

So sichern Unternehmer die Zukunft ihres Lebenswerkes (2)

Die Unternehmensbewertung

Autor: Dipl.-Volkswirt Jörn Schüßler, Hamburg

Jeder Unternehmer, der seine Nachfolge regeln will, stellt sich die Frage, was sein Unternehmen eigentlich wert ist. Um es vorwegzunehmen: Den Unternehmenswert gibt es in der Praxis nicht.

Während der Unternehmer neben den Sachwerten auch die Arbeit sieht, die er in das Unternehmen investiert hat, denkt sein Nachfolger naturgemäß in erster Linie daran, wie er den Kaufpreis finanzieren kann. Beide kommen daher nicht selten zu unterschiedlichen Wert- beziehungsweise Preisvorstellungen, wenn es um den Kaufpreis geht. Eine rechtlich verbindliche Vorgehensweise für die Unternehmensbewertung existiert nicht. Wissenschaft und Praxis haben daher unterschiedliche Methoden entwickelt, um den Unternehmenswert zu ermitteln. Jedes Verfahren kann nur Anhaltspunkte für die Ermittlung des Wertes und damit des Preises geben. Beispielhaft seien hier die wichtigsten Verfahren grob umrissen: Ermittlung des Barwerts der zukünftigen Gewinne (Ertragswert), Vergleich mit den Herstellungskosten (Substanzwert), Vergleich mit den üblicherweise gezahlten Preisen für ähnliche Unternehmen (Marktwert).

Bei dem reinen Ertragswertverfahren entspricht der Wert des Unternehmens dem Barwert aller zukünftigen Einnahmen-Überschüsse. Der Ertragswert wird somit bestimmt durch die erwarteten zukünftigen Unternehmenserfolge und durch den angewendeten Kapitalisierungszinsfuß, mit dem die zukünftigen Überschüsse auf den Zeitpunkt des Verkaufs abgezinst werden. Die Prognose der zukünftige Erträge kann auf den Werten der Vergangenheit aufbauen. Die Erträge aus der Vergangenheit sind jedoch nur ein Indikator unter vielen für die zukünftige Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens.

Wertentscheidendes

Ganz entscheidend für den Wert des Unternehmens ist die Fähigkeit des Unternehmers, mit dem Unternehmen Geld zu verdienen. Diese kann aufgrund von Ausbildung und Erfahrung sehr variieren,

warum Käufer und Verkäufer oft zu unterschiedlichen Schätzungen des Unternehmenswertes kommen. Ebenfalls zu berücksichtigen sind die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung, Branchenentwicklung, der Standort usw.

- 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/Cash-flow:

Cash-flow

Betriebsergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern
- Ertragsteuern

= **Betriebsergebnis vor Zinsen und nach Ertragsteuern**

+ Abschreibungen

- Investitionen

+/- Veränderungen des Nettoumlaufvermögens

= **Cash-flow**

Bestimmung des Kapitalisierungszinsfußes

Der Kapitalisierungszinsfuß hat ganz maßgeblichen Einfluß auf den Ertragswert. Dies wird deutlich, wenn man den verschiedenen Zinssätzen ihre reziproken Werte gegenüberstellt. Mit Hilfe des reziproken Wertes wird ermittelt, wieviel Kapital eingesetzt werden muß, um bei dem vorgegebenen Kapitalisierungszinssatz den gleichen Ertrag zu erwirtschaften. Beispiel: Zins sechs Prozent, nachhaltiger Ertrag/Cash-flow 100 000 Mark, Ertragswert: $100\ 000 \times 100 : 6 = 1\ 666\ 666$ Mark.

Zinssatz (p)	reziproker Wert (100/p)
6	16,6
8	12,5
10	10,0

Steigt also der Kapitalisierungszinsfuß von acht auf zehn Prozent, verringert sich der Ertragswert um $(12,5-10) = 2,5$ Jahreserträge.

