

Unternehmensbewertung

Bei der Unternehmensbewertung geht man von der Frage aus, wie gross der zukünftige Nutzen ist, den man durch Einsatz von Kapital für eine bestimmte Investition erhält.

Anlässe für eine Unternehmensbewertung sind unterschiedlicher Natur:

- Kauf bzw. Verkauf einer Unternehmung
- Fusionen
- Aufnahme oder Ausscheiden von Gesellschaftern
- Teilung nach Erbrecht
- Strukturänderungen
- Aufnahme, Erhöhung oder Verlängerung von Krediten
- Gerichtliche Auseinandersetzungen

Einen objektiven Unternehmenswert gibt es in der Praxis nicht.

Während Unternehmer, die ihr Unternehmen verkaufen wollen, neben den Sachwerten auch die Arbeit sehen, die sie in der Vergangenheit in das Unternehmen investiert haben, denkt der Erwerber daran, was er mit dem Unternehmen in Zukunft erwirtschaften und wie er den Kaufpreis finanzieren kann.

Beide kommen daher nicht selten zu unterschiedlichen Wert- bzw. Preisvorstellungen, wenn es um den Kaufpreis geht. Eine rechtlich verbindliche Vorgehensweise für die Unternehmensbewertung existiert nicht.

Grob können drei Bereiche unterschieden werden:

- **Vermittlung oder Konfliktlösung:** Der Unternehmenswert ist ein **Schiedswert**, der unparteiisch und losgelöst von den beteiligten Parteien ermittelt wird.
 - Gerichtsexpertise
 - Aktienaustauschverhältnis bei einer Fusion
 - Abgeltung von Aktionären beim Verlassen des Unternehmens
- **Beratungsfunktion:** Bei der Beratungsfunktion spricht man vom **Entscheidungswert**. Die Meinung und das Interesse einer bestimmten Partei wird hier berücksichtigt.
 - Höchstpreis für eine Übernahme, den man gewillt ist zu Bezahlen
 - Verkaufspreis eines Aktienpaketes eines Mehrheitsaktionärs
- **Argumentationsfunktion:** In den **Argumentationswert** fliessen bestimmte, bewusst ausgewählte Kriterien in die Bewertung ein. Diese dienen als Kommunikationsmittel und als Beeinflussungsinstrument.
 - möglichst hoher Preis für einen *unfriendly Takeover*
 - Verkäufer der einen möglichst hohen Preis für sein Unternehmen erzielen will.

Grundlagen der Bewertungsmethoden

Substanzwert

Der Substanzwert ist der Gegenwartswert des betriebsnotwendigen Vermögens eines Unternehmens, bestehend aus dem Anlagevermögen und dem Warenbestand.

Es stehen folgende Möglichkeiten zur Auswahl:

- **Anschaffungs- oder Herstellungskosten:** Bei den Anschaffungskosten geht man in der Regel vom Kaufpreis aus, wogegen man bei den Herstellungskosten von den effektiv anfallenden Kosten für eine Eigenproduktion ausgeht.
- **Reproduktions- oder Wiederbeschaffungskosten:** Dieser Wert beruht auf den Kosten, die entstehen würden, wenn ein Unternehmen mit der gleichen technischen Leistungsfähigkeit wie das zu bewertende Unternehmen aufgebaut werden müsste. Die Wiederbeschaffungskosten sind hier sehr schwer zu bestimmen.
- **Liquidationswert:** Voraussichtlicher Verkaufspreis einer Unternehmung, die nicht weitergeführt wird.
- **Börsenkurswert:** Dieser ergibt den Gesamtwert gegeben durch die Multiplikation der Anzahl ausgegebener Aktien mit dem Börsenkurs. Er dient nur spezifischen Zwecken um z. B. bei einer Fusion das Austauschverhältnis zwischen zwei Unternehmen festzulegen.

Ertragswert

Der Ertragswert berücksichtigt die Anlagealternativen des Käufers, der mit seinem Kapital entweder das Unternehmen erwerben kann oder sein Geld am Kapitalmarkt anlegt. Die zugrunde liegende Fragestellung lautet:

Wie hoch darf der Unternehmenswert sein, damit der erwirtschaftete Gewinn oder Cash-flow eine angemessene Verzinsung auf das eingesetzte Kapital, den Kaufpreis, darstellt.

Goodwill

Ist der Ertragswert grösser als der Substanzwert, so wird die Differenz als Goodwill bezeichnet. Dieser beinhaltet sämtliche immateriellen Vermögenswerte, die nicht bilanziert oder nicht bilanzierungsfähig sind.

$$\text{Ertragswert} - \text{Substanzwert} = \text{Goodwill}$$

Der Goodwill wird durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst:

- **Personenbezogener Goodwill** beruht auf persönlichen, subjektiven Faktoren wie gute Qualität des Managements, eine gute Lage, gute Beziehungen zu Lieferanten und Kapitalgebern.
- **Sachbezogener Goodwill** ist durch sachliche, objektgebundene Faktoren beeinflusst wie zum Beispiel gute Unternehmensorganisation, guter Standort oder eine führende Marktstellung.
- **Derivativer Goodwill:** Bei dieser Grösse handelt es sich um den käuflich erworbenen Goodwill.
- **Originärer Goodwill:** Dieser Wert stellt den selbst geschaffenen Goodwill dar.

