

UNTERNEHMENSNACHFOLGE

Praxisorientierte Unternehmensbewertung im Mittelstand unter Berücksichtigung der qualitativen Besonderheiten mittelständischer Unternehmen

Die notwendige Regelung der Unternehmensnachfolge ist nach wie vor bei vielen mittelständischen Unternehmen in Deutschland ein aktuelles Thema, bei dem regelmäßig auch die Frage nach der Höhe des Unternehmenswerts zu beantworten ist. Aber auch im Rahmen eines strategischen Ver- und Zukaufs oder einer Fusion ist es besonders wichtig, den Wert des eigenen Unternehmens zu kennen, um sich somit strategisch klar in Verhandlungsgesprächen positionieren zu können.

Nachfolgend werden typische Hürden, die regelmäßig bei der Unternehmensbewertung im Rahmen eines Unternehmensverkaufs zwischen Käufer und Verkäufer im Mittelstand auftreten, behandelt.

Die Bewertungsmethoden

Unternehmen werden heutzutage in der Regel auf Basis von Ertragswertverfahren, d. h. auf Basis der zukünftig erwarteten Erträge, bewertet. Substanzwertverfahren, d. h. die Bewertung einzelner Wirtschaftsgüter, werden normalerweise zur Ermittlung von Liquidationswerten angewendet. Mischverfahren, wie z. B. das Stuttgarter Verfahren nach steuerlichen Vorschriften, spielen in der Praxis zur Bewertung von Unternehmen keine wesentliche Rolle. Ein umfassender Überblick zu den Methoden sowie auch zu ihrer jeweiligen Anwendung ist detailliert in dem Standard S 1 des Instituts Deutscher Wirtschaftsprüfer (IDW) zu finden.

Überblick wesentlicher Bewertungsmethoden	
Substanzwerte	Zukünftige Erträge (Ertragswertverfahren)
Einzelne Vermögensgegenstände & Schulden	Multiplikatoren, z. B. Discounted Cashflow, Ertragswert

Jedoch was ist inhaltlich unter dem für Unternehmensbewertungen relevanten Ertragswertverfahren zu verstehen? Ein plakatives Beispiel zur Verdeutlichung: Ein Investor hat 100 Euro zur Verfügung und kann diese zu 10 % p.a. im Rahmen einer Investitionsmöglichkeit anlegen – somit hätte er nach einem Jahr ein Vermögen von 110 Euro zur Verfügung. Hieraus ist ableitbar, dass die dem Investor in einem Jahr als Vermögen zur Ver-

fügung stehenden 110 Euro zum heutigen Zeitpunkt 100 Euro wert sind. Der Ertrag aus dieser Investitionsmöglichkeit umfasst insofern 10 Euro in einem Jahr.

Übertragen auf die Unternehmensbewertung bedeutet das, dass die zukünftig erwarteten Erträge im Rahmen einer Barwertberechnung auf den Bewertungsstichtag – in der Regel heute – abgezinst werden. Allerdings nicht einmalig, sondern die sämtlich in der Zukunft erwarteten jährlichen Erträge, da gewöhnlich davon ausgegangen wird, dass das zu bewertende Unternehmen nachhaltig in der Zukunft am Markt positioniert und wirtschaftlich aktiv bleibt.

Die anzusetzenden Erträge

Hürde 1: Häufig erfolgt in der Praxis bei der Diskussion über den Wert eines Unternehmens insbesondere durch den Verkäufer der Hinweis, dass das Unternehmen in der Vergangenheit eine wirtschaftlich attraktive Rendite erbracht habe. Diese Einschätzung widerspricht jedoch dem oben dargestellten Prinzip bzw. auch der altbewährten Regel „Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts“. Allein maßgeblich für die Bewertung eines Unternehmens sind seine zukünftig erwarteten finanziellen Überschüsse bzw. Free Cashflows. Diese werden aus einer integrierten Finanzplanung (Ertrags-, Bilanz- und Liquiditätsplanung), die die markt-, leistungs- und finanzwirtschaftlichen Verhältnisse des Unternehmens für die Zukunft abbildet, abgeleitet. Eine solche integrierte Finanzplanung stellt die optimale Basis für die Bewertung eines Unternehmens dar, weil dabei die relevanten Werttreiber einzeln und transparent sowie plausibel dargestellt werden können. Die wirtschaftliche Historie des zu bewertenden Unternehmens dient lediglich zur Plausibilisierung der integrierten Finanzplanung.

