:get know howww
UBIT Steiermark

Bildungsthema

UNTERNEHMENSWERT
Verstehen – Nutzen - Optimieren

Themenexperten:

Mag. Karlheinz Uhl,
Task Consulting GmbH

Dipl. Kfm. Dr. Manfred Macher (MBA),
STI Consulting & Managementberatung GmbH

November 2012

Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1: GRUNDLAGEN 7

Grundlegendes 7

Unterscheidung Wert und Preis 7

Objektive Werttheorie 8

Subjektive Werttheorie 8

Funktionale Werttheorie 8

Definitionen - Betrachtungsweisen 9

Gründe für Unternehmensbewertungen 10

Gruppen von Bewertungsverfahren 11

Einzelbewertungsverfahren 11

Vergleichsverfahren 11

Gesamtwertverfahren 12

Mischverfahren 12

Basis für Bewertungsverfahren 12

Bilanzen 13

Einnahmen / Ausgabenrechnung 13

Planrechnung 14

Betriebsdaten, Analysedaten 14

Beschreibung der Verfahren 15

Einzelbewertungsverfahren 15

Das Substanzwertverfahren 15

Das Liquidationswertverfahren 16

Vergleichsverfahren 16

Gesamtbewertungsverfahren 18

Ertragswertverfahren 18

Kapitalwertverfahren 19

Komplexe Methoden (Expertenverfahren) 19

Mischverfahren 21

Die Mittelwertmethode 21

Das Wiener Verfahren 21

Das Schweizer Verfahren 22

Das Stuttgarter Verfahren 22

Schlussbemerkung 23

Kapitel 2: BERECHNUNG 24

Grundlegendes 24

Themenüberblick zu Kapitel 1 24

Unternehmensplanung - Planungsprüfung 25

Einzelbewertungsverfahren 26

Substanzwertverfahren 26

Vorgehensweise bei der Ermittlung 26

Das Liquidationswertverfahren 28

Vergleichsverfahren 29

Die Multiplikatormethode 29

Beispiel: 28

Erläuterungen zu Umsatz und EBIT: 31

Branchenbezogene Multiplikatoren 32

Vorgehensweise in der Praxis 33

Beispiel: 32

Gesamtbewertungsverfahren 35

Die Basis 35

Der Cash Flow 36

Abzinsung und Kapitalwert 37

Beispiel: 35

Berechnung des Abzinsungsfaktors 38

Risikogewichtung - WACC 41

zum Beispiel: 40

Ertragswertverfahren 43

Discounted Casflow Verfahren 45

Die direkte Ermittlung - Equity Methode 46

Gemischte Verfahren 48

Mittelwert-Verfahren - Mean Value Method 48

Stuttgarter Verfahren 48

Wiener Verfahren 49

Abb. Fragebogen-Checkliste zur Selbstbeurteilung 48

Beispiel: Direkte Cash Flow-Ermittlung 51

Kapitel 3: DIE PRAXIS 53

Präambel 53

Rahmenbedingungen für Unternehmensbewertungen 54

Unternehmensbewertung mit mittelfristiger Zielsetzung 54

Unternehmensbewertung aus unmittelbarem Anlass 54

Unternehmensbewertung unter externem Druck 55

Unternehmensplanung, Planungsanalyse 56

Analyse der Ist-Situation 57

Exkurs - Due Diligence 57

Wertbestimmende Faktoren 58

Werttreiber in den Bewertungsmethoden (Technische Treiber) 58

Werttreiber des operativen Geschäfts (Strategische Treiber) 59

Merksatz 57

Die strategischen Faktoren 62

Wertzuwachs durch gezielte Vorbereitungen 63

Der Unternehmenswert im M&A Prozess 64

Steuerliche Aspekte 64

Rechtliche Aspekte 64

Betriebswirtschaftlich, organisatorische Aspekte 64

Die Transaktionsstruktur 65

Erfolgsfaktoren im Verkaufsprozess 67

Rahmenbedingungen schaffen 67

Realistische Kaufpreisvorstellungen 67

Seriosität und Ehrlichkeit 67

Die Rolle der Experten 69

Fazit 71

Abschließende Bemerkungen 72

Glossar **73**

Kapitel 1: GRUNDLAGEN

Definition, Berechnung, Einsatzmöglichkeiten

Grundlegendes

Diese Serie richtet sich an alle, die an einem Grundverständnis zur Thematik Unternehmensbewertung interessiert sind. Im vorliegenden ersten Kapitel geht es um den Überblick, das Grundverständnis, die Bewertungsbasis, die Voraussetzungen und die Zusammenhänge bei Bewertungsverfahren. Welche Methoden gibt es, welche Anlassfälle für eine Bewertung sind zu unterscheiden, wann wird welche Methode angewendet. Eine Vertiefung in die Methoden und Praxistipps werden in den nächsten beiden Kapiteln folgen.

