

Was ist mein Unternehmen wert? Teil 1: Überblick

von Dr. Karin Ebel und Benedikt Kastrup

Jeder Unternehmer oder Gesellschafter fragt sich in regelmäßigen Abständen, was das eigene Unternehmen wert ist. Zum Beispiel, wenn er sich über eine gute Geschäftsentwicklung freut, einen Mitgesellschafter herauskaufen oder selber kündigen möchte oder wenn Erbschaftsteuer anfällt: In allen diesen Fällen ist ein Unternehmenswert zu ermitteln, der je nach Ausgangspunkt möglichst hoch oder möglichst niedrig sein soll. In der Praxis sind die Verfahren zur Unternehmensbewertung unterschiedlich und abhängig davon, für welchen Zweck bzw. Adressaten sie benötigt werden.

Anlässe für die Unternehmenswert-Ermittlungen

In vielen Fällen ist der Unternehmenswert für externe Zwecke zu berechnen, insbesondere für das Finanzamt. Werden Anteile eines Familienunternehmens im Rahmen eines Generationswechsels übertragen, muss der Finanzverwaltung für die Bemessung der Erbschaft- und Schenkungssteuer ein Unternehmenswert nachgewiesen werden. Auch bei Umstrukturierungen und Reorganisationen von Unternehmensgruppen oder Konzernen werden mitunter Unternehmenswerte benötigt. Immer dann, wenn Beteiligungsquoten durch Umstrukturierungsvorgänge beeinflusst werden können – so zum Beispiel bei der „Fusion“ zweier Unternehmen mit abweichender Beteiligungsstruktur –, stellen Unternehmenswertermittlungen faire, von Finanzverwaltung und Rechtsprechung akzeptierte neue Beteiligungsquoten sicher.

In anderen Fällen wird der Unternehmenswert für interne eigene Zwecke ermittelt. Wird beispielsweise aus strategischen Erwägungen die Veräußerung eines Unternehmens, Teilkonzerns oder Geschäftsbereiches erwogen, liefert eine Unternehmenswertermittlung Anhaltspunkte für am Markt erzielbare Kaufpreise; gleiches gilt für Überlegungen zum Erwerb von Anteilen, Unternehmen oder Unternehmensteilen. Oder auch für das Ausscheiden von Gesellschaftern gegen Abfindung.

Ein weiterer, in der Praxis noch nicht so weit verbreiteter Anwendungsfall sind sogenannte virtuelle Beteiligungen bzw. Long-Term-Incentives (LTI): Werden Fremd-Geschäftsführer oder -Vorstände ins Management eines Familienunternehmens aufgenommen, erwarten diese häufig eine finanzielle Beteiligung an der Steigerung des Unternehmenswertes, entsprechend einem Gesellschafter. Das kann sinnvoll sein, weil dadurch Anreize für ein nachhaltiges, am langfristigen Unternehmenserfolg orientiertes Handeln des Fremd-Managers geschaffen werden. Bei einer virtuellen Beteiligung wird der Fremd-Manager (rechtlich) nicht am Unternehmen beteiligt und verfügt folglich nicht über die Gesellschafterrechte. Vielmehr wird der Unternehmenswert zu einem Startzeitpunkt mit dem Wert zu einem End- oder Abrechnungszeitpunkt verglichen. Ergibt sich eine Wertsteigerung, kann der Fremd-Manager daran mit einem Anteil (quasi seiner virtuellen Beteiligungsquote) in Form einer variablen Vergütung beteiligt werden.

„Value is what you get, price is what you pay“

Zu Recht betont dieses Zitat von Warren Buffet den Unterschied zwischen Wert und Preis: Durch das im Folgenden skizzierte Verfahren lassen sich Unternehmenswerte ermitteln. Ein

solcher Wert ist aber nur in den seltensten Fällen der Preis, der am Markt für einen Anteil an einem Familienunternehmen erzielt wird. Denn: Ein Preis resultiert immer aus Angebot und Nachfrage, aus einem Verhandlungsprozess. Insofern kann eine Unternehmensbewertung Anhaltspunkte für einen Kaufpreis liefern, nie aber treffsicher den tatsächlich – am Markt – erzielbaren Kaufpreis vorhersagen.

