

Unkomplizierte Unternehmensbewertung



Es gibt weder in Deutschland noch international eine Bewertungsmethode beim Kauf und Verkauf von Unternehmen, die allgemeine Akzeptanz in Theorie und Praxis findet. Da die Unternehmensbewertung bekanntlich mehr Kunst als Wissenschaft ist, ist sie eine Sache der Betrachtung. Die Amerikaner sagen: "Value is in the eye of the beholder", womit sie nichts anderes meinen, als dass der Wert etwas Subjektives ist. Die einzige gesicherte Erkenntnis der Bewertungspraxis ist, dass ein Unternehmen soviel wert ist, wie der Preis, der dafür bezahlt wird und zwar unabhängig davon, was in einem von wem immer auch erstellten Bewertungsgutachten steht.

Trotz oder gerade wegen der für Käufer und Verkäufer unterschiedlichen Ausgangslagen und oft extremen Interessensgegensätze ist das Unternehmen vor einem Eigentümerwechsel von beiden Parteien zu bewerten. Denn sowohl für den Verkäufer wie den Käufer ist es wichtig, eine Grundlage für die eigene Preisbestimmung sowie zum Argumentieren im Verhandlungsprozess zu haben.

Um die Entscheidungsgrundlage für die Preisverhandlungen zu schaffen, werden üblicherweise mehrere Bewertungsmethoden im Rahmen der gängigen Bewertungsansätze - diese sind der Ertragswert-, der Substanzwert- und der Marktwertansatz - auszuwählen sein. Unter der Vielzahl der innerhalb dieser Bewertungsansätze zur Verfügung stehenden mehr oder weniger komplizierten Methoden und Untermethoden ist die dem Marktwertansatz zuzuordnende nachfolgend beschriebene Gewinnmultiplikatormethode die wohl am leichtesten verständliche. Sie ist auch sehr praktisch, denn sie gibt Aufschluss darüber, wie oft der Käufer den nachhaltigen Gewinn des zu bewertenden Unternehmens zu zahlen hat oder, mit anderen Worten, wie viele Jahre er braucht, um den Kaufpreis mit dem Gewinn des zu bewertenden Unternehmens zurückzuerdienen.

Beim Einsatz der gegenständlichen Gewinnmultiplikatormethode wird ein in der Branche des zu bewertenden Unternehmens üblicher Faktor auf das um außerordentliche, betriebsfremde und sonstige nicht wiederkehrende Positionen berei-

nigte bilanzielle Betriebsergebnis (EBIT = Earnings before interest and taxes = Gewinn vor Zinsen und Ertragssteuern) angewendet. Eine Bereinigung der Gewinngröße EBIT um diese untypischen Positionen wird gemacht, da diese das Ergebnis verzerren und insofern als nicht repräsentativ bzw. mit anderen Branchenunternehmen vergleichbar in Erscheinung treten lassen.

Unter EBIT als der heute in der marktorientierten Unternehmensbewertung am häufigsten zum Einsatz kommenden Ertragsgröße wird grundsätzlich der für die Zukunft zu erwartende nachhaltige EBIT verstanden. Da aber das Abstellen auf den für die Zukunft zu erwartenden EBIT wegen zu großer Unsicherheiten hinsichtlich der Realisierbarkeit nicht ohne weiteres akzeptabel ist und außerdem dem Bewerter Planzahlen nicht immer zur Verfügung stehen, wird mit dem EBIT der Vergangenheit oder, falls Planzahlen doch existieren, mit einer Kombination aus dem EBIT der Vergangenheit und dem der Zukunft gerechnet und damit die Planungsunsicherheit auf ein vertretbares Maß beschränkt.

Der Branchenmultiplikator basiert auf einem Vergleich mit ähnlichen in der Vergangenheit in derselben Branche (oder in vergleichbaren Branchen) erfolgten Transaktionen, entweder an der Börse oder am Markt für nicht notierte Unternehmen. Man geht von der Annahme aus, dass Unternehmen derselben Branche (oder vergleichbarer Branchen) mit identischen oder ähnlichen Merkmalen den gleichen Marktwert aufweisen.

Die Höhe des für das zu bewertende Unternehmen anzuwendenden Faktors wird innerhalb der für die infragekommende Branche von M&A Beratern und anderen Marktteilnehmern aufgrund von aus Erfahrungswerten ermittelten Bandbreiten festgelegt. Dabei wird das Unternehmen entsprechend seiner vom Durchschnitt der Vergleichsunternehmen abweichenden finanziellen Situation und Entwicklung sowie sonstiger relativer Stärken und Schwächen positioniert. Die Betriebsimmobilien werden grundsätzlich separat vom operativen Geschäft bewertet, auch wenn sie im Unternehmen bilanziert sind. Ist letzteres der Fall, sind die die Immobilien betreffenden Positionen aus der

Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung herauszunehmen und durch eine marktübliche Miete zu ersetzen. Im vorliegenden Beispiel stehen die Betriebsimmobilien im Privateigentum der Gesellschafter und werden an das Unternehmen vermietet, wofür dieses Mietzahlungen leistet.

Da die Multiplikatormethode auf zahlreichen Vereinfachungen basiert, kann sie nur zu einer groben Schätzung des potenziellen Marktpreises des zu bewertenden Unternehmens führen. Da der bei einer Unternehmenstransaktion bezahlte Preis ohnehin das Ergebnis von Verhandlungen und

nicht das eines vermeintlich richtig erstellten Bewertungsgutachtens ist, spricht vieles dafür, sich mit einer möglichst einfachen und entsprechend verständlichen Bewertung zu begnügen. Selbst Kritiker der Methode akzeptieren deren Ergebnis als Orientierungsgröße oder als Instrument zur Plausibilitätskontrolle. In jedem Falle aber ist es zur Durchsetzung von Verhandlungspositionen bestens geeignet.

Dr. Karl Seiler, Geschäftsführender
Gesellschafter, Seiler & Partner, München

Ein Rechenbeispiel

in TEURO / zum 31.12.2001	1999	2000	2001	geplant 2002	geplant 2003
Jahresabschluss	1.000	1.150	1.250	1.365	1.410
+ Zinsen*	60	80	95	50	40
+ Ertragssteuern	400	480	520	760	900
EBIT	1.460	1.710	1.865	2.195	2.350
+ Bezüge des GeschfGes**	400	410	420	430	440
- marktübliche Bezüge	-350	-360	-370	-380	-390
+ an Ges bezahlte Miete***	400	400	400	400	400
- marktübliche Miete	-320	-320	-320	-350	-350
EBIT bereinigt	1.590	1.840	1.995	2.295	2.450
				=	10.170
Unternehmenswert	10.170	/ 5 =	2.034	Faktor x 4,5 =	9.153
- Nettofinanzverbindlichkeiten****					<u>-1.003</u>
Eigenkapitalwert					8.150

- * Zinsaufwendungen saldiert mit Zinserträgen
- ** Die Bezüge des geschäftsführenden Gesellschafters liegen über den marktüblichen Bezügen
- *** Die an die Gesellschafter bezahlte Miete liegt über der marktüblichen Miete
- **** Zinstragende Verbindlichkeiten saldiert mit nicht betriebsnotwendigen liquiden Mitteln

Bewertungsstichtag ist der 31.12.2001