

Frühzeitig durchrechnen

Unternehmensbewertung *Wer seine Firma verkaufen will, für den schlägt die Stunde der Wahrheit: Was ist sein Verlag, seine Buchhandlung wert? Simple Formeln wie das Multiplizieren von Umsatz oder Gewinn helfen im Ernstfall nicht weiter. Welche Verfahren sinnvoll sind, schlüsselt Berater Martin Julius Bock auf.*

Karl F. führt seine Buchhandlung im Rheinland seit mehr als 30 Jahren. Bevor er sich 2010 zur Ruhe setzt, will er das gut eingeführte Sortiment verkaufen und von dem Erlös einen Teil seines Lebensunterhalts im Alter bestreiten. Doch was ist seine Buchhandlung eigentlich wert? 100 000 Euro, 150 000 Euro oder gar das Doppelte? So richtig weiß F. das nicht. Und nimmt sich vor, den Unternehmenswert seiner Buchhandlung zu berechnen – damit er schon jetzt eine realistische Vorstellung davon hat, was sein wichtigster Vermögenswert zur Altersversorgung beitragen kann.

Bei einem solchen Schritt sollten sich Buchhändler und Verleger nicht auf die Faustformeln verlas-

sen, die oft unter Kollegen grasieren und die den Wert eines Unternehmens kurzerhand mit dem Jahresgewinn oder gar dem Umsatz multiplizieren. Käufer rechnen heute mit sehr spitzem Bleistift und ermitteln den Wert nach speziellen Verfahren. Deshalb sollte schon bei ersten Verkaufsüberlegungen und erst vor einem Verkaufsgespräch ein solides Zahlenwerk erstellt werden. Die Verkäufer sollten wissen, mit welchen Bewertungsmethoden heute gearbeitet wird. Nur so sind sie jederzeit für die Verhandlungen und für die anstehenden Entscheidungen gerüstet.

Ganz einfach ist es allerdings nicht, sich im Geflecht der verschiedenen Bewertungsmethoden zurechtzufinden oder sie gar im Hinblick auf ihre Tauglichkeit

für den jeweiligen Fall zu beurteilen. Auch die Unternehmensbewertung unterliegt gewissen Trends und Moden. Und mancher Käufer setzt bewusst mit neuen Methoden darauf, den Verkäufer zu überrumpeln.

Die zunehmende Internationalisierung von Unternehmensverkäufen und der Einfluss von Banken und Private-Equity-Gesellschaften haben überdies in den vergangenen Jahren eine Fülle neuer – zumeist angelsächsischer – Fachausdrücke in die Sprache der Bewerter eingeschleust. So ist ein Verkaufs- und Bewertungsjargon entstanden, der häufig mehr zur Verwirrung als zum Verständnis beiträgt (siehe Glossar Seite 22).

In der Praxis der Unternehmensbewertung hat in den vergan- ➤

i Weitere Bewertungsverfahren (Auswahl)

Liquidationswert

Der Liquidationswert ist der Wert, der sich zum Zeitpunkt einer Liquidation durch den Verkauf oder die Versteigerung der einzelnen Vermögenswerte erzielen lässt. Er ist für die Ermittlung des Unternehmenswerts im Falle einer Veräußerung gänzlich ungeeignet.

Mittelwertmethode

Bei der Mittelwertmethode werden sowohl der Ertragswert als auch der Substanzwert eines Unternehmens ermittelt. Beide Werte werden addiert und dann durch den Faktor 2 dividiert. Teilweise werden aber auch Ertragsbeziehungsweise Substanzwert unterschiedlich gewichtet. Mit diesem Verfahren wird (vergeblich) versucht, die Unzulänglichkeiten beider Verfahren auszuschalten. Das Verfahren findet aber bei den Traditionalisten unter den Bewertern immer noch Anhänger.

Multiplikatorverfahren

Der Kaufpreis wird durch Multiplikation des Umsatzes mit einem branchenüblichen Faktor ermittelt und ist damit eigentlich kein Bewertungsverfahren.

