

Merkblatt

Bewertung von Unternehmen: Gibt es die richtige Methode?

Thematik

Die Bewertung von Unternehmen kann aus verschiedenen Anlässen und Motivationen heraus erfolgen. Zu den wichtigsten Anlässen gehören vor allem Unternehmensübernahmen und Fusionen (Mergers & Acquisitions), aber auch die Ermittlung des Wertbeitrags

eines Unternehmens aus Sicht des Value based Management. Der vorliegende Beitrag stellt das Methodenwissen zur Unternehmensbewertung in den Mittelpunkt und zeigt die verschiedenen Verfahren in Form eines kompakten Überblicks.

Substanzwertverfahren

Bei der Substanzwertmethode für die Bewertung von Unternehmen wird die Summe aller im Unternehmen vorhandenen einzelnen Vermögensgegenstände addiert. Diese Methode kann bei der Bewertung zu problematischen Situationen führen, insbesondere wenn immaterielle Werte wie beispielsweise Kunden, selbstentwickelte, branchenspezifische Softwarelösungen oder auch Markenrechte bewertet werden sollen.

Ebenfalls ist die Substanzwertmethode bei Wachstumsunternehmen nicht sinnvoll, da zukünftige Wertsteigerungen nicht bewertet werden. Die Substanzwertmethode macht daher vor allem dann Sinn, wenn die Aktivitäten nicht oder nicht in der gleichen Form weitergeführt werden sollen. Hier kommt dem Liquidationswert als Untergrenze eine zentrale Rolle zu. Bei der Liquidationswertermittlung werden alle Vermögenswerte (Aktiven) zu den Liquidationserlösen und alle Schulden (Passiven) zu den Ablösebeträgen angesetzt. Diese Werte können durchaus auf Grund der besonderen Situation von den bilanzierten Buchwerten abweichen.

Der Substanzwert kann auch als so genannter Rekonstruktionswert aufgeführt werden. In diesem Fall werden die Kosten ermittelt, welche anfallen würden, um eine vergleichbare Aktivität oder Unternehmung auf die Beine zu stellen. Diese Opportunitätskosten widerspiegeln den Wert, welcher für die Aktivität aus Sicht des Käufers für angemessen befunden wird. Sollte der Kaufpreis höher ausfallen, würde sich eine Eigenentwicklung oder Neugründung aus Sicht des Käufers aufdrängen. Diese Betrachtungsweise unterschlägt allerdings allfällige immaterielle Werte wie Kundestämme oder Bekanntheit, aber auch die Sicherheit über funktionierende Systeme oder die Frage des Time-to-Market, also des Zeitraums, der von der Produktidee bis zur Marktreife eines neuen Produktes vergeht.

In der Praxis hat die Substanzwertmethode als alleiniges Bewertungskriterium für die Bewertung von Unternehmen praktisch keine nennenswerte Bedeutung mehr. Sie kommt allerdings in Zusammenhang mit der in der Schweiz insbesondere bei kleinen bis mittelgrossen Unternehmen oft angewandten Praktikeremethode zum Einsatz, bei welcher der Unternehmenswert aus einem gewichteten Mittel zwischen Substanzwert und Ertragswert ermittelt wird.

Umsatz- beziehungs- weise Gewinnmultiple

Die Multiple-Bewertung findet insbesondere bei mittelständischen Unternehmen häufig Anwendung. Dabei wird der erzielte Gewinn mit einem Multiple versehen. Schwankt der Gewinn, wird häufig auch der Durchschnitt der letzten drei Jahre genommen. Die Multiples sind von verschiedenen Faktoren wie Branche, Innovationsvermögen, Management, aber auch von den strategischen Interessen der Käufer abhängig.

Hinter dem Gewinnmultiple steckt eine einfache betriebswirtschaftliche Überlegung. Das investierte Kapital kann mit den zukünftigen Gewinnen amortisiert beziehungsweise verzinst werden. Angenommen, der Kaufpreismultiple beträgt 8 und die zukünftigen Gewinne bleiben unverändert, entspricht der Gewinn einer Kapitalverzinsung von 12,5%. Können die Gewinne in der Zukunft gesteigert werden, erhöht sich auch die Rendite, sinken jedoch die Gewinne oder muss zusätzlich investiert werden (z.B. in Form von aufgeschobenen Sanierungen oder Reparaturen), sinkt somit auch die Rendite auf das investierte Kapital. Somit zeigt sich auch, dass bei Wachstumsunternehmen die Multiples tendenziell höher ausfallen, weil auch die Gewinne steigen sollten. Ein weiterer Effekt kann durch die Nutzung von Synergien erreicht werden. Dies führte auch in der Hype-Phase der New Economy bereits zu teilweise massiven, oft jedoch im Nachhinein nicht berechtigten Multiple-Zuschlägen.