Vorab muss gesagt sein, dass es unterschiedlichste Blickwinkel und Berechnungsmöglichkeiten zum Thema Unternehmenswert gibt, die es auseinander zu halten gilt. Vermischungen und Verwechslungen dieser Methoden sorgen immer wieder für Missverständnisse und Irrtümer. Je nach Anlassfall und Zielsetzung sind verschiedene Bewertungsmethoden - oft auch nebeneinander - anzuwenden. Es gilt also die richtige Methode für den Anlassfall zu finden. Eine formal richtige Berechnung liefert nicht automatisch die gewünschte Orientierung.

Darüber hinaus liefern Unternehmenswertberechnungen gewöhnlich keinen exakten einzelnen Werte, sondern eine Bandbreite (von – bis) innerhalb der sich ein Unternehmenswert bewegt. Dass diese Bandbreite von unterschiedlichen Interessenten aus dem jeweiligen eigenen Blickwinkel interpretiert wird, ist Alltag in der Wirtschaft. Ein Käufer, ein Verkäufer, eine Bank oder eine Beteiligungsholding legen naturgemäß ihre eigenen Kriterien und Zielsetzungen der Bewertung zugrunde. Es wäre also sehr wünschenswert, wenn die Ausgangsbasis für Verhandlungen, die Bewertung, nicht in Frage gestellt werden muss.

Unterscheidung Wert und Preis

Die Unterscheidung zwischen dem Wert eines Unternehmens und dem konkret erzielten Preis ist heute eine Selbstverständlichkeit. Der Wert eines Unternehmens wird über einen längeren Zeitraum betrachtet, der Preis ist das, was man konkret zu einem bestimmten Zeitpunkt am Markt erhält. Angebot und Nachfrage zu diesem Zeitpunkt spielen eine entscheidende Rolle.

Trotzdem lohnt es sich, die historische Entwicklung dieser Begriffe in der europäischen Wirtschaftstheorie kurz Revue passieren zu lassen, denn diese Trennung gab es nicht immer.

Objektive Werttheorie

Bis in die Mitte der 60er Jahre war man davon ausgegangen, dass der Wert objektiv bestimmbar, unabhängig von den Investoreninteressen und unabhängig vom Zweck der Bewertung sei. Ein „Wert" der diesen Anforderungen gerecht würde, stellt auch den „Preis" dar. Die Substanzwert- und die Liquidationswertmethoden sind aus diesen Ansätzen in dieser Zeit entstanden. Diese Theorien zeigten in der Praxis relativ bald Schwächen, weshalb man neue Ansätze suchte.

Subjektive Werttheorie

Der Wert ist abhängig vom subjektiven Wertempfinden des Einzelnen, aber unabhängig vom Zweck der Bewertung. D.h. jedes Unternehmen hat einen spezifischen Wert. Ein solcher Berechnungsansatz ist beispielsweise der zukunftsbezogene Ertragswert des Unternehmens. Diese Sichtweise stand bis in die frühen 80er Jahre im Vordergrund. Da auch diese Theorie der Praxis nicht gerecht wurde entstand die:

Funktionale Werttheorie

Der Wert ist abhängig vom subjektiven Wertempfinden und (!) abhängig vom Bewertungszweck. Daraus entstanden nach den 80er Jahren unterschiedliche Bewertungsmodelle, die bis heute die Debatte prägen und damit auch die Beratungs-Vermittlungs- und Argumentationsnotwendigkeiten je nach Anwendungsfall beeinflussen. Daraus entstand auch eine umfangreiche „Bewertungsindustrie", die sich von der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung, über Beratungsagenturen (spezialisiert auf Mergers and Akquisition Fälle), spezielle Bankinstitute, Investmentfonds bis hin zur spezialisierten Steuerberatung erstreckt.