Stuttgarter Verfahren

Ein Verfahren, das noch von den Finanzverwaltungen für steuerliche Zwecke oder für Abfindungen bei nicht börsennotierten Kapitalgesellschaften angewandt wird. Das Verfahren ist für die Unternehmenswertermittlung völlig ungeeignet.

Vergleichswertverfahren

Beim Vergleichswertverfahren stellt man den Unternehmenswert aufgrund von Vergleichen mit anderen, weitgehend in Größe und Struktur identischen Unternehmen her, die in der Vergangenheit veräußert wurden. Ob man hier tatsächlich von einem Verfahren oder einer Methode sprechen kann, ist die Frage. In jedem Fall handelt es sich um einen sehr gewagten Ansatz zur Bewertung.

genen Jahren ein Umdenken stattgefunden. Vor 20 Jahren war die Betrachtung eines Unternehmens eher rückwärts (retrograd) gerichtet. Wie alt ist das Unternehmen, wie hat es sich entwickelt, welche Substanzen sind vorhanden? Heute betrachtet ein möglicher Käufer ein Unternehmen nach anderen Kriterien: Wie zukunftsfähig ist die Buchhaltung oder der Verlag? Welche Erträge lassen sich mit dem Unternehmen künftig erwirtschaften? Die wichtigste aller Fragen lautet jedoch: In welcher Zeit fließt das investierte Geld wieder zurück?

Diese veränderte Betrachtungsweise hat dazu geführt, dass ältere, retrograde Methoden weitgehend als überholt gelten und sich neue entwickelt haben. Die drei gängigsten Methoden werden ausführlicher dargestellt. Weitere Verfahren, die am Markt anzutreffen sind, werden kurz im Kasten erläutert (siehe links).

Ertragswertmethode

Die Ertragswertmethode hat sich in Deutschland als das wohl wichtigste Bewertungsverfahren durchgesetzt. Das liegt auch daran, dass sie von der Rechtsprechung nicht nur anerkannt, sondern häufig auch bevorzugt wird.

Der Käufer eines Unternehmens investiert mit dem Kaufpreis in die Zukunft des erworbenen Unternehmens, nicht in seine Vergangenheit. Die Frage ist also nicht: Wie hoch ist der Kaufpreis, son-



Auf Vollständigkeit kommt es an: Um ein Unternehmen bewerten zu können, müssen alle Faktoren analysiert werden

dern sie lautet: Wie und in welcher Zeit fließt der investierte Kaufpreis zuzüglich der Finanzierungskosten durch erwirtschaftete Gewinne wieder zurück, so dass der Investor seinen Kapitaldienst leisten kann und eine angemessene Verzinsung des investierten Kapitals erreicht?

Grundlage bei der Anwendung des Ertragswertverfahrens ist deshalb die Einschätzung zukünftiger Erträge, die mit einem bestimmten Zinssatz auf den Stichtag der

voraussichtlichen Übernahme abgezinst werden. Dabei werden Einflüsse wie die Inflation ebenso berücksichtigt, wie unternehmerische Risiken und die Steuerbelastung.

Für die Ermittlung des Ertragswerts sind die Jahresabschlüsse der vergangenen drei bis vier Jahre erforderlich, die um Faktoren, wie außerordentliche Aufwendungen und Erträge bereinigt werden. Zudem muss – vor allem bei inhabergeführten Unternehmen – die Frage geprüft werden, ob die Geschäftsführergehälter angemessen sind. Weitere zu berücksichtigende Faktoren sind notwendige (versäumte) Investi-

i Vereinfachtes Beispiel Ertragswertermittlung		<i>in Euro</i>		
	2003	2004	2005	
Umsatz	2 300 000	2 400 000	2 500 000	
Abschreibung	80 000	80 000	80 000	
Bereinigter Jahresüberschuss vor Gewerbe- und Ertragsteuern	165 000	135 000	150 000	
Bereinigter Jahresüberschuss nach Gewerbe- und Ertragsteuern	110 000	90 000	100 000	
Nachhaltiger Netto-Ertrag			100 000	
Kapitalisierungszinssatz inklusive Risikozuschlag (siehe Kasten Seite 22)			10,00 %	
Ertragswert (Barwert der Zukunftserfolge des Unternehmens)			1 000 000	

tionen, die Zukunftsfähigkeit (Verkäuflichkeit) der Bestände, die Wettbewerbssituation, die Marktstellung etc.

