

Betriebswirtschaftliche Blätter

31. Juli 2017 - 08:30 | Firmenkunden

Unternehmensbewertung verstehen

Ulrike Olma

Das Bewerten von Unternehmen ist ein Zusammenspiel des theoretisch Richtigen mit dem praktisch Möglichen. Der Wert eines Unternehmens wird vom subjektiven Nutzen bestimmt, den seine Eigentümer aus ihm ziehen können. Unternehmerischen Fähigkeiten sind hier von erheblicher Bedeutung, sodass eine KMU-Bewertung meist ihre Besonderheiten hat.

Eine Kurzzusammenfassung finden Sie [hier](#).



Starken Einfluss auf die Bewertung kleinerer und mittlerer Unternehmen hat der Firmeninhaber selbst und seine künftige Rolle. (blende11.photo/fotolia)

Grundsätzlich berechnet sich ein Unternehmenswert aus den finanziellen Überschüssen, die beim Fortführen des Unternehmens erwirtschaftet werden können. Dieser Wert wird als Zukunftserfolgswert bezeichnet. Für eine Prognose künftiger Überschüsse ist eine dokumentierte und integrierte Planungsrechnung erforderlich. Von Vorteil ist, solche finanziellen Überschüsse für unterschiedliche Zukunftsphasen zu prognostizieren.

Je nach Struktur, Größe und Branche kommen unterschiedlich lange Zeiträume infrage. In den meisten Fällen wird die Planung in zwei Phasen vorgenommen. Die erste, nähere Phase, die sogenannte Detailplanungsphase, umfasst häufig einen überschaubaren Zeitraum von drei bis fünf Jahren. Für diesen Zeitraum stehen in der Regel detaillierte Planungen zur Verfügung. Die einzelnen Einflussgrößen werden oft einzeln zur Prognose der Überschüsse angesetzt.

Dabei muss sich der Planleser bewusstmachen, dass Annahmen zur Planungsrechnung grundsätzlich die Erwartungen des Managements an künftige Entwicklungen des Unternehmens widerspiegeln. Diese Erwartungen hängen eng mit den verfolgten Zielen zusammen. Einerseits kann es sich um optimistische Zielvorgaben handeln oder andererseits um eine erwartete Mindestrendite. Kaufinteressenten oder finanzierende Kreditinstitute müssen beim Bewerten der Höhe

der in die Unternehmensbewertung einfließenden geplanten Überschüsse beurteilen, welche Erwartungen der Planende zugrunde legte.

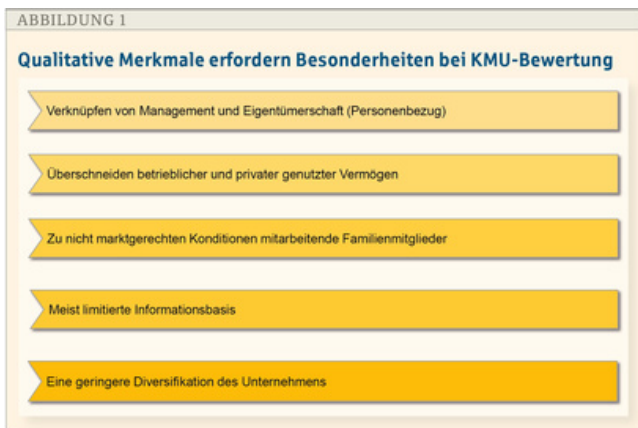
Normalerweise folgt auf diese Phase der Detailplanung eine Phase, in der jährlich gleichbleibende finanzielle Überschüsse erzielt werden. Diese Phase spiegelt einen Gleichgewichts- oder Beharrungszustand wider. Somit wird in ihr eine Trendentwicklung des Unternehmens langfristig fortgeschrieben. Dabei sind zyklische Entwicklungen wie Produktlebenszyklen sowie Entwicklungen des Markt- und Wettbewerbsumfelds Rechnung zu tragen. Der Unternehmenswert für diese Phase kann rechnerisch vereinfachend als Barwert einer ewigen Rente ermittelt werden.

Bei jungen Unternehmen in der Wachstumsphase ist aufgrund von Reinvestitionen, Pensionsrückstellungen oder Ausstattung von Eigenkapital und bei Unternehmen in der Restrukturierung eine Besonderheit zu beachten. Denn nach drei bis fünf Jahren der Detailplanung wird bei ihnen meist noch nicht die Phase des Gleichgewichtszustands erreicht. In diesen Fällen ist eine Übergangsphase zu planen, bevor die Phase der ewigen Rente beginnt. Beide Phasen fließen in den Unternehmenswert ein, wobei die Phase der ewigen Renten einen gewichtigen Anteil hat.

