Unternehmenswert, vielmehr ist ein „richtiger Unternehmenswert“ ein zweckadäquater Unternehmenswert. Entsprechend dem jeweiligen Bewertungszweck werden die zugehörigen Annahmen und Typisierungen eingebracht, um dann daraus einen sachgerechten Unternehmenswert berechnen zu können.

2. Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit

Der Wert eines Unternehmens ermittelt sich nicht nach der Summe seiner einzelnen Bestandteile (materielles und immaterielles Vermögen sowie Schulden), sondern durch das Zusammenspiel aller wertbeeinflussenden Faktoren, die einen Einfluss auf die zukünftigen finanziellen Überschüsse und Erträge haben. Hierunter können u. a. vorhandene Beschaffungs- und Absatzmärkte, Humankapital (e. g. Erfahrung und Fähigkeit des Managements), Aufbau- und Ablauforganisation etc. fallen.

3. Stichtagsprinzip

Eine Unternehmensbewertung erfolgt regelmäßig zeitpunktbezogen zum Bewertungsstichtag. Für die Berechnung der Steuerbelastung der zugrunde gelegten Erträge ist das am Bewertungsstichtag geltende Steuerrecht bzw. die für die Zukunft geltende und vom Gesetzgeber bereits beschlossene und verkündete gesetzliche Regelung maßgebend.

4. Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens (künftige finanzielle Überschüsse)

Grundlage für die Bewertung stellt die Betrachtung der prognostizierten Zahlungsströme (Cashflow, Erträge) an den Investor dar. Wichtig ist hierbei, dass diese Zahlungsströme auch in den Verfügungsbereich des Investors gelangen können. Insbesondere gesellschaftsrechtliche Ausschüttungsregelungen und auch die Finanzierung der Ausschüt-

² IDW, 2008, Rn. 17–67.

tung sind hierbei genau zu analysieren. In die Berechnung des Unternehmenswerts dürfen nur die Nettoeinnahmen aufgenommen werden, die dem Investor tatsächlich zufließen und ihm zu seiner freien Verfügung stehen. Demnach sind auch die Ertragsteuern des Unternehmens (Unternehmensebene) und die persönlichen Ertragsteuern des Investors aufgrund seiner Beteiligung am Unternehmen (Unternehmerebene) zu berücksichtigen.

5. Gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Beim Unternehmensvermögen ist zwischen betriebsnotwendigem und nicht betriebsnotwendigem Vermögen zu differenzieren. Wenn materielles oder immaterielles Vermögen aus dem Unternehmen herausgenommen werden kann, ohne dass davon die Funktionalität des Unternehmens berührt wird, liegt nichtbetriebsnotwendiges Vermögen vor. Bei der Bewertung des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens ist dessen Beibehalten im Unternehmen mit der Liquidation des Vermögens zu vergleichen. Häufig ergibt sich die Vorteilhaftigkeit einer Liquidation. Bei der Bewertung müssen dann die Kosten der Liquidation, die ertragsteuerliche Belastung auf der Unternehmensebene und die Ausgaben für die Ablösung etwaiger zugehöriger Verbindlichkeiten vom Liquidationserlös abgezogen werden.

6. Unbeachtlichkeit des bilanziellen Vorsichtsprinzips

Eine ungewisse künftige Entwicklung darf nicht durch handelsrechtliche Bilanzierungsprinzipien einseitig Einfluss auf den Unternehmenswert ausüben. Eine Anwendung des Vorsichtsprinzips würde sich zugunsten des Gläubigers auswirken und somit die für die Bewertung zugrunde gelegte Ausschüttungspolitik konterkarieren. Es müsste eine Kapitalerhaltung durch Ausschüttungssperren bei der Bewertung berücksichtigt werden, was zu einer Veränderung bzw. Reduzierung der frei verfügbaren und zugeflossenen Nettoeinnahmen führen würde. Das Risiko des Investors muss aber weiterhin bei der Berechnung berücksichtigt werden.

7. Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze

Die Vielzahl der für die Unternehmensbewertung getroffenen Annahmen hat wesentlichen Einfluss auf das Ergebnis. Die Berichterstattung muss deshalb transparent und klar gestaltet sein. Es muss ersichtlich sein, welche grundlegenden Annahmen der Bewertung als Basis dienen und wer (Wirtschaftsprüfer, Management, Sachverständiger etc.) diese getroffen hat.

2.1 Grundsätzlicher Ablauf einer Unternehmensbewertung

Der Prozess der Unternehmensbewertung besteht aus mehreren Einzelschritten, die aufeinander aufbauen (vgl. Abb. 2). Im Folgenden soll der grobe Ablauf einer Unternehmensbewertung beschrieben werden.

Bevor mit der rechnerischen Unternehmensbewertung begonnen werden kann, muss das Zielobjekt auf mögliche Chancen und Risiken hin analysiert werden. Hierzu bietet sich die Durchführung einer Due Diligence³ an. Zur besseren Vergleichbarkeit der Unternehmenskennzahlen empfiehlt es sich, falls möglich, eine Peergroup aus Vergleichsunternehmen zu bilden. Bei nicht börsennotierten Unternehmen ist dies allerdings oft nur sehr schwer realisierbar. Alternativ können Branchen-kennzahlen zum Vergleich herangezogen werden.

Due Dilligence durchführen

Als Nächstes erfolgt die Auswahl des passenden Bewertungsverfahrens. Voraussetzung hierfür ist die Bestimmung bzw. Analyse des Bewertungsanlasses. Insbesondere bei Bewertungen für steuerliche Zwecke ist auf die Auswahl ein besonderes Augenmerk zu werfen. In der Praxis werden häufig neben dem Substanzwertverfahren (Liquidationswert ist Mindestverkaufspreis) und der in der jeweiligen Branche üblichen Praktikermethode immer auch das Ertragswertverfahren und/oder die Discounted-Cash-Flow-Methode mit berücksichtigt.

Bewertungs-
verfahren
festlegen

Je nach Auswahl des Bewertungsverfahrens müssen im weiteren Verlauf die zugehörigen wertrelevanten Größen ermittelt werden. Bei der operativen Unternehmensanalyse steht die Kennzahlenanalyse im Vordergrund. Da diese jedoch stark vergangenheitsorientiert ist und es sich bei DCF- und Ertragswertmethode um zukunftsorientierte Verfahren handelt, wird sie um die strategische Unternehmensanalyse ergänzt. Bei der strategischen Unternehmensanalyse erfolgt u.a. eine Analyse der gegenwärtigen und zukünftigen Effekte des Makroumfelds des Unternehmens. Aus den gewonnenen Daten werden Planungsrechnungen (Plan-Bilanz, Plan-GuV, Plan-Cashflow-Rechnungen) erstellt. Diese sind bei der DCF- und Ertragswertmethode die Basis zur Ermittlung des Unternehmenswerts als Zukunftserfolgswert.

Begleitende
Analyse

³ Vgl. hierzu auch Schneider