Der am Thema Interessierte hat in unserer Zeit also nicht nur theoretische Ansätze, künftige Zwecke, aktuelle Rechtssituationen und unterschiedliche Rechnungssysteme zu beachten, er muss gegebenenfalls aus unterschiedlich orientierten Experten jene herausfiltern, die für seine Zwecke geeignet sind. Eine Bewertung für den Fiskus wird anders aussehen als jene für einen potentiellen Käufer.

Definitionen - Betrachtungsweisen

> *Der Wert eines Unternehmens entspricht dem Nutzen, den die Eigentümer des Unternehmens aus diesem ziehen können. Dieser Nutzen ist grundsätzlich so aufzufassen, wie er sich subjektiv für die jeweiligen Eigentümer konkretisiert.*
>
> Definition zum Unternehmenswert (*WIKIPEDIA Oktober 2012)*

Diese Definition (siehe auch oben „Funktionale Werttheorie“) eignet sich sehr gut zur Abgrenzung von Bewertungsfeldern die wir behandeln bzw. eben nicht behandeln wollen.

Wir werden uns mit der Sichtweise des (potentiellen) Eigentümers und dem konkreten Nutzen/Wert aus dieser Position heraus befassen. Unter einem potentiellen Eigentümer verstehen wir Unternehmensnachfolger in der Familie genauso, wie Käufer, Beteiligungen und Eigenkapitalgeber.

Berechnungen die steuertechnische oder volkswirtschaftliche Bewertungszwecke verfolgen werden wir daher nicht explizit behandelt, auch wenn diese im Regelfall vergleichbare Rechenmethoden verwenden. Die Bewertungen bzw. Parameter dazu werden jedoch von anderen Interessensgruppen und Zielsetzungen mitbestimmt, als den Eigentümern oder dem freien Markt. Weiter werden wir uns auf objektivierbare Größen konzentrieren, auf einen Unternehmenswert der in Geld ausgedrückt wird. Rein philosophische Betrachtungen zu Fragen des Unternehmenswertes müssten an anderer Stelle diskutiert werden.

Das erste Modul wird sich mit grundsätzlichen **Definitionen und Beschreibungen** von verschiedenen Berechnungsmethoden befassen. Damit soll die Basis für ein Verständnis und einen Sprachgebrauch gelegt werden, das auch in Gesprächen mit unterschiedlichsten Experten aus den Bereichen Bank, Beratung oder öffentlicher Hand hilfreich ist.

Das zweite Modul wird sich der Vertiefung und der **praktischen Seite** widmen. Es soll Sie in die Lage versetzen, den in den meisten Fällen durchaus überschaubaren Aufwand für eine Bewertung abschätzen zu können, Sie auf wesentliche **Aspekte** aufmerksam machen **die den Wert beeinflussen** und die wertbeeinflussende Funktion der jeweiligen Ansätze darstellen.

Das dritte Modul wird sich mit Methoden befassen, wie der Unternehmenswert mittel- und langfristig beeinflusst werden kann. Mit **Praxisbeispielen** zum Umgang mit den errechneten Werten und mit Überlegungen zu **Managementmethoden** im Zusammenhang mit dem Unternehmenswert wird Ihnen das Thema näher gebracht.

