

Der Nutzen diktiert den Preis

Das Thema Unternehmensbewertung hat an Bedeutung gewonnen. Nicht nur aufgrund des gestiegenen Interesses am öffentlichen Kapitalmarkt, sondern auch, weil Nachfolgelösungen – unter anderem im Rahmen des sogenannten Management-Buy-Outs – im deutschen Mittelstand vermehrt nachgefragt werden. Die entscheidende Frage ist in diesem Prozess, wie ein fairer Wert für ein mittelständisches Unternehmen ermittelt werden kann. Um es vorwegzunehmen: Ein einheitlicher, fairer Wert kann für ein Unternehmen nicht ermittelt werden. Vielmehr bestimmt sich der Preis aus dem Nutzen, den ein potenzieller Käufer aus der Transaktion ziehen kann und tatsächlich auch bereit ist zu bezahlen. Um diesen Nutzen zu qualifizieren, haben sich jedoch in der Praxis zahlreiche Methoden etabliert. Zu den in Deutschland gängigsten Verfahren zählen:

Substanzwertverfahren

Das Substanzwertverfahren ermittelt den Status quo eines Unternehmens; errechnet wird der Wert für die identische Reproduktion der Gesellschaft. Hierzu ist eine Summierung aller betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände, wie beispielsweise Maschinen, Anlagen, Grundstücke oder Vorräte, zu Marktpreisen erforderlich. Wird von diesem Wert der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen, so erhält der Betrachter im vereinfachten Modell den Substanzwert der Gesellschaft. Jedoch ist die Ermittlung der Marktpreise in der Praxis nicht ganz einfach, denn wie hoch der Preis für eine Maschine oder eine Immobilie tatsächlich ist, hängt auch ganz wesentlich vom Zeitraum bis zur Veräußerung ab.

Ertragswertverfahren und Discounted-Cash-Flow-Methoden

Um den tatsächlichen zukünftigen Nutzen errechnen zu können, haben sich in den vergangenen Jahren das Ertragswertverfahren und die Discounted-Cash-Flow-Methoden in der Praxis etabliert. Hierzu werden die zukünftigen (bereinigten) Gewinne – im Falle des Ertragswertverfahrens – beziehungsweise die freien Cash-Flows (Zahlungsmittelüberschüsse, die den Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehen) – bei der Discounted Cash-Flow-Methode – der Zukunft geschätzt und auf den Bewertungszeitpunkt abgezinst. Üblicherweise werden auf Basis der vergangenen Geschäftsjahre Prognosen für die nächsten drei bis fünf Jahre erstellt. Die nach diesem Zeitraum verbleibenden Erträge beziehungsweise Cash-Flows ergeben den so genannten Restwert, der zumeist 70 bis 90 Prozent des gesamten Unternehmenswertes ausmacht. Aufgrund der hohen Unsicherheit dieser Erträge beziehungsweise Cash-Flows, die weit in der Zukunft liegen, sind diese Verfahren auch nicht frei von jeder Kritik.

Hinzu kommt die Frage der Diskontierung, sprich der Abzinsungsfaktor, der für die Erträge beziehungsweise Cash-Flows ermittelt wird. Zumeist ist dies der gewichtete Kapitalkostensatz, der die Kosten des Eigen- und des Fremdkapitals ermittelt. Diese werden dann – gewichtet nach der Kapitalstruktur – summiert. Doch auch hier gibt es eine Vielzahl von Stellschrauben, durch die der Unternehmenswert ganz entscheidend in die eine oder andere Richtung verändert werden kann. Diese Stellschrauben zu kennen, ist ein ganz wesentliches Erfolgskriterium in der Verhandlung um Unternehmenswerte.

Multiplikatorverfahren

Ein anderes in der Praxis etabliertes Verfahren ist die Anwendung von Multiplikatoren zur Ermittlung des Unternehmenswertes. An der Börse auch häufig als Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) bekannt, werden Umsätze, operative Gewinne oder Cash-Flows der Branche ermittelt und in Relation zu den entsprechenden Unternehmenswerten gesetzt. Werden diese durchschnittlichen Faktoren (Multiples) auf das eigene Unternehmen übertragen, so lässt sich ein Unternehmenswert ableiten. Je nach Geschäftsmodell und Marktaussichten können dann noch Zu- oder Abschläge vorgenommen werden, um einen endgültigen Wert zu ermitteln. Problematisch bei der Multiplikatorenmethode ist die zumeist statische Betrachtung, da häufig nur ein oder zwei Perioden in die Betrachtung einbezogen werden und daher die zukünftige Dynamik außer Acht gelassen wird. In der Praxis erscheint die Anwendung verschiedener Methoden sinnvoll, um sich einem fairen Unternehmenswert aus verschiedenen Richtungen anzunähern. Schlussendlich sollte neben der rein quantitativen Betrachtung aber auch der qualitative Faktor nicht unberücksichtigt bleiben. Die Kenntnis der verschiedenen Methoden und auch das Verhandlungsgeschick des Managements beziehungsweise der zukünftigen Investoren spielen gerade im Mittelstand eine nicht zu unterschätzende Rolle.

Quelle: IHK Frankfurt am Main, Wirtschaftsforum 10/05, Seiten 8,9, Autor Ulrich Wiehle