Im vereinfachten Beispiel (siehe Tabelle unten) ergibt sich bei einem angenommenen jährlichen Nettoüberschuss von 100 000 Euro und einem Kapitalisierungszinssatz inklusive Risikozuschlag von zehn Prozent ein Ertragswert von einer Million Euro.

Betrachtung des Käufers <small>in Euro</small>			
Rückfluss des investierten Kapitals (Return on Investment - ROI)			
Kaufpreis	Nachhaltiger Netto-Ertrag	Abschreibung	Nachh. Ertrag + Abschreibung
1 000 000	100 000	80 000	180 000
Rückfluss des investierten Kapitals in 5,6 Jahren			

Der Ertragswert ist der Barwert der voraussichtlich zukünftig anfallenden Unternehmensergebnisse, der den Verkäufer quasi für zukünftig entgangene Gewinne »entschädigt«. Entsprechend ist der errechnete Ertragswert bei gleicher Ausgangslage in Niedrigzinszeiten höher als in Hochzinsphasen.

Grund für diese auf den ersten Blick unverständliche Entwicklung ist, dass für den Verkäufer der Ertragswert Grundlage für eine Kapitalanlage ist. Um zum gleichen Zinsergebnis zu gelangen, muss bei niedrigen Anlagezinsen deshalb ein höherer Betrag angelegt werden. Naturgemäß hat die Käuferseite eine etwas andere Sichtweise der Dinge.

Der Käufer wird nun zu prüfen haben, ob die prognostizierten Unternehmensgewinne, die zum Ertragswert geführt haben, realistisch sind, so dass er seine Vorstellung einer Verzinsung des eingesetzten

Kapitals in Höhe des Kaufpreises erreichen kann.

Im vorliegenden Beispiel ergibt sich (ohne Kapitalkosten) ein Rückfluss des investierten Kapitals (Kaufpreis) in Höhe von einer Million Euro in 5,6 Jahren. Banken und Investoren erwarten heute je nach Risikoeinschätzung einen Rückfluss des investierten Kapitals innerhalb von vier bis sechs Jahren. Das mag manchem Verleger

oder Buchhändler, der sein ganzes Berufsleben lang langfristig gedacht hat, aberwitzig erscheinen.

Aber die Praxis zeigt, dass Käufer oftmals aussteigen, wenn bereits bei der Gegenrechnung diese Ziele nicht erreichbar erscheinen.

Discounted Cash-Flow

Die Discounted-Cash-Flow-Methode ist eine Abwandlung der Ertragswertmethode. Im Unterschied dazu steht hier nicht der Jahresüberschuss, sondern der Cash-Flow im Zentrum der Betrachtung. Der Cash-Flow ist der finanzwirtschaftliche Überschuss eines Unternehmens in einer Periode. Bei seiner Ermittlung werden alle Einflüsse eliminiert, die nicht zu Ein- oder Auszahlungen (Geldfluss) führen. Mit dem Cash-Flow lässt sich die Innenfinanzierungskraft eines Unternehmens beurteilen. Die einfachste Mög-

lichkeit, diese Kennziffer zu berechnen ist:

Cash-Flow	
Gewinn	
+ Abschreibungen	
- Zuführungen zu langfristigen Rückstellungen	
= Brutto-Cash-Flow	
- anstehende Gewinnsteuerzahlungen	
- anstehende Gewinnausschüttungen	
= Netto-Cash-Flow	

Der ermittelte Cash-Flow wird bei diesem Verfahren mit einem Kapitalkostensatz abgezinst (diskontiert). Das Ergebnis ist der Gesamtkapitalwert des Unternehmens. Um zum Unternehmenswert zu kommen, werden vom Gesamtkapitalwert die verzinslichen Verbindlichkeiten abgezogen.