Zur Ermittlung des richtigen Kapitalisierungszinsfußes gibt es umfangreiche Literatur. Der Kapitalisierungszinsfuß wird gebildet durch einen Basiszinssatz zuzüglich eines Risikoaufschlages von etwa drei bis vier Prozent. Hierzu ist zu sagen, daß der Kapitalisierungszinsfuß kaum vom Kapitalmarktzins abhängt. An-

derenfalls müßten in Phasen mit niedrigen Zinsen die Preise für Unternehmen erheblich steigen. Tatsächlich schwankt der bei kleinen und mittleren Unternehmen angesetzte Kapitalisierungszinsfuß in der Praxis zwischen sieben und zehn Prozent.

Durch Kapitalisierung des zukünftigen Cash-flows mit dem Kapitalisierungszinsfuß erhält man aus der einfachen Zinsformel $E = K \times p : 100$ durch Umstellen $K = E : (p : 100)$ den Gesamtwert des Unternehmens.

Hier wird noch ein gewichtiges Argument für eine frühzeitige Planung der Nachfolge deutlich: Bei dem beschriebenen Ertragswertverfahren bestimmt die Ertragsersparnis für ein Unternehmen dessen Wert. Aber nur eine frühzeitige und umfassend geplante Nachfolge läßt Unsicherheiten bei Mitarbeitern, Kunden, Lieferanten und bei der Bank gar nicht erst entstehen, so daß der vorhandene Unternehmenswert nicht gefährdet wird. Das heißt, eine rechtzeitige Planung stellt sicher, daß das Unternehmen zukunftsfähig bleibt, nicht den Anschluß an technische Entwicklungen verpaßt und so auch für den Käufer ertragreich weiterläuft.

Das Substanzwertverfahren

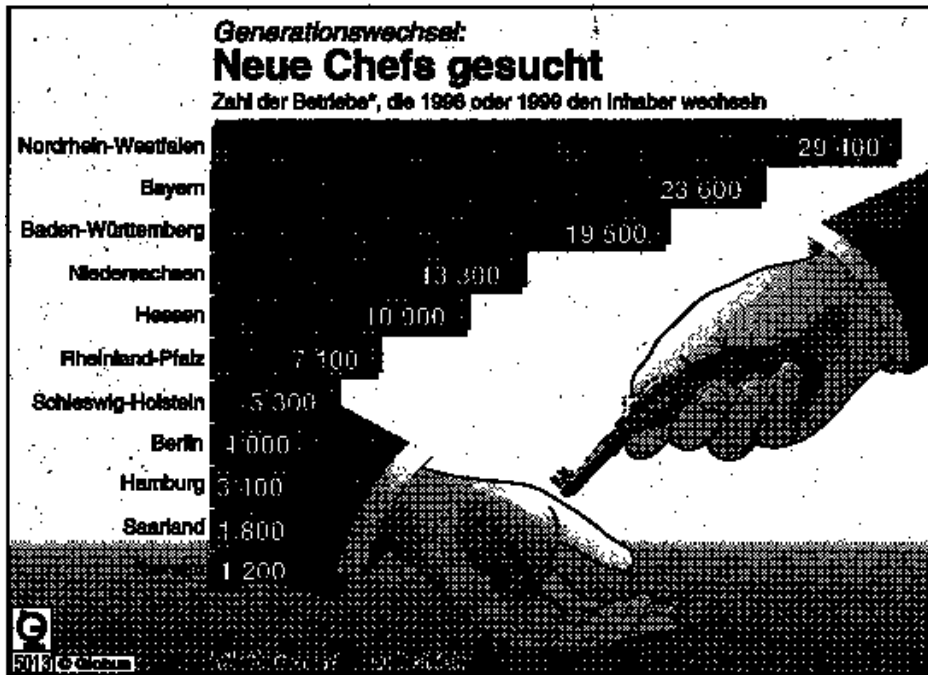
Ein anderer Ansatz zur Bewertung eines Unternehmens ist das Substanzwertverfahren. Hierzu werden die Kosten addiert, die bei der Reproduktion des vorhandenen Unternehmens anfallen würden. Der Substanzwert bezeichnet den gegenwärtigen Verkehrswert aller materiel-

len, immateriellen, betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände, abzüglich der Schulden und Verbindlichkeiten des Unternehmens. Die Substanz kann unter der Annahme der Fortführung (Substanzwert) oder der Liquidation (Liquidationswert) eines Unternehmens ermittelt werden.