Hürde 2: Eine weitere Problematik bei der Unternehmensbewertung stellt die Abgrenzung des Bewertungsobjekts selbst dar. Bei der Frage nach den Wertvorstellungen des Unternehmers wird häufig die Aussage getroffen, dass der Wert des Unternehmens mit seinen wirtschaftlichen Erträgen X Euro sowie der Wert der Betriebsimmobilie zusätzliche Y Euro betrage – und somit der Gesamtwert des Unternehmens X plus Y ausmache. Dieser Ansatz ist regelmäßig methodisch falsch, da eine Ertragswertbetrachtung bereits immer das sogenannte »

UNTERNEHMENSNACHFOLGE

betriebsnotwendige Vermögen mit beinhaltet – es wird also nicht zusätzlich noch einmal gesondert bewertet. Die Immobilie eines Unternehmens ist in der Regel betriebsnotwendig. Wäre die Immobilie nicht vorhanden, könnte das Unternehmen auch nicht mit seinen Prozessen operativ tätig sein. Ist insofern die separate Realisierung des Wertes der Betriebsimmobilie angestrebt ohne eine Lösung für die Fortführung des operativen Geschäfts, wäre eine betriebliche Stilllegung des Unternehmens die Konsequenz. Ein vereinfachtes Beispiel hierzu ist der Autokauf: Der Käufer erwirbt das Auto im Ganzen – den Motor bezahlt er normalerweise nicht zusätzlich separat. Wäre es das Ziel des Verkäufers, den Motor getrennt vom Auto zu verkaufen, würde der Kaufpreis für das verbleibende restliche Auto entsprechend reduziert ausfallen. Gleiches gilt im übertragenen Sinne für die Betriebsimmobilie des zu bewertenden



Unternehmens. Bei dem Ziel der Fortführung des operativen Geschäfts des Unternehmens am selben Standort müsste die Betriebsimmobilie beispielsweise zukünftig gemietet werden. Insofern fielen die wirtschaftlichen Erträge des Unternehmens zukünftig entsprechend um den Mietaufwand reduziert aus.

Hürde 3: Häufig ist die Ertragslage eines Unternehmens durch die persönliche Sphäre des Unternehmers wesentlich wirtschaftlich beeinflusst. Regelmäßig ist im Rahmen der Verhandlungen zum Unternehmenskauf die Frage nach der Angemessenheit der Entlohnung des Unternehmers zu beantworten. Erschwert wird diese Fragestellung bei Personengesellschaften, da hier oftmals durch Privatentnahmen des Unternehmers eine für den Käufer weniger transparente Ausgangsbasis im Vergleich zu Kapitalgesellschaften vorliegt. Für die Zwecke der Unternehmensbewertung ist in der Regel zusätzlich das Gehalt eines externen Geschäftsführers kalkulatorisch zu berücksichtigen, um im Rahmen der Wirtschaftlichkeitsanalyse die Vergleichbarkeit der Erträge beispielsweise mit einer Kapitalgesellschaft als Alternativinvestition zu ermöglichen. Aus der Perspektive des Unternehmers kommt es hierbei somit zu einer Vermischung des Gehalts sowie der eigentlichen bewertungsrelevanten Erträge.

Der anzusetzende Zinssatz

Der anzusetzende Zinssatz im Rahmen der Barwertermittlung der Erträge bemisst sich nach der Alternativanlage (betriebswirtschaftliche Opportunität), denn bewerten heißt insbesondere vergleichen. Vereinfacht wird hier die Frage zugrunde gelegt, zu welchem (erwarteten) Zinssatz der Käufer sein Vermögen heute alternativ zum Unternehmenskauf anlegen könnte.

Aktuelle Studien zeigen, dass die Renditeerwartung bei Investitionen in börsennotierte Aktiengesellschaften (z. B. DAX, MDAX etc.) im Schnitt bei ca. 8,5% vor persönlichen Steuern des Investors liegt (sogenannte Markrendite). Soweit in einzelne Unternehmen investiert wird, bestehen unternehmensspezifische Chancen und Risiken, die durch eine Erhöhung des der Bewertung zugrunde zu legenden Zinssatzes berücksichtigt werden.