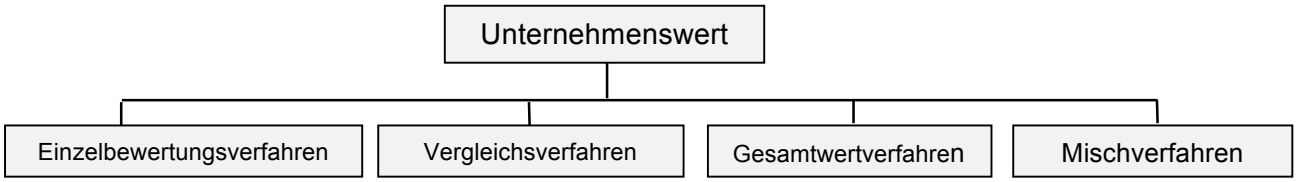
Gründe für Unternehmensbewertungen

In unterschiedlichen Situationen ist der Unternehmer vor die Frage gestellt, was sein Unternehmen den nun „wert“ ist. Der nachfolgende Überblick zeigt wesentliche Anlassfälle, die Bewertungen notwendig machen.

- Verkauf des Unternehmens oder von Unternehmensteilen
- Einstieg eines Partners in das Unternehmen
- Erbschaftsregelungen bei Übergabegabe im Familienkreis
- Spaltung des Unternehmen zur Risikoteilung
- Verschmelzung (auch von Teilbereichen) mit anderen Unternehmen
- Einbringung des Unternehmens in eine übergeordnete Holding
- Schließung des Unternehmens
- Sanierungsverfahren
- Börsengänge
- Finanzierungsangelegenheiten, Investitionen
- Wertorientierte Unternehmensführung (Wertsteigerung, Performance)
- …….

Gruppen von Bewertungsverfahren

Die Bewertungsverfahren lassen sich in 4 Gruppen einteilen.



Wir werden auf die Einzelheiten dieser Verfahren noch eingehen. Vorab ein kurzer Überblick über die grundlegenden Charakteristika der Verfahrensgruppen.

Einzelbewertungsverfahren

Bei diesen Verfahren stehen Vermögenswerte bzw. Sachwerte im Zentrum der Überlegungen. Der Unternehmenswert wird im Wesentlichen als Summe der im Unternehmen vorhandenen Vermögenswerte abzüglich der vorhandenen Verbindlichkeiten gebildet. Diese müssen „einzeln“ bewertet werden. Worauf dabei zu achten ist, dazu kommen wir später. Immaterielle Werte wie z.B. Absatzmärkte, Know-how, spezielle Fähigkeiten, Patente, Marken, Mitarbeiter usw. spielen nur eine untergeordnete Rolle.

Vergleichsverfahren

Die Grundidee dieser Methode lautet: Vergleicht man die erzielten Preise beim Verkauf von mehreren Unternehmen gleicher Größe in derselben Branche, lassen sich aus diesen praktischen Beispielen Kenngrößen für den Verkauf weiterer Unternehmen erstellen. Man nimmt eine definierte vergleichbare Basiskennzahl des Unternehmens (z.B. Umsatz oder EBIT) und rechnet dann mit einem Faktor – dem Multiplikator - den Verkaufspreis hoch. Man nennt diese Verfahren deshalb auch Multiplikatorverfahren, Praktikermethode oder Praktikerformel.

Gesamtwertverfahren

Wie schon im Namen ausgedrückt wird bei diesen Verfahren angestrebt, das Unternehmen in seiner Gesamtheit zu erfassen. Diese Gesamtentwicklung eines Unternehmens findet letztlich im Ergebnis, dem Ertrag, dem Cash Flow, dem Kapital ihren Niederschlag. Vereinfacht dargestellt, es geht nicht um die Werte bzw. Substanz die ein Unternehmen besitzt, sondern darum was mit diesen Werten in Zukunft erwirtschaftet werden kann. Dabei spielen, anders als bei den Einzelbewertungsmethoden, immaterielle Werte wie die Entwicklung von Absatzmärkten, Know-how, spezielle Fähigkeiten, Patente, Marken, Mitarbeiter eine wesentliche Rolle in der Bewertung. Nur Unternehmen die im Betrachtungszeitraum wirtschaftlich geführt werden können, haben damit auch einen Wert.

