

Unternehmensbewertung (HaufeIndex: 654131)

Zusammenfassung

Was versteht man darunter?

Unternehmensbewertungen sind eine besondere Form von Wirtschaftlichkeitsberechnungen. Sie zeichnen sich erstens durch ihren Gegenstand aus: Ein ganzes Unternehmen wird bewertet. Zweitens charakterisiert sie eine spezifische Fragestellung: Gesucht ist nicht die Vorteilhaftigkeit des Unternehmens als Investitionsobjekt, sondern die Grundlage zur Ableitung eines Preises für das Unternehmen.

1 Was sind Anlässe für Bewertungen? (HaufeIndex: 654132)

Die Bestimmung des Unternehmenswertes ist bei verschiedenen Anlässen erforderlich. Der ersten Gruppe von Anlässen ist der Eigentümerwechsel gemeinsam; hierzu zählen insbesondere Kauf und Verkauf von Unternehmen. Bei beiden Transaktionen ist der Wert bzw. Preis sowohl aus der Sicht des Käufers als auch der des Verkäufers festzulegen. Die zweite Gruppe von Bewertungsanlässen ist vom Eigentumsübergang unabhängig; die Anlässe werden von den Anteilseignern oder steuerrechtlichen Vorschriften gesetzt. Dazu gehören z. B. Ausgleich für Aktionäre oder Schiedssprechung bei privatrechtlichen Streitigkeiten. Eine Auswahl von Anlässen zur Unternehmensbewertung enthält Abb. 1.

Anlässe zur Unternehmensbewertung	
mit Eigentumsübergang <ul style="list-style-type: none"> • Kauf oder Verkauf von Unternehmen • Abschluß eines Gewinn- oder Beherrschungsvertrages • Unternehmen als Sacheinlage • Verschmelzung von Unternehmen • Eintritt eines Gesellschafters in eine Personengesellschaft • Enteignung 	ohne Eigentumsübergang <ul style="list-style-type: none"> • Ermittlung des ökonomischen Gewinns • Buchwertermittlung für zukunftsbezogene Publizität • wertorientierte strategische Planungen • Erfolgsbeteiligungen oder Abfindung von Gesellschaftern • wertorientierte Vergütungssysteme • Sanierungen • Kreditwürdigkeitsprüfungen • Abgabe von Steuererklärungen

Abb. 1: Anlässe zur Unternehmensbewertung^[1]

Bewertungen erlangen zunehmende Bedeutung für die Unternehmensführung: Sie liefern Entscheidungsgrundlagen und Maßstäbe für strategische Alternativen und sind ein Instrument zur Steuerung strategischer Geschäftseinheiten und Bezugsgröße für Anreizsysteme. Auch das Shareholder Value-Management basiert auf der Kenntnis des Unternehmenswertes.

2 Welche Verfahren werden eingesetzt? (HaufeIndex: 654133)

Einen Überblick über die Vielzahl der Verfahren zur Unternehmensbewertung gibt die Abb. 2.

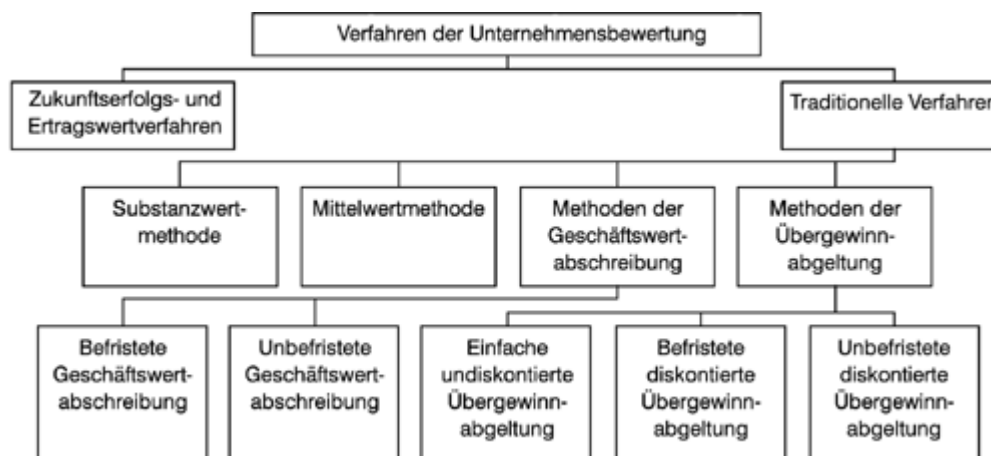


Abb. 2: Übersicht zu Verfahren der Unternehmensbewertung^[1]

Die **traditionellen Verfahren** legen großes Gewicht auf die Substanz des Unternehmens. Sie zielen insbesondere darauf ab, einen objektiven, d. h. von den Parteiinteressen losgelösten Unternehmenswert zu bestimmen.