Hürde 4: Regelmäßig stellt sich beim Unternehmenskauf dem Investor die Frage nach der Übertragbarkeit des Unternehmenswerts und insbesondere danach, welche Bedeutung der Unternehmer selbst als Person für das Unternehmen hat – stellt er im Mittelstand doch regelmäßig die Schlüsselperson eines Unternehmens dar. Was passiert mit Blick auf z. B. Kundenkontakte, Know-how, Mitarbeiterführung etc., wenn er nach einem Unternehmensverkauf das Unternehmen verlässt? Um dieses Risiko im Rahmen der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen, argumentiert der Investor in der Praxis oftmals einen Zuschlag beim in der Barwertermittlung anzusetzenden Zinssatz. Die Fragestellung der Abhängigkeit von Schlüsselpersonen kann jedoch bis hin zu einer fehlenden Veräußerbarkeit des Unternehmens selbst führen.

Um der Diskussion der Wertminderung des Unternehmens aufgrund des Risikos der Personenabhängigkeit als Unternehmenseigentümer entgegenwirken zu können, empfiehlt sich die rechtzeitige Vorbereitung – spätestens drei bis fünf Jahre im Vorfeld der geplanten Transaktion – zur Schaffung von nachfolge- bzw. verkaufsfähigen Strukturen im Unternehmen durch einen gezielten >>

UNTERNEHMENSNACHFOLGE

Personal- und Organisationsentwicklungsprozess. Nach einer entsprechenden Vorbereitung der Transaktion stellt sich die Frage nach Personenabhängigkeiten des Unternehmens nicht mehr.

Weitere Aspekte, die typischerweise bei der Bewertung mittelständischer Unternehmen auftreten und in der Regel in Form von Risikozuschlägen beim anzusetzenden Zinssatz im Rahmen der Barwertermittlung Berücksichtigung finden, sind darüber hinaus u. a.:

- Schwierige „Handelbarkeit“ des Unternehmens (Fungibilität) – geringfungibles Eigentum hat je nach Marktsituation (Verkäufer-/Käufermarkt) einen geringeren Wert als vergleichsweise hochfungible, börsenfähige Staatsanleihen
- Unternehmensstrategie – Risikoaufschlag bei fehlender langfristiger Ausrichtung des Unternehmens aufgrund grundsätzlich geringeren Erfolgs sowie erschwelter Situation für potenziellen Nachfolger, der sich eine Strategie selbst zu erarbeiten hat
- Marktrelevante Aspekte, wie beispielsweise Kundentamm, Lieferantenportfolio und Wettbewerbsintensität – je höher die Abhängigkeit von wenigen Kunden/Lieferanten bzw. je höher die Wettbewerbsintensität, desto höher der Risikoaufschlag

Zusammenfassung der Besonderheiten mittelständischer Unternehmen bei der Wertermittlung

- Abhängigkeit der Unternehmensentwicklung vom Gesellschafter oder von wenigen Schlüsselpersonen
- Meist keine Kapitalmarktorientierung zwecks Fremdvergleich
- Fremdvergleich bei Personengesellschaften – Ansatz eines Gehalts für einen Fremdgeschäftsführer sowie Eliminierung der persönlichen Steuersituation des Inhabers
- Abgrenzung des Bewertungsobjekts – sprich die Trennung von privater und unternehmerischer Sphäre

- Ermittlung des tatsächlich notwendigen Betriebsvermögens (Stichwort „Immobilien“)
- Private Sicherstellung für Unternehmenskredite
- Eigenkapitalersetzende Darlehen
- Integrierte Finanzplanung als Bewertungsbasis meist nur unzureichend vorhanden
- Intransparente „Daumenregeln“ zur Wertermittlung gängig

Festzuhalten bleibt, dass die Unternehmensbewertung trotz der klar definierten Leitlinien im IDW S 1 unabhängig von der Unternehmensgröße einen komplexen Prozess darstellt. Insbesondere der Mittelstand stößt in der Praxis regelmäßig auf Schwierigkeiten bei der Unternehmenswertermittlung hinsichtlich zu berücksichtigender sowohl quantitativer als auch qualitativer, unternehmensindividueller Faktoren. Unternehmenssituationen, die eine Unternehmensbewertung erforderlich machen, sind regelmäßig für die hochsensible und nachhaltige Fortführung des Unternehmens, aber auch für den Unternehmer selbst und die Mitarbeiter zukunftsentscheidend. Für die Sicherstellung eines optimalen und zielorientierten Prozessablaufs empfiehlt sich die frühzeitige Vorbereitung unter Einbindung einer erfahrenen Expertise.



Lars Krümmel
Associate Partner
hahn,consultants gmbh



Alexander Müller
Partner
hahn,consultants
mergers & acquisitions gmbh