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 kann man durch vereidigte Gutachter schätzen lassen. 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 außer acht gelassen werden. Angewendet wird das Verfahren nur bei chronisch unrentablen Betrieben. Der Liquidationswert stellt daher die absolute Wertuntergrenze des Unternehmens dar.

Dritter Ansatz zur Wertermittlung ist der Marktwert, der sich letztlich aus dem Spiel von Angebot und Nachfrage als Gleichgewichtspreis ergibt. Bei börsennotierten Unternehmen ist dies der Börsenwert. Bei anderen Unternehmen können börsennotierte Unternehmen oder in



Fast jeder vierte Selbständige in Westdeutschland ist 55 Jahre oder älter. Damit ist in etwa 700 000 Familienunternehmen spätestens in zehn Jahren die Übergabe des Chefessels an einen jüngeren Nachfolger zu erwarten. Doch nicht immer stehen geeignete Kandidaten zu Verfügung, oder es wurde versäumt, rechtzeitig einen Junior-Chef aufzubauen, so daß so mancher Betrieb in absehbarer Zeit stillgelegt werden wird. Bereits im laufenden und im kommenden Jahr werden knapp 120 000 Betriebe in den alten Bundesländern den Inhaber wechseln, davon allein ein Viertel (29 400) in Nordrhein-Westfalen.

jüngster Vergangenheit übertragene Unternehmen Anhaltspunkte für die Wertermittlung geben.

Mittelwertmethode

In der Literatur stößt man außerdem häufig auf die Begriffe „Mittelwert“ und „Stuttgarter Verfahren“. Die sogenannte Mittelwertmethode berechnet den Unternehmenswert als arithmetisches Mittel aus Ertrags- und Substanzwert. Sie wird meist nur dann angewendet, wenn der Ertragswert größer ist als der Substanzwert. Die Mittelwertmethode wird auch häufig als Praktikerverfahren bezeichnet. Der Mittelwert wird

errechnet, indem man Substanz- und Ertragswert gewichtet und addiert. Oft wird in der Praxis hierfür fälschlicherweise synonym der Begriff „Stuttgarter Verfahren“ verwendet. Das „Stuttgarter Verfahren“ ist ein von der Finanzverwaltung verwendetes Bewertungsverfahren. Es ermittelt den Unternehmenswert aus der Summe von 7/10 des Substanzwertes und dem Fünffachen des Ertragsprozentsatzes: $W = 0,7 (\text{Substanzwert} + 5 \times \text{Ertragsprozentsatz})$. Das Stuttgarter Verfahren ist damit ein Unterfall der Mittelwertmethode.

Die Unternehmensbewertung hängt von vielen Faktoren ab, und auch die Wahl des Verfahrens ist nicht immer ein-

deutig. Hilfestellung bei der Ermittlung des Unternehmenswertes bieten die Kammern, Banken, Steuer- und Unternehmensberater und Wirtschaftsprüfer. Wichtig bei der Auswahl externer Berater für die Unternehmensbewertung ist sowohl die Erfahrung in Bewertungen als auch die Kenntnis über die Marktsituation von Unternehmen aus der Branche. Die Beratungskosten können unter bestimmten Voraussetzungen bis zu 50 Prozent, maximal mit 3 200 Mark bezuschußt werden, wenn sie Teil einer weitergehenden allgemeinen Beratung sind. Informationen hierzu gibt das Bundesamt für Wirtschaft in Eschborn unter Telefon 0 61 96/4 04-0.