Im Einzelfall kann ein endliches Geschäftsmodell vorliegen oder einzelne wertbestimmende Ertragskomponenten stehen künftig nicht mehr oder nur noch zeitlich begrenzt zur Verfügung. In diesen Fällen wird der Zeitraum der Detailplanung entsprechend verlängert und keine ewige Rente ermittelt.

Auf Basis dieser Grundlagen kann die ewige Rente auf langfristig erzielbaren Renditeerwartungen ermittelt werden. Wesentliche Kennzahlen sind in der Regel Umsatzrendite, Ebitda, Ebit und Eigenkapitalrendite. Durch einen Vergleich sowohl mit bereinigten Vergangenheitswerten als auch Werten aus der Detailplanungsphase sowie Branchen Kennzahlen lassen sich diese Werte validieren. Um nicht konjunkturzyklische Einflüsse aus Boom- und Rezessionsphasen in die Zukunft fortzurechnen, sollten die zugrundegelegten Vergangenheitswerte aus durchschnittlichen Jahren ermittelt werden.

Besonderheiten bei KMU-Bewertungen



(BBL)

Kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU) zu bewerten, wird aus erbschafts-, schenkungs- und ertragssteuerlichen Zwecken zunehmend wichtig. Weitere Gründe sind: Unternehmensnachfolgen außerhalb der Familie, Eingehen von Beteiligungen sowie von Kooperationen in der Wertschöpfungskette. Die Gruppe der KMU lässt sich generell und auch nicht zum Zweck der Unternehmensbewertung durch quantitative Merkmale wie Umsatz, Bilanzsumme und Mitarbeiterzahl abgrenzen. Das ist auch nicht erforderlich, denn es sind qualitative Merkmale, die ein besonderes Vorgehen beim Bewerten von Unternehmen erfordern (s. Abb. 1).

KMU verfügen im Gegensatz zu großen Unternehmen oft nicht über ein vom Unternehmenseigentümer unabhängiges Management. Bei großen Unternehmen kann grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass das bisherige Management im Unternehmen verbleibt oder ein gleichwertiger Ersatz gefunden wird. Daher müssen personenbezogene Einflüsse auf die finanziellen Überschüsse bei großen Unternehmen nicht eliminiert werden. Vor allem bei KMU hängt die Ertragskraft in sehr hohem Maß vom bisherigen Eigentümer ab. Deshalb sind die unternehmerischen Fähigkeiten des Eigentümers von zentraler Bedeutung, sodass beim Bewerten von KMU der Einfluss der Eigentümer auf die Ertragskraft des Unternehmers zu analysieren ist.

Weitere Besonderheiten sind: häufiges Überschneiden zwischen betrieblicher und privater Sphäre, zu nicht marktgerechten Konditionen vergütete Mitarbeit der Familienmitglieder der Eigentümer und fehlende oder nicht dokumentierte Unternehmensplanung. Somit sind diese Punkte beim Ermitteln eines objektivierten Unternehmenswerts besonders zu berücksichtigen.

Abgrenzen des Bewertungsobjekts

Bei KMU gibt es oft keine eindeutige Trennung zwischen der Unternehmenssphäre und der Sphäre des Unternehmenseigentümers. Deshalb müssen die der Unternehmenssphäre zuzurechnenden Bewertungsobjekte eindeutig und vollständig identifiziert werden. So können Vermögensgegenstände sowohl betrieblich als auch privat genutzt werden. Das kann etwa bei Firmenwagen, Grundstücken mit oder ohne Gebäuden oder Finanzanlagen der Fall sein. Darüber hinaus können Schulden des Unternehmers als Gesellschafterdarlehen wirtschaftlich betrachtet Eigenkapital darstellen. Miet-, Leasing- oder Arbeitsverträge können bei gemischter Nutzung zu privaten und geschäftlichen Zwecken ebenfalls Fragen der Zuordnung zum gewerblichen Anteil aufwerfen.

Auch beim Überlassen von Vermögensgegenständen oder Nutzungen zu nicht marktgerechten Konditionen resultieren Notwendigkeiten zur Anpassung in den Planzahlen. Auftreten kann das unter anderem bei Betriebsaufspaltungen oder Sonderbetriebsvermögen. Beim Prognostizieren finanzieller Überschüsse kann für den unkündbaren Teil der Vertragslaufzeit der niedrigere Wert angesetzt werden. Ist allerdings nicht mit einer Vertragsverlängerung zu den niedrigen Konditionen zu rechnen, sind für die Folgejahre marktgerechte Werte anzusetzen.