Ermittlungsverfahren

Substanzwertmethode

Der **Substanzwert** wird bestimmt durch Anschaffungswert, Zustand, durchschnittliche technische Nutzungs- und Lebensdauer der zu veräußernden Wirtschaftsgüter aber natürlich auch durch die Nachfrage nach diesen Gütern. Die Schwierigkeit, die immateriellen Werte zu berechnen, führt in der Praxis meist dazu, dass nur die materiellen Werte erfasst werden. Immobilien können vereidigte Gutachter schätzen. Bei der Schätzung des Substanzwertes der beweglichen Wirtschaftsgüter helfen ebenfalls vereidigte Sachverständige, Berater oder Verbände.

Beim **Liquidationswert** wird geschätzt, welche Verkaufserlöse die Wirtschaftsgüter erzielen können, wenn sie einzeln verkauft werden. Es ist offensichtlich, dass hierbei viele Wertsteigernde Faktoren nicht berücksichtigt werden. Angewendet wird das Verfahren nur bei chronisch unrentablen Betrieben. Der Liquidationswert stellt daher die absolute Wertuntergrenze des Unternehmens dar.

Ertragswertmethode

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 Kapitalisierungszinssatz, 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.

Schritte zur Ermittlung des Ertragswertes:

- Aufstellen einer Prognose für den relevanten Markt auf der Basis der Entwicklung in der Vergangenheit und einer Chancen-/Risiken-Analyse
- Entwurf einer langfristigen Umsatz-, Kosten-, Ergebnis-, Investitionsplanung (5 Jahre, davon 3 detailliert)
- Ermittlung des nachhaltig erzielbaren Ertrags oder Cash-Flows:

$$E = \frac{\text{Ertrag} \cdot 100}{\text{Diskontierungszinssatz}}$$

Mittelwertverfahren

Dieses auch als „Praktikermethode“ bezeichnete Verfahren errechnet den Unternehmenswert als arithmetisches Mittel aus dem Ertrags- und dem Substanzwert. Die Berechnungsweise des Unternehmenswertes lautet:

$$U = \frac{\text{Ertragswert} + \text{Substanzwert}}{2}$$

Der Mittelwertmethode liegt die Überlegung zugrunde, dass ein Unternehmen mit hoher Ertragskraft bei einer im Verhältnis dazu geringen Substanz besonders stark dem Konkurrenzdruck ausgesetzt ist und deshalb das dadurch verbundene Risiko durch die Kombination der beiden Werte aufgefangen wird. Die Mittelwertmethode ist auch heute in der Praxis weit verbreitet.

Übergewinnverfahren

Unter Übergewinn wird jener Teil des Gewinns verstanden, der über eine normale Kapitalverzinsung hinausgeht. Der Übergewinn stellt nichts anderes als den Goodwill dar.

Discounted Cash-flow-Methode

Der Discounted Cash-flow (DCF) stellt die zukünftigen und abgezinsten, frei verfügbaren Einzahlungsüberschüsse aus Geschäftstätigkeit dar. Da die operativen Cash-flows jedoch aufgrund notwendiger Investitionen nicht in vollem Umfang ausgeschüttet werden können, wird auf den **Free-Cash-flow** (FCF) zurückgegriffen. Die Abzinsung erfolgt durch den durchschnittlichen Kapitalkostensatz auf dem Eigen- und Fremdkapital (WACC = Weighted Average Cost of Capital). Um den Unternehmenswert netto zu erhalten wird noch das Fremdkapital (FK) in Abzug gebracht:

$$U_{\text{DCF}} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{FCF}_i}{(1 + \text{WACC})^i} - \text{FK}$$

Economic Value Added

Beim Economic Value Added (EVA) wird anstatt des Free Cash-flows ein korrigierter Jahresüberschuss (Net Operating Profit After Tax = NOPAT) als Berechnungsgrundlage verwendet und um die Kapitalkosten des Unternehmens (Weighted Average Cost of Capital = WACC) vermindert.

NOPAT	WACC	IK
(EBIT) + Aufwandsaktivierung - Abschreibung auf Zinsanteil + Pensionsrückstellungen + Ergebnis aus nicht operativem Vermögen - Steuern	Gewichteter durchschnittlicher Kapitalkostensatz für Fremd- und Eigenkapital	Bilanzsumme - Operative Verbindlichkeiten + Aufwandsaktivierung abzüglich Abschreibungen + Pensionsrückstellungen - nicht operatives Vermögen

$$\text{EVA}_i = \text{NOPAT}_i - (\text{WACC} \cdot \text{IK}_i)$$

Quellenangaben:

Managementorientierte Betriebswirtschaftslehre, Thommen Jean-Paul, 7.Auflage, Versus Verlag Zürich, 2004
Industriehandelskammer Nordschwarzwald, www.nordschwarzwald.ihk24.de