Eine Variante zu den Gewinnmultiples stellen die Umsatz-Multiples dar. Dabei wird analog ein Multiple auf den letzten Umsatz bzw. den Umsatzdurchschnitt der letzten Jahre angewendet. Da der Gewinn jeweils nur ein Teil des Umsatzes ist, liegen hier die Multiples deutlich tiefer als bei den Gewinnmultiples. Die Umsatzmultiples kommen oftmals zur Anwendung, wenn ein Unternehmen keine oder nur sehr kleine Gewinne schreibt. Problematisch wird es, wenn Unternehmen auf Teufel komm raus versuchen, die Umsätze nach oben zu schrauben, um dann mittels eines Umsatzmultiples den Unternehmenswert zu steigern. Dies führte teilweise in der New Economy zu künstlichen Umsätzen, welche beispielsweise durch Gegengeschäfte entstanden sind und in letzter Konsequenz dazu führten, dass es zu einer Verschärfung der IFRS-Regeln kam (Bartergeschäfte). Hilfreich bei der Bestimmung der Multiples können Vergleichswerte sein, z.B. branchengleiche Unternehmen, bei welchen Transaktionen stattgefunden hatten oder mit Hilfe vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen. Für Wachstumsunternehmen sind sie jedoch wegen der schwer vorhersagbaren Wachstumsentwicklungen nur beschränkt anwendbar.

Ertragswertmethode

Bei der Ertragswertmethode werden alle zukünftigen Nettozahlungen diskontiert und aufaddiert. Diese Methode hat eine lange Tradition in der Unternehmensbewertung. Sie hat sich ebenfalls im Bereich der Wirtschaftsprüfer schon vor längerer Zeit etabliert. Die Methode des Discounted Cashflows (DCF) wurde erst viel später hinzugezogen.

Obwohl die Ertragswertmethode relativ einfach in der Berechnung ist, birgt sie doch grössere Schwierigkeiten bei der Beschaffung der zugrunde liegenden Daten. Insbesondere die unendliche Dauer der Dividendenzahlungen lässt eine kaum zulässige Aussage für die fernere Zukunft zu. Häufig ist es in der heutigen Zeit schon schwierig, eine zuverlässige Mittelfristplanung für die nächsten drei bis fünf Jahre zu geben. Wie aber sollen die Renditen oder die sich daraus ergebenden Dividenden in zehn oder fünfzehn Jahren berechnen lassen? Andererseits nimmt ihre Relevanz durch die Diskontierung für den Ertragswert auch wieder ab, da der Gegenwartswert durch die hohe Diskontierung immer weniger ins Gewicht fällt.

Eine weitere fragliche Grösse für die Bewertung von Unternehmen ist jene des Kalkulationszinssatzes. Welches ist der korrekte Zinssatz in fünfzehn oder zwanzig Jahren? Welche Renditen würden Alternativenanlagen zu jenem Zeitpunkt abwerfen? Dieser Fragestellung wird oft dadurch begegnet, dass mit einer konstanten Dividendenzahlung (D) gerechnet wird.

Da wohl nur in etablierten, starren Märkten eine konstante Dividendenzahlung vorliegen wird, ist die vereinfachte Formel für sich in Bewegung befindende Märkte nicht geeignet. Umgekehrt gibt es für die Berechnung des Ertragswertes auch komplexere Formeln, welche beispielsweise ein unendliches Gewinnwachstum berücksichtigen. Ein unendliches Wachstum ist jedoch ebenso unwahrscheinlich wie lebenslange, unveränderte Dividendenzahlungen. Um diesen Überlegungen Rechnung zu tragen und um Unternehmen in einem wachsenden Markt besser beurteilen zu können, wurde die Formel entsprechend auf die drei Lebenszyklusphasen Start-up, Konsolidierung und Reife angepasst. Dabei wird Folgendes angenommen:

- In einer ersten Phase Start-up (Jahre 1 bis n) kommt es zu keinen Dividendenzahlungen, da das Unternehmen noch Verluste schreibt.
- In der zweiten Phase (Jahre n+1 bis m) kommt es dann zu einer Dividendenzahlung D1 mit einer konstanten Wachstumsrate g.
- In der dritten Phase (Jahre m+1 bis unendlich) hat sich das Wachstum erschöpft und es wird mit einer konstanten Dividendenzahlung D2 gerechnet.

Discounted Cashflow-Methode

Die Discounted Cashflow-Methode (DCF) stammt ursprünglich aus dem angelsächsischen Bereich und ist mit der Ertragswertmethode vom Grundgedanken her nahe verwandt. Sie hat heute auch bei uns als Methode zur Bewertung von Unternehmen Einzug gehalten und wird entsprechend häufig angewandt. Die DCF-Methode kommt in zwei verschiedenen Varianten zur Anwendung. Bei der Netto-Variante (englisch Equity Approach) liegen die Zahlungen des Unternehmens an die Anteilseigner zugrunde.