Für die Anwendung der Methode muss eine sehr detaillierte Datenbasis vorgelegt werden, die bei kleinen und mittleren Unternehmen in der Regel nicht vorliegt beziehungsweise erst aufwendig erarbeitet werden muss. Deshalb wird die Discounted-Cash-Flow-Methode meist nur bei der Bewertung großer beziehungsweise börsennotierter Unternehmen angewendet.

Substanzwertmethode

Die Substanzwertmethode ist ein retrogrades Verfahren, das in der Vergangenheit stark verbreitet war, aber nun aus den oben be-

reits erwähnten Gründen immer weniger Anhänger findet. Bei dieser Methode (siehe auch nebenstehende Tabelle) wird der Unternehmenswert als Summe der im Un- ➤

Vereinfachtes Beispiel einer Substanzwertermittlung <small>in Euro</small>				
Position	Anschaffungskosten	Bilanzwert	Verkehrswert	Wiederbeschaffungswert
Einrichtung	50 000	5 000	7 000	80 000
Fahrzeuge	80 000	10 000	20 000	90 000
Waren	450 000	450 000	400 000	500 000
Forderungen		60 000	60 000	60 000
Verbindlichkeiten		- 80 000	- 80 000	- 80 000
Substanzwert				650 000

Glossar der Fachbegriffe bei Unternehmensverkäufen

Asset Deal
Übernahme eines Unternehmens durch Erwerb der einzelnen Wirtschaftsgüter und Vermögenswerte (im Gegensatz zum Share Deal, dem Kauf von Anteilen).

Barwert
Als Barwert oder Gegenstandswert wird der abgezinste Wert eines zukünftig zu erwartenden Geldbetrags bezeichnet. Wesentlich für die Ermittlung ist der Kapitalisierungszinssatz und der Faktor Zeit.

Basiszinssatz (Kapitalisierungszinssatz)
Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist vom aktuellen Zinssatz für (quasi-) risikofreie Anlagen auszugehen. Als Grundlage werden meist die Zinssätze langfristiger öffentlicher Anleihen herangezogen (siehe auch Risikozuschlag).

Due Diligence
Damit bezeichnet man die Prüfung der Bücher und Unternehmenszahlen, der steuerlichen und rechtlichen Verhältnisse im Rahmen eines Unternehmensverkaufs durch den zukünftigen Käufer. Mit der Due Diligence sollen mögliche Risiken, die die zukünftige Geschäftstätigkeit beeinflussen, erkannt und ausgeschlossen werden.

Ebit (Earnings before Interest and Taxes)
Grundlage für das Ebit ist der Jahresüberschuss, der um Steuern und Zinsen bereinigt wird. Ziel ist es, die Ertragskraft

des operativen Geschäfts zu ermitteln.

Ebitda (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)
Beim Ebitda wird der Jahresüberschuss um Zinsen, Steuern und Abschreibungen bereinigt.

Equity
Equity ist der englische Begriff für Eigenkapital. Entsprechend verstehen sich die Private-Equity-Gesellschaften als »private Eigenkapitalgeber« für Unternehmen.

Risikozuschlag
Der Kapitalisierungszinssatz wird um einen Risikozuschlag erhöht, der das Unternehmensrisiko des zu bewertenden Unternehmens angemessen berücksichtigt.

Letter of Intent (LOI)
Der Letter of Intent ist eine (schriftliche) Absichtserklärung des Interessenten gegenüber dem Verkäufer und dient vorwiegend als vertrauensbildende Maßnahme. In der Regel können aus dem Letter keine einklagbaren Ansprüche auf eine Übernahme durch den Interessenten abgeleitet werden.

Management Buy-In (MBI)
Übernahme eines Unternehmens durch ein externes Management.

Management Buy-Out (MBO)
Übernahme eines Unternehmens durch das eigene (vorhandene) Management.

Non-Disclosure Agreement (NDA)

Die durch einen potenziellen Käufer abgegebene Vertraulichkeitserklärung.