Mischverfahren

In der Praxis ist es immer wieder hilfreich die Ergebnisse unterschiedlicher Verfahren zwecks Entscheidungsfindung miteinander zu vergleichen. Die Mischverfahren gehen einen Schritt weiter und bilden aus verschiedenen Bewertungsverfahren einen neuen Wert. Angewendet werden solche Verfahren vor allem in der Steuergesetzgebung, sie sind aber auch in Abtretungsklauseln für Eigentumsanteile in Firmenverträgen stark vertreten. Ob diese Vermischung zu sinnvollen Ergebnissen führt kann nur beurteilt werden, wenn die Ergebnisse der zugrunde liegenden Verfahren bekannt sind. Mischverfahren sind sehr technokratisch und formal orientiert. Auf den Sinn der Vermischung gehen sie im Regelfall nicht ein.

Basis für Bewertungsverfahren

Bei der Bewertung von bestehenden Unternehmen kommt den vorhandenen Unterlagen als Basis entsprechend Bedeutung zu. Nachfolgend finden Sie eine kurze Übersicht über die im Regelfall erforderlichen Unterlagen und wie diese im Zusammenhang mit der Bewertung gelesen werden müssen. Im Rahmen der Erläuterung der einzelnen Methoden werden wir uns dann mit konkreten Details befassen.

Bilanzen

Im Regelfall sollten die Bilanzen der letzten drei bis fünf Jahre für die Bewertung herangezogen werden. Abweichende zeitliche Perioden sind im Einzelfall zu entscheiden. Entscheidend ist, dass neben dem aktuellen Status auch die Entwicklung des Unternehmens über einen bestimmten Zeitraum in der Vergangenheit sichtbar wird.

Die Bilanzdaten bilden immer nur das Ausgangsmaterial für Bewertungen und werden kaum jemals direkt und ohne Veränderung in eine Bewertung übernommen. Dies liegt an der Grundnatur einer Bilanz, den Bilanzen werden innerhalb rechtlicher Rahmenbedingung (Steuerrecht, Handelsrecht) erstellt.

Aus einer Bilanz können viele Rückschlüsse gezogen werden (Umsatzentwicklung, Investitionsbedarf, Kostenentwicklung), die sich jedoch immer auf die Vergangenheit beziehen. Um eine Bilanz richtig lesen zu können benötigt auch der Fachmann mehr Informationen über das Unternehmen selbst. An welchen Stellen dann konkret nachgearbeitet werden muss, werden wir bei den einzelnen Bewertungsmethoden beschreiben.

Einnahmen / Ausgabenrechnung

Kleinere Unternehmen verfügen häufig über eine Einnahmen- Ausgabenrechnung, die eine sehr vereinfachte Form der Buchführung darstellt. Es werden nur Belege berücksichtigt die bereits bezahlt wurden. Demzufolge kann ein Unternehmen, dass steuerrechtlich noch Gewinne ausweist längst in der Verlustzone sein, weil beispielsweise Rechnungen nicht bezahlt wurden oder wenn Eingänge verzeichnet wurden, die nicht in die Leistungsperiode fallen.

Analog zur doppelten Buchhaltung ist, falls nicht ohnehin als Nebenaufzeichnung vorhanden, ein Status über Verbindlichkeiten, Forderungen, Anlagevermögen zu erstellen, bzw. die gebuchten Belege auf ihre Zuordnung zum Wirtschaftsjahr zu untersuchen. Ein Aufwand der in den meisten Fällen durchaus überschaubar sein wird. Darüber hinaus muss für manche Bewertungsmethoden auch der kalkulatorische Unternehmerlohn berücksichtigt werden, da diese Kosten nicht als Beleg aufscheinen. Im Übrigen ein Umstand der durchaus auch bei bilanzierenden Unternehmen auftritt, nämlich dann, wenn der Unternehmer nicht analog einem Angestelltenverhältnis abgerechnet wird.

Planrechnung

Vor allem bei den zukunftsorientierten Methoden kommt der Planrechnung die entscheidende Schlüsselrolle in der Bewertung zu. Die Herausforderung liegt darin, die Entwicklung von Umsätzen, Kosten, Investitionen usw. bei einer umsichtigen Geschäftsführung in einem bestimmten Zeitraum möglichst treffsicher zu schätzen. Häufig ist vor allem bei kleineren Unternehmen eine gewisse Scheu vor diesen Planungen zu bemerken. Aus der Praxis kann dazu festgestellt werden, dass der Aufwand für eine schriftliche Planung im Regelfall mit der Größe eines Unternehmens steigt, also umgekehrt bei kleineren Unternehmen durchaus überschaubar ist.

Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass wenn keine Substanz und auch keine Erträge oder zukünftige Ertragsmöglichkeiten vorhanden sind, sich Bewertungen ohnehin erübrigen. Dann stehen andere unternehmerische Schritte an.

Betriebsdaten, Analysedaten

Der guten Ordnung halber sei an dieser Stelle auf die Wichtigkeit der Dokumentation der Basisdaten für Planungen und Bewertungen als mitgeltende Unterlagen hingewiesen. Vor allem im Verkaufsprozess selbst stellen sie die Grundlage der Argumentation dar. Wer sich Firmenprospekte im Zuge von Verkaufsverhandlungen ansieht, wird die Bewertung selbst darin zumeist gar nicht finden, sondern eben diese Basisdaten.

Beschreibung der Verfahren

Einzelbewertungsverfahren

In Einzelbewertungsverfahren wird aus der Summenbildung von Vermögensgegenständen und Schulden der Unternehmenswert errechnet. Damit versucht man den Unternehmenswert aus den einzelnen Vermögenswerten nachzubilden. Konkret gibt es zwei unterschiedliche Methoden der Einzelbewertung die verwendet werden und zwar:

- **Substanzwertverfahren**
  Substanzwert ist die Summe aller selbstständig veräußerbaren Vermögensgegenstände, welche zu Wiederbeschaffungspreisen bewertet sind, abzüglich der Schulden des Unternehmens.

- **Liquidationswertverfahren**
  Die Vermögensgegenstände und Schulden werden zu Zerschlagungswerten ermittelt. Diese Verfahren sind hauptsächlich auf den Sachwert des Eigenkapitals ausgerichtet und nehmen daher in der Berechnungsmethodik naturgegeben keine Rücksicht auf die zukünftige ökonomische Entwicklung des Unternehmens.

Das Substanzwertverfahren

Bei diesem Verfahren stehen die Wiederbeschaffungsansätze im Vordergrund. „Was kostet es, die Anlagen und Werte des Unternehmens im vergleichbaren Zustand wieder anzuschaffen bzw. herzustellen.“

Es wird also von der Fortführung des Unternehmens ausgegangen. Ziel ist es zumeist stille Reserven aufzudecken die in den Anlagen stecken. Ein vorhandener Goodwill bleibt aber unberücksichtigt. Über das Aufdecken von stillen Reserven hinaus gibt es heute kaum noch Anwendungen. Unternehmer, Aktionäre und Gesellschafter orientieren sich heute an den Ertragsmöglichkeiten eines Unternehmens (ihrer Investition). Der Wert von Liegenschaften und Anlagen kann für die Besicherung von Finanzierungen Bedeutung haben. Aber auch für diese Anwendungen werden heutzutage eher die Liquidationswerte in Betracht gezogen.

Wenn der Substanzwert über dem Ertragswert (dazu später) liegen sollte, gibt er zumindest darüber Auskunft, dass das Management des Unternehmens nicht mehr in der Lage ist, aus dem Vermögen auch Erträge zu generieren!

Das Liquidationswertverfahren

Stehen im Substanzwertverfahren die Wiederbeschaffungsansätze im Vordergrund, werden im Liquidationswertverfahren die zu erzielenden Verwertungserlöse ermittelt. Dabei werden alle Kosten der Auflösung (Verwertungskosten, Gutachter, Verwalter, vorzeitige Auflösung von Kontrakten wie Arbeitsverträgen usw., ...) in die Berechnung einbezogen.

Der Liquidationswert wird in Fällen ermittelt, wenn ein Unternehmen aufgelöst oder zerschlagen werden soll. Dies kann im Zuge einer Aufgabe des Unternehmens (z.B. wegen Pensionierung) erfolgen oder im Rahmen eines Sanierungsverfahrens (Going Concern Ansätze z.B. für die Fortbestehensprognose).