Doch wie kann nun der Wert eines Anteils, Unternehmens oder gar Konzerns „berechnet“ werden?

Verfahren zu Ermittlung von Unternehmenswerten

In Theorie und Praxis gibt es vielfältige Verfahren, die sich grundsätzlich in drei Gruppen einteilen lassen:

- Vereinfachte steuerliche Verfahren
- Marktorientierte Verfahren
- Ertrags- oder Cashflow-orientierte Verfahren

Vereinfachte steuerliche Verfahren

Das sogenannte vereinfachte (steuerliche) Ertragswertverfahren aus dem steuerlichen Bewertungsrecht ist kein wirkliches Unternehmensbewertungsverfahren. Es greift Elemente betriebswirtschaftlicher Bewertungskalküle auf, beinhaltet aber zahlreiche Pauschalierungen und verwendet vor allem ausschließlich Vergangenheitsdaten. Allein schon deshalb ist das Verfahren ungeeignet, (echte) Unternehmenswerte sinnvoll abzuschätzen. Dessen ungeachtet wird dieses vergleichsweise wenig aufwendige Verfahren für steuerliche Zwecke akzeptiert

Marktorientierte Verfahren

Die marktorientierten Verfahren basieren auf der Annahme, dass „ähnliche Unternehmen ähnlich bewertet werden“: Von einem tatsächlich am Markt entstandenen Unternehmenspreis wird auf den Wert des zu bewertenden Unternehmens geschlossen. Als Quelle können grundsätzlich „echte“ M&A-Transaktionen oder Börsenwerte herangezogen werden. Da in Europa faktisch keine repräsentativen Datenquellen für M&A-Transaktionen existieren, bleibt in der Praxis nur die Verwendung von Börsenwerten als Ausgangsgröße. So kann beispielsweise aus dem Quotienten von Börsenwert (zzgl. Schulden) und EBIT ein sog. EBIT-Multiplikator ermittelt werden. Multipliziert man das EBIT des zu bewertenden Unternehmens damit und zieht dessen Schulden ab, erhält man – so die Idee des Verfahrens – dessen Unternehmenswert.

Die vermeintlich hohe Praktikabilität dieser Verfahren hat dazu geführt, dass sie in der Praxis recht verbreitet sind. Gleichwohl arbeiten auch diese Verfahren mit wesentlichen, wertbeeinflussenden Pauschalierungen. In Verbindung mit der eingeschränkten Verfügbarkeit von Multiplikatoren lassen sich deshalb mit diesen Verfahren Unternehmenswerte allenfalls näherungsweise bestimmen. Das ist auch der Grund, warum solche Unternehmenswertkalküle von der Finanzverwaltung nicht akzeptiert werden. Virtuelle Beteiligungen basieren regelmäßig auf marktorientierten Verfahren.

Ertrags- oder Cashflow-orientierte Verfahren

Einzig die ertrags- und Cashflow-orientierten Verfahren berücksichtigen die individuellen Gegebenheiten eines zu bewertenden Unternehmens. Das wird durch die detaillierte Planung künftiger Entnahmen oder Ausschüttungen auf Basis einer sogenannten integrierten Planung sichergestellt. Aus Plan-Ertragsprognosen, -Bilanzen und -Cashflow-Rechnungen werden die künftigen Zuflüsse an die Anteilseigner prognostiziert und mit einem individuell für das zu bewertende Unternehmen ermittelten Kapitalisierungszinssatz diskontiert.

Fazit

Wer wissen möchte, was sein Unternehmen wert ist, kommt um eine Unternehmensbewertung auf Grundlage eines ertrags- oder Cashflow-orientierten Verfahrens nicht herum. Multiplikator-Verfahren können erste Wert-Indikationen geben, berücksichtigen die Besonderheiten des Unternehmens aber nur ungenügend.