

ANALYSE & BERATUNG: KMU-Bewertung – diese Besonderheiten sollten Sie beachten

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 meinen aus ihm ziehen zu können. Unternehmerische Fähigkeiten sind hier von erheblicher Bedeutung, sodass fast jede KMU-Bewertung ihre Besonderheiten aufweist.

Ulrike Olma, Dipl. Sparkassenbetriebswirt und selbstständige Interimsmanagerin Sparkasse, Burgwedel

1 GRUNDLAGEN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Grundsätzlich berechnet sich ein Unternehmenswert aus den finanziellen Überschüssen, die beim Fortführen des Unternehmens voraussichtlich erwirtschaftet werden. 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 unterschiedlichen Zukunftsphasen zu prognostizieren.

Je nach Struktur, Größe und Branche können dabei unterschiedlich lange Zeiträume in Frage kommen. 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 zur Prognose der Überschüsse angesetzt.

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 zyklischen Entwicklungen wie Produktlebenszyklen als auch Entwicklungen des Markt- und Wettbewerbsumfeldes Rechnung zu tragen. Der Unternehmenswert für diese Phase kann rechnerisch vereinfachend als Barwert einer ewigen Rente ermittelt werden.

Bei jungen Unternehmen in der Wachstumsphase – aufgrund von Reinvestitionen, Pensionsrückstellungen oder Ausstattung von Eigenkapital – und bei Unternehmen in der Restrukturierung ist eine Besonderheit zu beachten. Denn nach drei bis fünf Jahren der Detailplanung wird bei ihnen 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. Dabei

„ *Starken Einfluss auf die Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen haben der Firmeninhaber selbst und seine künftige Rolle* “

Dabei muss sich der Planleser bewusst machen, 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.

hat auch die Phase der ewigen Renten einen gewichtigen Anteil. Im Einzelfall kann ein endliches Geschäftsmodell vorliegen oder einzelne wertbestimmende Ertragskomponenten stehen künftig nicht mehr oder nur zeitlich begrenzt zur Verfügung. In diesen Fällen wird der Zeitraum der Detailplanung entsprechend verlängert und keine ewige Rente ermittelt.

Auf dieser Grundlage kann die ewige Rente anhand der langfristig erzielbaren Renditeerwartungen ermittelt werden. Wesentliche Kennzahlen sind in der Regel Umsatzrendite, EBITDA, EBIT und Eigenkapitalrendite. Durch

einen Vergleich mit bereinigten Vergangenheitswerten als auch Werten aus der Detailplanungsphase sowie Branchenkennzahlen lassen sich diese Werte validieren. Um nicht konjunkturzyklische Einflüsse aus Boom- und Rezessionsphasen in die Zukunft fortzurechnen, sollten die zugrunde gelegten Vergangenheitswerte aus durchschnittlichen Jahren ermittelt werden.

2 BESONDERHEITEN BEI KMU-BEWERTUNGEN

Kleine und mittelgroße Unternehmen (KMU) zu bewerten, wird aus erbschafts-, schenkungs- und ertragsteuerlichen Zwecken immer wichtiger. Weitere Gründe sind: Unternehmensnachfolgen außerhalb der Familie, Eingehen von Beteiligungen sowie von Kooperationen in der Wertschöpfungskette. Die Gruppe der KMU lässt sich nicht 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 (siehe Abbildung).

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, von dessen unternehmerischen Fähigkeiten, ab. Folglich muss beim Bewerten von KMU der Einfluss der Eigentümer auf die Ertragskraft des Unternehmers analysiert werden.

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 Unternehmenswertes besonders zu berücksichtigen.

2.1 Abgrenzen des Bewertungsobjektes. Bei KMU gibt es oft keine eindeutige Trennung zwischen der Sphäre des Unternehmens und der 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 beispielsweise 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.

QUALITATIVE MERKMALE BEI KMU-BEWERTUNGEN

Quantitative Merkmale wie Umsatz etc. treten hier in den Hintergrund.