Im Zentrum der Überlegungen stehen Vermögenswerte, soweit diese zu Geld gemacht werden können. Immaterielle Werte die ein Unternehmen ausmachen, wie z.B. Absatzmärkte, Know-how, spezielle Fähigkeiten, Patente, Marken, Kundenstock, Mitarbeiter usw. spielen nur eine Rolle sofern sie konkret verwertbar sind. Also wenn ein Markenname, ein Patent oder ähnliches konkret verkauft werden kann.

In der Regel ergibt sich daraus eine untere Wertgrenze für das analysierte Unternehmen. Unter diesem Wert ist der Verkauf eines Unternehmens, aus betriebswirtschaftlicher Sicht, nicht sinnvoll. Die Zerschlagung würde den höheren Ertrag erbringen.

Vergleichsverfahren

Wie bereits kurz angerissen errechnet sich der Wert eines Unternehmens bei der Vergleichsmethode durch die Multiplikation einer Bezugsgröße, wie z.B. Umsatz, Gewinn, Cash Flow etc. mit einem Multiplikator. Dieser basiert auf Erfahrungswerten aus Verkaufsprojekten und stellt damit einen Durchschnittswert von durchaus sehr unterschiedlichen Ergebnissen dar.

Erste Voraussetzung zur Anwendung dieser Methode ist, dass die Bezugsgröße gemäß den branchenüblichen Gegebenheiten ermittelt wird. Es muss vor Anwendung der Methode im

Einzelfall geprüft werden, wie die Bezugsgröße zu ermitteln ist. Gerade beim Cash Flow gibt es eine Unzahl von Varianten und Stufen, der Differenzierung zwischen Umsatz und Gesamtleistung kommt aber genauso Bedeutung zu, wie die richtige Ermittlung von EBITDA und EBIT sicher zu stellen ist.

Bei der Anwendung dieser Methode spielt auch die Branche einen nicht unwesentlichen Faktor. Je vergleichbarer Unternehmen in Organisationsstruktur, Geschäftsausstattung, Kalkulationsrichtlinien, Kundenstrukturen usw. sind, desto eher führt der Multiplikator zu einem relevanten Ergebnis. Es ist daher nicht verwunderlich, dass diese Methoden im deutschsprachigen Raum in bestimmten freiberuflichen Praxen (Arztpraxen, Steuerkanzleien, Anwaltskanzleien) aufgrund dieser Vergleichbarkeit vermehrt zu finden sind und in manchen Bereichen, wie bei der mittelständischen Industrie, gar nicht. International hingegen sind es die Spekulanten an der Börse, die vielfach auf diese Methode zur Bewertung riesiger Unternehmen schwören.

Ein weiterer wichtiger Hinweis ergibt sich aus der Natur eines Multiplikators. Diese auch als Praktikerformel oder Faustformel bezeichnete Methode nimmt eine definierte unternehmensbezogene Bezugsgröße und errechnet mit einer großen Unbekannten die sich auf die Branche bezieht, dem Multiplikator, einen Wert. Streng genommen fällt diese Methode daher nicht in die Kategorie Unternehmensbewertung, sondern in die Kategorie Orientierung über einen möglichen Verkaufspreis in einer bestimmten Branche.

Damit steht dieses Verfahren in krassem Gegensatz zum substanz- oder liquidationswertorientieren Verfahren und wie wir später sehen werden, den ertrags- oder zukunftserfolgsorientierten Verfahren. Wir werden auch auf diese Methode später etwas näher eingehen. Vor allem damit transparenter wird für welche Anwendungsfälle das Ergebnis tatsächlich einen Orientierungswert liefert und in welchen Beispielen wir es eher mit Lotteriezahlen zu tun bekommen.

Gesamtbewertungsverfahren

Ertragswertverfahren

Die Ertragswertmethode hat sich als wohl wichtigstes Bewertungsverfahren weitgehend durchgesetzt. Hinter dieser Methode steht die Überlegung, dass ein Erwerber nicht in die Vergangenheit des Unternehmens investiert, sondern durch die Zahlung eines Kaufpreises die künftigen Erfolgspotentiale der Unternehmung erwirbt.