Vergangenheitsanalyse

Eine Analyse der Vergangenheitszahlen geht regelmäßig der Prognose der erwarteten Ausschüttungen an den Eigentümer voraus. Diese bereinigten Vergangenheitszahlen werden aber nicht nur für die Zukunftsprognose fortgeschrieben. Sie sind vielmehr Ausgangspunkt zum Prognostizieren künftiger Entwicklungen und zum Plausibilisieren aufgestellter Prognosezahlen. Das gilt auch für den Fall, dass nur eingeschränkte Informationen zu Vergangenheitszahlen zur Verfügung stehen. Bei Vergangenheitszahlen ist ferner zu bedenken, dass KMU-Jahresabschlüsse durch steuerliche Ziele beeinflusst sein können. Bilanzen sowie Gewinn- und Verlustrechnungen spiegeln in diesem Fall nur eingeschränkt die Ertragskraft wieder und müssen angepasst werden.

Integrierte Planungsrechnung



(BBL)

Das Prognostizieren von ausschüttungsfähigen finanziellen Überschüssen an gegenwärtiger oder potenzieller Eigentümer baut auf einer dokumentierten und integrierten Planungsrechnung auf. Sie besteht aus einer abgestimmten Planbilanz, Plan-Gewinn- und Verlustrechnung sowie Finanzplanung. Diese Planung setzt eine Analyse der erwarteten Markt- und Umweltbedingungen voraus. Bei vielen KMU fehlt eine integrierte Planungsrechnung, oder sie ist nicht angemessen mit Annahmen zur Planung oder alternativen Ansätzen in der Planung dokumentiert. Bei Lücken in der Planung kann es zu Widersprüchen in den zugrundegelegten Annahmen kommen, die nicht erkannt werden. Deshalb sind für eine Unternehmensbewertung planerischen Annahmen des Eigentümers in geeignete Bewertungsgrundlagen zu überführen. Dabei wird die Planung mit verschiedenen Maßstäben plausibilisiert (s. Abb.2).

Neben der rechnerischen Richtigkeit müssen die Annahmen zur Planung nachvollziehbar und hinsichtlich von Interdependenzen in sich stimmig sein (z. B. hinsichtlich einer Abhängigkeit nomineller Zinssätze zur Inflationsrate sowie Volumenplanungen vorhandener Anlagekapazitäten). Die materielle interne Plausibilität wird dahingehend geprüft, ob die in der Planung verarbeiteten Annahmen mit den strategischen Vorstellungen des Managements und den beabsichtigten operativen Maßnahmen übereinstimmen. Die Planungsannahmen müssen auch aufgrund der Werte aus in der Regel den vergangenen drei Jahren plausibel sein. Bei jungen Unternehmen und nach weitreichenden Umstrukturierungen sind Vergangenheitswerte nur begrenzt aussagekräftig.

Bei der Marktanalyse sind vor allem gesamtwirtschaftliche, technologische und branchenspezifische Entwicklungen bedeutend. Die Entwicklung auf dem Rohstoffmarkt kann sich etwa vor allem auf Einsatzkosten auswirken und geldpolitische Entwicklungen Einfluss auf Zinsergebnis und Finanzplanung haben.

Im Rahmen der Wettbewerbsanalyse werden die erwartete Ist- und Zukunftsentwicklung mit allen wesentlichen im Wettbewerb stehenden Unternehmen ausgewertet. Aus der Gruppe der Wettbewerber werden dabei insbesondere diejenigen identifiziert, die hinsichtlich des Geschäftsmodells möglichst vergleichbar mit dem zu analysierenden Unternehmen sind. Darauf aufbauend kann bezüglich der unterstellten Umsatz- und Margenentwicklungen verprobt werden, ob diese plausibel sind. Beim Beurteilen von Umsatzentwicklungen können zunehmend auch Analysen von Unternehmen aus der vor- und nachgelagerten Wertschöpfungsstufe ergänzende Erkenntnisse liefern (z. B. Vorlieferanten und Kunden).

Partiell oder temporär übertragbare Ertragskraft

KMU zeichnen sich aufgrund der prägenden Tätigkeit eines oder mehrerer Eigentümer durch das Vorhandensein bestimmter immaterieller Faktoren aus. Der Eigentümer ist oft in der Funktion tätig als:

- Hauptleistungserbringer, von dessen Leistung entscheidend die Kundenzufriedenheit abhängt.
- Verkaufsleiter, der beständig neue Kunden akquiriert.
- Geschäftsleiter und Vertrauensperson gegenüber Mitarbeitern, die eine hohe Loyalität erzeugt.
- Träger spezifischen Wissens, auf dem aufbauend neue Produkte und Dienstleistungen entwickelt werden.

Die immateriellen Faktoren verbrauchen sich durch ihre enge Bindung an die Person des Eigentümers ohne dessen Mitwirken im Unternehmen im Zeitablauf. Sie stehen nur zeitlich begrenzt zur Verfügung. Die damit verbundenen finanziellen Überschüsse können nicht dauerhaft erwirtschaftet werden. Sie können nur temporär auf einen neuen Eigentümer übertragen werden.