Verknüpfen von Management und Eigentümerschaft (Personenbezug)

Überschneiden betrieblicher und privater genutzter Vermögen

Zu nicht marktgerechten Konditionen mitarbeitende Familienmitglieder

Meist limitierte Informationsbasis

Eine geringe Diversifikation des Unternehmens

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 der finanziellen Überschüsse kann für den unkündbaren Teil der Vertragslaufzeit der niedrigere Wert angesetzt werden. Ist nicht mit einer Vertragsverlängerung zu den niedrigen Konditionen zu rechnen, sind für die Folgejahre marktgerechte Werte anzusetzen.

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

2.3 Integrierte Planungsrechnung. Das Prognostizieren von ausschüttungsfähigen finanziellen Überschüssen an gegenwärtige oder potenzielle Eigentümer baut auf einer dokumentierten und integrierten Planungsrechnung auf. Sie besteht aus einer abgestimmten Plan-Bilanz, 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 zugrunde gelegten 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 (siehe Abb.)

Neben der rechnerischen Richtigkeit müssen die Annahmen zur Planung nachvollziehbar und unter Berücksichtigung von Interdependenzen in sich stimmig sein (z.B. hinsichtlich einer Abhängigkeit nomineller Zinssätze zur Inflationsrate sowie Volumenplanungen von bestehenden Anlagekapazitäten). Bei der materiellen internen Plausibilität wird dahingehend geprüft, ob die in der Planung verarbeiteten Annahmen mit den strategischen Vorstellungen des Managements und den beabsichtigten operativen Maßnahmen übereinstimmen. Weitere Voraussetzung für die Plausibilität ist, dass die Planungsannahmen auf die Werte aus den letzten drei Jahren bezogen werden. Bei jungen Unternehmen und nach weitreichenden Umstrukturierungen sind Vergangenheitswerte allerdings nur begrenzt aussagekräftig.

Bei der Marktanalyse sind vor allem gesamtwirtschaftliche, technologische und Branchenentwicklungen bedeutend. Die Entwicklung auf dem Rohstoffmarkt kann sich etwa vor allem auf Einsatzkosten auswirken. Geldpolitische Entwicklungen beeinflussen Zinsergebnis und Finanzplanung.

Im Rahmen der Wettbewerbsanalyse werden die erwartete Ist- und Zukunftsentwicklung mit allen wesentli-

UNTERSCHIEDLICHE MASSSTÄBE FÜR DIE PLAUSIBILITÄT

Annahmen zur Planung müssen nachvollziehbar und in sich stimmig sein.



chen 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).

2.4 Partiiell 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 Leistungsentscheidend die Kundenzufriedenheit abhängt,
- Verkaufsleiter, der beständig neue Kunden akquiriert,
- Geschäftsleiter und Vertrauensperson gegenüber Mitarbeitern, die eine hohe Loyalität erzeugt,
- Träger von spezifischem Wissen, 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 -verlängerungen,
- 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.

2.5 Kapitalisierung künftiger finanzieller Überschüsse.

Beim Ermitteln eines objektivierte Unternehmenswertes 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 Bewertungsfalles 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 Brancheneinflüssen 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.

3 FAZIT

Aus dem Zusammenspielen von theoretisch Richtigem und praktisch auf dem Markt Realisierbarem ergibt sich die Spannbreite des Unternehmenswertes. Das Bewerten von KMU wird aufgrund von Erbschaft-, schenkungs- und ertragssteuerlichen Zwecken immer wichtiger – 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 zentrale Bedeutung zu, so dass 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 und fehlende oder nicht dokumentierte Unternehmensplanung. Beim Ermitteln eines objektivierte Unternehmenswertes 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 und das besondere operative Risiko ein. Das Berücksichtigen kapitalmarkttheoretisch nicht nachvollziehbarer Risikozuschläge (sog. Size Premiums) ist nicht sachgerecht.