Bei dieser Variante kommt es vor allem bei der Erfassung der Steuern zu Unterschieden gegenüber der Ertragswertmethode, ansonsten sind diese beiden Vorgehensweisen fast identisch. Bei der zweiten, der Brutto-Variante (englisch Entity Approach), werden alle Zahlungen an alle Stakeholder, also beispielsweise auch Zinszahlungen an Kreditgeber, berücksichtigt. Auch bei der DCF-Methode bleibt jedoch die Fragestellung, wie zukünftige Wachstumsraten berücksichtigt werden sollen, unbeantwortet.

Vergleichende Methoden zur Bewertung von Unternehmen

Wie gezeigt wurde, sind die klassischen Methoden der Bewertung von Unternehmen für einen Wachstumsmarkt nur beschränkt oder mit grösseren Unsicherheiten anwendbar. Alternativen zu den traditionellen Bewertungsmethoden bilden daher vergleichende Ansätze. Dabei werden vergleichbare, an der Börse gehandelte Unternehmen als Vergleichsgrössen herangezogen. Ebenfalls können bekannte Transaktionen von ähnlichen Unternehmen oder Aktivitäten genutzt werden. Der Vorteil beim Vergleich mit börsenkotierten Unternehmen liegt einerseits in der Verfügbarkeit der Daten und andererseits in den breiter abgestützten Einschätzungen des Marktes, da die Marktwerte börsenkotierter Unternehmen langfristig die besten Indikatoren darstellen.

Bei Vergleichen mittels Kennzahlen ist auch immer zu berücksichtigen, ob – beziehungsweise inwieweit – die herangezogenen Unternehmen und ihre Märkte als Vergleichsgrössen gelten können. Dies ist insbesondere der Fall, wenn bei der Bewertung auf ausländische Unternehmen zurückgegriffen werden muss. Zentrale Fragen in diesem Zusammenhang können beispielsweise das Stadium sein, in welcher sich der Vergleichsmarkt befindet. Ist er bezüglich des Marktwachstums weiter oder weniger weit als der eigene Markt? Gelten vergleichbare Rahmenbedingungen für die Marktteilnehmer? Wie ist die steuerliche Situation?

In der Literatur werden drei wichtige Anwendungsfelder für den Einsatz von Kennzahlenvergleichen genannt. Einerseits kommen kennzahlengestützte Bewertungen zum Einsatz, wenn mangels Plandaten keine andere Bewertungsmethode wie Ertragswert oder DCF-Methode angewendet werden kann. Es gibt dem Käufer bereits vor der Durchführung einer Due Diligence (hierunter versteht man eine Sonderprüfung zur Ermittlung wesentlicher Risiken im Zusammenhang mit einem Merger oder einer Acquisition) die Möglichkeit, ein unverbindliches Preisangebot abzugeben oder die Preisvorstellungen des Verkäufers zu verifizieren. Bei zu grossen Differenzen wird sich dann eine eingehende und meistens zeitaufwändige Due Diligence vermeiden lassen.

Weiter werden kennzahlengestützte Bewertungen zur Absicherung von anderen Methoden wie der DCF-Berechnung angewendet. Mit einem Kennzahlenvergleich können die Werte einer anderen Bewertungsmethode verifiziert beziehungsweise plausibilisiert werden. Kommt es dabei zu grösseren Abweichungen, sind die entsprechenden Ursachen zu suchen und zu hinterfragen. Die Vergleiche helfen somit, mögliche Fehleinschätzungen in den Plan- oder Marktdaten zu erkennen und entsprechend, falls notwendig, zu korrigieren.

Fazit

Abschliessend ist zu sagen, dass es keine allgemeingültige bzw. richtige Methode für die Bewertung von Unternehmen gibt, sondern jede Methode gewisse Vor- und Nachteile aufweist. Zudem bestehen für die Bewertung von Unternehmen keine gesetzlichen Vorgaben, sodass stets ein auf die jeweilige Situation angepasstes Vorgehen möglich und sinnvoll ist. Die hier dargestellten Methoden geben einen Eindruck von der Vielfalt der Verfahren, die sich hin-

sichtlich Genauigkeit und Aussagekraft eines berechneten Unternehmenswertes durchaus unterscheiden. Kritisch ist hierbei jedoch stets die Qualität des vorhandenen Datenmaterials und weniger die Anwendung einer bestimmten Methode. Vollständiges und korrektes Zahlenmaterial ist die Voraussetzung für eine aussagekräftige Erfassung, Analyse und Bewertung, unabhängig davon, ob es um Substanz- oder Ertragswerte geht.

Sie möchten wissen, wie viel Ihre Firma oder Ihre Unternehmensanteile wert sind? Die TFP Treuhand AG ist der richtige Ansprechpartner für Unternehmensbewertungen von kleinen und mittleren Unternehmen. Als Berater oder neutraler Gutachter erstellen wir fundierte, marktorientierte und nachvollziehbare Firmenbewertungen.

TFP Treuhand AG
Weissbadstrasse 14
9050 Appenzell
Telefon: 071 788 81 11
E-Mail: info@tfp.ch