

UNTERNEHMENSBEWERTUNG IN DER PRAXIS

PROFILE & DATEN

BranchenMedien
VERLAG GMBH

Unternehmensbewertung für Mittelständler

von
Dipl.-Kfm. Stavros Michalakis

Mittelständische Unternehmen zählen unangefochten zum treibenden und wichtigsten Faktor unserer Wirtschaft. Gemessen an Größenkriterien zählt man zu den mittelständischen Unternehmen Betriebe mit bis zu 499 Mitarbeitern und einem Umsatz zwischen 1 und 100 Millionen DM im Jahr.

Angesichts der ab dem Jahr 2002 erwarteten M&A-Welle aufgrund der Auswirkungen des Steuersenkungsgesetzes auf Unternehmenskäufe und –verkäufe, der großen Anzahl anstehender Nachfolgeregelungen bei Familienunternehmen (mehr als 200.000 in den kommenden 5 Jahren) sowie aufgrund der auch für mittelständische Unternehmen zunehmenden Relevanz der Finanzmittelbeschaffung über Kapitalmärkte, wird die Unternehmenswertermittlung für Betriebe dieses Segments eine entscheidende Rolle spielen.

In der heutigen Unternehmenspraxis kommen für die Unternehmenswertermittlung sowohl größerer als auch mittelständischer Unternehmen fast ausschließlich ertragswertorientierte Verfahren zur Anwendung. Daneben kommen auch vereinzelt, jedoch nur aus Vereinfachungsgründen oder bei ertragschwachen Unternehmen, auch substanzwertorientierte Verfahren in Frage.

Eine Besonderheit bei der Bewertung mittelständischer Unternehmen liegt insbesondere darin, dass sie im Gegensatz zu großen Unternehmen nicht über ein von den Eigentümern unabhängiges Management verfügen, sondern die Eigentümer und Unternehmensführung identisch sind. Insofern kommt hier der Bewertung des Managementfaktors und in diesem Zusammenhang auch des Unternehmerlohns eine ungleich größere Bedeutung zu, als dies bei großen, insbesondere börsennotierten Unternehmen der Fall ist, zumal dort ein Eigentümerwechsel nicht zwangsweise auch eine Veränderung des Managements zur Folge hat.

Hinsichtlich der Unternehmenswertermittlung orientiert man sich in der Bewertungspraxis in den häufigsten Fällen an den für die Wirtschaftsprüfer gängigen Standard IDW S 1¹: „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“. Dieser hat die Stellungnahme HFA-2/1983 des IDW abgelöst, wobei eine der wesentlichen Modifikationen insbesondere die

¹Vgl.: WPg 1999, S. 200 ff.

Aufnahme der Discounted-Cash-Flow (DCF)-Methode als alternatives Bewertungsverfahren darstellt, die jedoch im Vergleich zur herkömmlichen Ertragswertmethode lediglich ein modifiziertes Ertragswertverfahren unter Einbeziehung kapitalmarkttheoretischer Aspekte darstellt. Darüber hinaus wurde im neuen Standard ein Kapitel „Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen“ eingearbeitet, das nunmehr die Stellungnahme des HFA 6/1997 „Besonderheiten bei der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen“ abgelöst hat.

Sowohl die Ertragswertmethode als auch die DCF-Methode werden auf die Ebene eines Einzelinvestors oder Eigentümers eines Unternehmens bezogen. Hierbei wird unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele der Unternehmenswert durch Diskontierung zukünftiger Zahlungsströme bzw. Nettozuflüsse vom Unternehmen an den Investor bzw. Eigentümer unter Verwendung eines risikoangepassten Kapitalisierungszinssatzes ermittelt. Während bei der Ertragswertmethode die Zahlungsstromermittlung auf eine um außerordentliche und ihrer Natur nach einmalige Vorgänge bereinigte, prognoseorientierte Erfolgs- bzw. Gewinn- und Verlustrechnung aufbaut, die begleitet durch eine Finanzbedarfsrechnung als Nebenrechnung zum selben Ergebnis kommt wie eine Einnahmeüberschussrechnung, baut die DCF-Methode auf zukünftige Free-Cash-Flows auf. Bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes stützt man sich bei der DCF-Methode auf die Verwendung von Betafaktoren, die das (Ergebnis- bzw. Kurs-) Risiko eines Unternehmens im Vergleich zum Gesamtmarkt darstellen, sowie auf eine Marktrisikoprämie, die abhängig ist vom jeweilig herrschenden Marktzins.