Merger & Acquisition bedeutet Verschmelzung (merge = verschmelzen) und Übernahme (acquisition = Anschaffung, Übernahme). Merger & Acquisition (oder nur M & A) ist auch Sammelbegriff für den Markt von Unternehmenskäufen und -verkäufen.

Mezzanine
Das Mezzanine ist ein Halb- oder Zwischengeschoss eines mehrstöckigen Gebäudes. Im Finanzierungsgeschäft bezeichnet man damit Finanzierungsmittel, die bestehende »Lücken« zwischen Fremd- und Eigenkapital durch beispielsweise stille Beteiligungen, nachrangige Darlehen etc. auffüllen.

Private Equity
Oberbegriff für alle Eigenkapital-Beteiligungsformen.

Share Deal
Firmenübernahme durch Erwerb der Gesellschaftsanteile (Gegenstück zum Asset Deal).

Spin-Off
Ausgliederung eines Unternehmensteils oder einer Abteilung aus einem Unternehmen.

Virtual Dataroom
Die für die Prüfung eines Unternehmenskaufs notwendigen Unterlagen werden gescannt und in einem virtuellen Datenraum verschiedenen Kaufinteressenten zugänglich gemacht.

ziehungsweise Verluste erwirtschaftet.

Die richtige Wahl

Fazit: Das einzig wahre Verfahren zur »richtigen« Bewertung eines Unternehmens gibt es nicht. Welche Methode angewandt werden sollte, hängt auch von äußeren Umständen ab – etwa von den Vorstellungen einer finanzierenden Bank. Geht man davon aus, dass ein Verleger oder Buchhändler sein Unternehmen für eine geplante Veräußerung bewerten lassen will und es zu diesem Zeitpunkt noch keinen Kaufinteressenten gibt, empfiehlt sich die Bewertung nach dem Ertragswertverfahren. Auf die Anwendung des Substanzwertverfahrens sollte nur in sehr begründeten Ausnahmefällen zurückgegriffen werden.

Aber was ist Ihr Unternehmen nun wirklich wert? Wissenschaftlich abgesicherte Verfahren sind das eine, der zu erzielende Marktpreis ist das andere. Ein Unternehmen ist im Zweifelsfall immer nur so viel wert, wie ein möglicher Käufer bereit ist, dafür zu bezahlen. Für ihn spielen – neben der Bewertung – strategische Fragen, die Wettbewerbssituation, Marktstellung, Zukunftsfähigkeit, Managementkapazitäten etc. eine entscheidende Rolle.

Zudem gibt es natürlich branchenspezifische Besonderheiten, die in die Bewertung einfließen. Bei Verlagen wären das etwa der Wert der Verlagsmarke, Rechte, Nebenrechte oder Bildarchive, im Buchhandel Adress- oder Abobestände. Auch auf weitere Stellenschrauben wie Abschreibungen oder Bestandsbewertungen kommt es an. Berater, die bei Unternehmensbewertungen helfen können, sind unter www.boersenverein.de zu finden. **b**

Der Autor ist Geschäftsführender Gesellschafter der Eulenhof Consulting GmbH

► ternehmen vorhandenen Vermögensgegenstände (Substanzen) abzüglich vorhandener Schulden ermittelt. Üblicherweise wird dabei das betriebsnotwendige Vermögen mit den Wiederbeschaffungskosten und nicht betriebsnotwendiges Vermögen mit den erzielbaren Veräußerungspreisen bewertet.

Bei der Substanzwertmethode werden weder vergangenheits- noch zukunftsorientierte Aussagen über die Ertragskraft getroffen – das ist ihr entscheidender

Nachteil. Außerdem werden auch alle nicht-bilanzierungsfähigen Werte, wie zum Beispiel Know-how, besondere Qualifikationen und ähnliche Faktoren, nicht berücksichtigt.

Aus diesen Gründen sollte die Substanzwertmethode bestenfalls als Ergänzung zu einer ertragsbezogenen Unternehmensbewertung herangezogen werden. Beispielsweise dann, wenn ein Unternehmen überdurchschnittlich hohe Vermögenswerte besitzt oder wenn es keine Erträge be-