Sofern sich dieser immaterielle Faktor unmittelbar nach dem Bewertungsstichtag reduziert, sind die positiven Erfolgsbeiträge zu eliminieren. Wenn sich diese positiven Erfolgsbeiträge über einen bestimmten Zeitraum danach reduzieren, werden sie über eine Detailplanung vollständig abgeschmolzen. Haupteinflussfaktor ist dabei in der Regel die Nachhaltigkeit der Kundenbeziehungen. Der Abschmelzzeitraum hängt von den Verhältnissen des zu bewertenden Unternehmens und seinem Branchenumfeld ab:

- Vertragslaufzeiten und erwartete Vertragsverlängerungen
- typische Produktlebenszyklen
- voraussichtliches Handeln der Wettbewerber
- Zeitraum der technischen oder wirtschaftlichen Abhängigkeit von Kunden
- demografische Aspekte aus der Kundenstruktur.

Die steuerlichen Abschreibungsregeln können einen weiteren Anhaltspunkt für Abschreibungszeiträume geben: Diese rangieren in einer Bandbreite von drei bis sieben Jahren.

Kapitalisierung künftiger finanzieller Überschüsse

Beim Ermitteln eines objektivierten Unternehmenswerts wird auch bei KMU-Bewertungen auf Renditen eines Bündels von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) als Ausgangsgröße abgestellt. Die am Kapitalmarkt beobachtbaren Risikoprämien sind für das Ermitteln des Kapitalisierungszinssatzes zumindest geeignete Ausgangsgrößen. Sie sind an die Besonderheiten des einzelnen Bewertungsfalls anzupassen. Beim Schätzen des unternehmensspezifischen Risikozuschlags fließen sowohl der individuelle Verschuldungsgrad ein als auch das besondere operative Risiko aus den Geschäftsfeldern. Dabei kann das operative Risiko abhängen von Standortfaktoren, technischen und branchenspezifischen Einflüssen sowie vom Grad der Abhängigkeit von bestimmten Kunden und dem Produktprogramm. Anhaltspunkte zum Einschätzen des Risikos können die Volatilität der finanziellen Überschüsse des eigenen Unternehmens und von Vergleichsunternehmen geben. Das Berücksichtigen kapitalmarkttheoretisch nicht nachvollziehbarer Risikozuschläge (sogenannte Size Premiums) ist nach IDW-Praxishinweis 2014 nicht sachgerecht.

Fazit

Aus dem Zusammenspiel von theoretisch Richtigem und praktisch auf dem Markt Realisierbarem definiert sich die Spannbreite des Unternehmenswerts. Das Bewerten von KMU wird aufgrund von Erbschaft-, schenkungs- und ertragssteuerlichen Zwecken zunehmend wichtig - weiterhin aufgrund von Unternehmensnachfolgen außerhalb der Familien, Eingehen von Beteiligungen und von Kooperationen in der Wertschöpfungskette. KMU verfügen im Gegensatz zu großen Unternehmen oft nicht über ein vom Unternehmenseigentümer unabhängiges Management. Deshalb kommt den unternehmerischen Fähigkeiten des Eigentümers eine zentrale Bedeutung zu, sodass beim Bewerten von KMU der Einfluss der Eigentümer auf die Ertragskraft zu analysieren ist.

Weitere Besonderheiten sind das häufige Überschneiden zwischen betrieblicher und privater Sphäre, zu nicht marktgerechten Konditionen vergütete Mitarbeit der Familienmitglieder der Eigentümer sowie fehlende oder nicht dokumentierte Unternehmensplanung. Beim Ermitteln eines objektivierten Unternehmenswerts wird auch beim Bewerten von KMU auf Renditen eines Bündels von am Kapitalmarkt notierten Unternehmensanteilen (Aktienportfolio) als Ausgangsgröße ausgegangen. Beim Schätzen des unternehmensspezifischen Risikozuschlags fließen sowohl individueller Verschuldungsgrad als auch das besondere operative Risiko ein. Das Berücksichtigen kapitalmarkttheoretisch nicht nachvollziehbarer Risikozuschläge (sogenannte Size Premiums) ist nicht sachgerecht.

Autorin

Ulrike Olma ist Dipl.-Sparkassenbetriebswirt und selbstständige Interimsmanagerin Sparkasse mit den Schwerpunkten Firmen- und Unternehmenskunden Vertrieb, Unternehmensanalyse und Sanierung in Burgwedel.

Literatur

1. IDW-Prüfungshinweis: Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen, Stand: 5. Februar 2014.
2. IDW-Praxishinweis: Beurteilen einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierung, Due Diligence und Fairness Opinion, Stand: 2. Januar 2017.



Scannen Sie diesen Code mit Ihrem Smartphone und lesen Sie diesen und weitere Beiträge online