3 Welche Wertansätze sind zu unterscheiden? (HaufeIndex: 654134)

Die Verfahren zur Unternehmensbewertung stützen sich im wesentlichen auf den Substanz- und den Ertragswert. Beim Substanzwert ist außerdem in Abhängigkeit davon, ob Auflösung oder Wiederherstellung im Vordergrund stehen, in Liquidations- oder Reproduktionswert zu differenzieren.

- Der **Liquidationswert** gibt den Erlös an, der bei Einzelverkauf der vorhandenen Güter zu erzielen wäre (Summe der Vermögenswerte). Er stellt für einen potentiellen Verkäufer im Regelfall die Grenzpreisuntergrenze dar. Für einen potentiellen Käufer ist er die Grenzpreisobergrenze.
- Der **Substanzwert** aus Anlaß eines Verkaufs gibt die Nettoeinnahmen (Veräußerungseinnahmen minus Veräußerungsausgaben) wieder, die bei einer Liquidation erzielt werden können. Bei längeren Liquidationsperioden müssen die zu erwartenden Einnahmen abgezinst werden. Der Substanzwert hat für unternehmerische Entscheidungen nicht das gleiche Gewicht wie der zukünftige Erfolg; dennoch ist er für den Bewerter von Bedeutung, weil er Aussagen über Höhe und Struktur von Zahlungsströmen erlaubt: Gute Substanz erspart künftige Auszahlungen oder zögert sie hinaus.
- Der **Reproduktionswert** gibt an, wieviel Kapital aufgewendet werden müßte, um das Unternehmen zum Bewertungszeitpunkt wiederherzustellen. In der Bewertungspraxis umfaßt er diejenigen Vermögensteile, die betriebsnotwendig und einzeln bewertbar sind. Angesetzt werden die Wiederbeschaffungspreise zum Bewertungsstichtag. Erfassungstechnisch bedingt, fließt in den Reproduktionswert nicht das gesamte betriebsnotwendige Vermögen ein. Das gilt vor allem für das immaterielle Vermögen. Der Substanzwert hat für unternehmerische Entscheidungen nicht das gleiche Gewicht wie der zukünftige Erfolg; dennoch ist er für den Bewerter von Bedeutung, weil er Aussagen über Höhe und Struktur von Zahlungsströmen erlaubt: Gute Substanz erspart künftige Auszahlungen oder zögert sie hinaus. Deshalb werden oft Teilreproduktionswerte ermittelt, um aus ihnen Gesamtreproduktionswerte zu errechnen.

Die oben dargestellten **objektiven Bewertungsverfahren** waren bis in die 60er Jahre dominierend. Für alle Varianten charakteristisch ist, daß sie sich stark an Gegenwart und Vergangenheit orientieren, weniger aber den zukünftigen Erfolg zum Gegenstand haben. Für unternehmerische Entscheidungen steht im Gegensatz dazu der Zukunftserfolg oder Ertragswert im Vordergrund; denn marktwirtschaftliche Unternehmen werden gegründet und betrieben, um Erfolg zu erzielen. Sie sind in der Regel keine Vermögensanhäufung mit dem Ziel, durch Substanzverkauf erfolgreich zu sein. Im Gegenteil: Substanzverzehr soll verhindert werden. Deshalb wird für betriebswirtschaftliche Zwecke immer häufiger das Ertragswert- oder Zukunftserfolgswertverfahren eingesetzt. Mit ihnen soll erfaßt werden, welchen Wert das Unternehmen unter Berücksichtigung individueller Planungen für einen konkreten Interessenten hat. Sie werden deshalb **subjektive Verfahren** genannt.

Der klassische Ertragswert berücksichtigt sowohl vergangene als auch zukünftige Erträge. Die heute bevorzugte Variante ist jedoch der ausschließlich auf dem zukünftigen Erfolg beruhende **Ertragswert**. Er versteht sich als Summe abgezinster, zukünftiger Unternehmenserfolge. Seine Bestimmungsgrößen sind folglich Zukunftserfolg und Kapitalisierungszinsfuß. Bei subjektiver Bewertung besteht der Erfolg in Gewinn oder möglichen Nettoentnahmen, die mit der besten Vergleichskapitalanlage abgezinst werden. Das unternehmerische Risiko der Kapitalanlage wird wahlweise durch Kürzung der Erfolge, höheren

Kapitalisierungszinsfuß oder Kopplung beider Faktoren in der Bewertung berücksichtigt. Um das Risiko besser abschätzen zu können, sollten verschiedene Varianten der Unternehmensentwicklung mit ihren Auswirkungen auf den Ertrag dargestellt werden, so daß zumindest eine pessimistische, eine realistische und eine optimistische Version einander gegenübergestellt werden können.