Bei der Ermittlung zukünftiger Zahlungsströme dienen in der Regel interne Planungsrechnungen, die gerade bei Mittelständlern oftmals wegen eines nur schwach ausgebautem Planungsinstrumentariums oder Controllings, über welches die meisten großen Unternehmen verfügen, nur von eingeschränkter Aussagekraft sind. Deshalb liegt im Rahmen der Unternehmenswertermittlung solcher Unternehmen ein besonderes Augenmerk auf die Plausibilität dieser Planungsrechnungen.

Kritisch zu betrachten ist bei der Bewertung mittelständischer Unternehmen die Verwendung von Betafaktoren. Diese können nur für börsennotierte Unternehmen erhoben werden, und in Anbetracht dessen, dass derzeit insgesamt etwa 960 deutsche Unternehmen² börsennotiert sind, jedoch insgesamt mehr als 3 Millionen mittelständische Unternehmen existieren, werden, bis auf wenige Ausnahmen, für die meisten mittelständischen Unternehmen keine sinnvollen

²Stand: 28.9.2001; Die Zahl enthält Unternehmen des Amtlichen Handels, geregelten Marktes sowie des neuen Marktes. Weitere 973 sind im Freiverkehr notiert.



Betafaktoren zu ermitteln sein. Zwar wird in der Theorie der Unternehmensbewertung die Verwendung von Branchenbetas oder Betas von Vergleichsunternehmen vorgeschlagen, jedoch wird es schwer oder gar unmöglich sein, bei einer großen Vielzahl von den Unternehmenswert bestimmenden Faktoren sowie aufgrund der Unkenntnis über die unternehmensindividuellen Risiken der Vergleichsunternehmen, adäquate Betafaktoren zu ermitteln.

Deswegen wird in der Bewertungspraxis mittelständischer Unternehmen immer noch sehr häufig mit pauschalen Risikozuschlägen auf den Kapitalisierungszinssatz gearbeitet, die jedoch z. B. durch Verwendung von auf Basis von Best-Case/Worst-Case-Szenarien ermittelten Ertragsbandbreiten etwas konkretisiert bzw. plausibilisiert werden können.

Neben den Ertragswertverfahren verwendet man auch bei Mittelständlern zur Unternehmenswertermittlung ebenfalls noch sehr häufig Ergebnis- oder Umsatzmultiples. Bei Ergebnismultiples geht man z. B. aus vom Jahresergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) eines Bezugsjahres, z. B. des Folgejahres, aus und multipliziert diesen mit einem branchenüblichen Multiplikator oder Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen wie das zu bewertende Unternehmen. Tatsächlich orientieren sich in der Unternehmenspraxis sehr oft die Kaufpreisvorstellungen der Käufer bzw. Verkäufer an solchen Multiplikatoren. Oftmals werden Multiplikatoren auch zur Plausibilisierung von ertragswertbasierenden Unternehmenswertermittlungen herangezogen. Jedoch ist die Verwendung von Multiplikatoren von Vergleichsunternehmen aus denselben Gründen wie die Verwendung von Vergleichs-Betas bei der DCF-Methode für die Bewertung nicht börsennotierter, mittelständischer Unternehmen, kritisch zu betrachten. Auf solcher Basis ermittelte Unternehmenswerte können allenfalls nur allererste Indikatoren für den Unternehmenswert sein. Zu einer sinnvollen Unternehmenswertermittlung empfiehlt sich grundsätzlich, gegebenenfalls auch nur in vereinfachter Form, die Verwendung eines Ertragswertverfahrens.

Letzten Endes muss dennoch betont werden, dass sich der tatsächlich erzielte Preis eines Unternehmens ohnehin aufgrund von Angebot und Nachfrage und den Kaufpreisverhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer ergibt. Somit kann ein ermittelter Unternehmenswert, unabhängig vom verwendeten Bewertungsverfahren, nur als Verhandlungsgrundlage dienen. Der am Markt tatsächlich erzielte Preis kann hiervon erheblich abweichen.

Autor: Dipl.-Kfm. Stavros Michalakakis ist leitender Mitarbeiter bei Dipl.-Ing. J. Klein & Coll, 64347 Griesheim