4 Welche Grundsätze gelten für die Bestimmung des Ertragswertes?

(HaufeIndex: 654135)

Auch bei subjektivem Herangehen an die Ertragswertbestimmung sollten folgende Grundsätze Beachtung finden:

- Das Unternehmen wird als Einheit betrachtet. Sein Wert bestimmt sich nicht durch die Summe der Einzelbeträge, die für seinen Aufbau erforderlich waren, sondern durch den Nutzen, den das Unternehmen als Ganzes hat.
- Angesetzt werden alle materiellen und immateriellen Güter, die in ihrer Kombination den Erfolgsstrom hervorbringen.
- Die Bewertung bezieht sich auf den zum Stichtag vorhandenen Unternehmensumfang und auf die zukünftige Entwicklung ohne Zuführung neuen Eigenkapitals.
- Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sowie Schulden sind gesondert zu behandeln. Der aus ihnen resultierende Wert ist zum Ertragswert zu addieren. Die Trennung in betriebsnotwendiges und nicht betriebsnotwendiges Vermögen unterliegt keinen Vorschriften und wird nach subjektiven Kriterien vorgenommen.
- Die Bestimmung des Zukunftserfolges sollte nach Möglichkeit die zur Substanzerhaltung erforderlichen Aufwendungen bzw. Ausgaben berücksichtigen, um den Erfolg sicherzustellen.

5 Wie wird der Ertragswert berechnet? (HaufeIndex: 654136)

Basis der Berechnung ist die Kapitalisierung der zukünftigen finanziellen Erträge, die aus dem Unternehmensbesitz resultieren. Das Ertragswertverfahren

- verwendet Gewinngrößen für den Ertrag,
- orientiert die Gewinnschätzungen am nachhaltig erzielbaren Kapitalerfolg, der bei normaler Unternehmensleistung zu erwarten ist,
- verwendet den landesüblichen Zinssatz mit Zuschlägen für das Kapitalrisiko als Kalkulationszinsfuß.

In der Bewertungspraxis sind insbesondere drei Fälle zu unterscheiden.

Erstens:

Die Lebensdauer des Unternehmens ist begrenzt, und es fallen in den einzelnen Jahren unterschiedlich hohe Gewinne an. Der Ertragswert (EW) errechnet sich wie folgt:

$$EW = \frac{G_1}{q^1} + \frac{G_2}{q^2} + \dots + \frac{G_n}{q^n}$$

G = Gewinn

q = Aufzinsfaktor (1+i)

i = Kapitalisierungszinsfuß/100

Zweitens:

Die erwarteten Gewinne sind gleichbleibend. Die Formel zur Ertragswertberechnung vereinfacht sich:

$$EW = \frac{G \cdot (q^n - 1)}{q \cdot (q - 1)}$$

Drittens:

Die Lebensdauer ist unbegrenzt; die Gewinne sind immer gleich hoch. Die Formel kann weiter vereinfacht werden:

$$EW = \frac{G}{i}$$

Die beiden folgenden Beispiele verdeutlichen das Vorgehen.

Praxis-Beispiel

Ertragswert bei unbegrenzter Lebensdauer Die zukünftig erwarteten Gewinne sollen 150.000 EUR/Jahr betragen. Die Lebensdauer des Unternehmens ist unbegrenzt. Der Kapitalisierungszinsfuß beträgt 10%.

$$EW = \frac{150.000 \text{ EUR}}{0,1} = 1.500.000 \text{ EUR}$$

Der Ertragswert des Unternehmens würde sich auf 1,5 Mio EUR belaufen. Ertragswert bei begrenzter Lebensdauer und unterschiedlichen Gewinnen/Jahr Die Lebensdauer eines Unternehmens ist auf 10 Jahre begrenzt. Die zukünftig erwarteten Gewinne sollen sich wie folgt entwickeln:

Jahr	Gewinn (EUR)
12345678910	120.000 160.000 180.000 220.000 190.000 160.000 190.000 160.000 130.000 100.000

Der Kapitalisierungszinsfuß beträgt 10%. Ein Liquidationswert bzw. Substanzwert bleibt unberücksichtigt.

$$EW = \frac{120.000}{1,1} + \frac{160.000}{1,21} + \frac{180.000}{1,331} + \frac{220.000}{1,4641} + \frac{190.000}{1,61051} +$$

$$\frac{160.000}{1,771561} + \frac{190.000}{1,948717} + \frac{160.000}{2,143589} + \frac{130.000}{2,357948} + \frac{100.000}{2,593742} =$$

$$1.000.941,06 \text{ EUR}$$

Der Ertragswert würde sich auf rund 1,0 Mio EUR belaufen.

Literaturtipps

- Institut der Wirtschaftsprüfer, Fachgutachten und Stellungnahmen auf dem Gebiete der Rechnungslegung und Prüfung. IDW-VERLAG GMBH, Düsseldorf 1997.

Autor/in

- Prof. Dr. Peter W. Weber