Die Fragestellung lautet: Wie kann man bei umsichtiger Geschäftsführung, in einem überschaubaren Zeitraum, den Kaufpreis aus dem erworbenen Unternehmen wieder erwirtschaften. Anders ausgedrückt, wie und in welcher Zeit fließt der investierte Kaufpreis zuzüglich der Finanzierungskosten durch erwirtschaftete Gewinne wieder zurück, so dass der Investor seinen Kapitaldienst leisten und eine angemessene Verzinsung des investierten Kapitals erreichen kann.

Die Herausforderung dieser Methoden liegt darin, künftige Erträge, bzw. Zahlungsströme (Cashflows) und damit die Unternehmensentwicklung richtig abzuschätzen. Das Verfahren erfordert damit, über die Kenntnis der Rechenmethodik hinaus, eine fundierte Analyse der firmeninterne Strukturen (Kosten, Investitionen, Prozesse) und der Märkte, Mitbewerber und erwarteten Zukunftsentwicklungen.

Die drei wesentlichen Parameter die bei der Bewertung eine Rolle spielen und auf die wir im Kapitel zwei dann im Detail eingehen werden sind:

1. die Höhe der zukünftigen Gewinne
2. der Basiszinssatz zur Abzinsung der zukünftig erwartenden Gewinne
3. der Risikofaktor in welchem sich die Planungsunsicherheit widerspiegelt

Das Ergebnis dieser Berechnungsmethode lässt sich, grob vereinfacht, auch ohne konkrete Rechnung vorwegnehmen. Es gilt: Unternehmen mit welchen in der Zukunft trotz unterschiedlicher Maßnahmen keine entsprechenden Ergebnisse erzielt werden können, sind im Sinne einer möglichen Investition wenig oder gar nichts wert.

In einem solchen Fall kommt dem Liquidationswert wieder seine Bedeutung zu. Hat das Unternehmen nach Veräußerungskosten noch einen Wert sollte eine Schließung ins Auge gefasst werden bevor die restliche vorhandene Substanz aufgebraucht ist.

Kapitalwertverfahren

Diese Methode ist zumeist besser bekannt unter seiner englischen Bezeichnung als Discounted Cashflow Verfahren. DCF Verfahren basieren auf der Erkenntnis der Kapitalmarkttheorie und sind für manche Unternehmen insofern ungewöhnlich, da normalerweise in Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen, meist aber nicht in Zahlungsplänen gedacht wird.

Im Unterschied zur meist gewohnten Betrachtungsweise des ertragsorientierten Steuerns eines Betriebes stehen Zahlungsströme (Cashflows) im Mittelpunkt der Überlegungen.

Es werden nicht die buchmäßigen Erträge (siehe Ertragswertmethode) sondern die Ein- und Auszahlungen (Cashflows) diskontiert. Der Vorteil des Verfahrens ist, dass Cashflow-Betrachtungen im internationalen Gebrauch allgemein üblich sind, und auch durch die regional gültigen Jahresabschlussverfahren (HGB, GAAP, IFRS) wenig verzerrt werden. Dadurch bilden sie einen sehr objektiven, international gut vergleichbaren Bewertungsansatz.

Die Methode benötigen eine sehr detaillierte Datenbasis und gute Planungsdaten, was wiederum ein großes Maß an Detailarbeit erfordert. Beides erfordert eine Einsicht in das Unternehmen, die sehr große Erfolgspotentiale freilegen kann. Für größere und international agierende Firmen ist dies ein Muss, für regionale und kleinere Firmen ist der Aufwand in Relation zum Nutzen im Einzelfall zu entscheiden bzw. zu hinterfragen.

Komplexe Methoden (Expertenverfahren)

Neben einer guten Analyse des Geschäfts um die Zahlungsströme möglichst wirklichkeitsnah darzustellen, sind in diesen Methoden unterschiedliche sehr komplexe wirtschaftswissenschaftliche Theorien zu berücksichtigen. So gerät man rasch in die Bereiche der Kapitalmarkttheorie (Markowitz; Black-Scholes; Modigliani-Miller, usw. usf.), sodass man eine gewisse Routine besitzen sollte, bevor man diese Methoden anwendet.

In der **WACC (Weighted Average Cost of Capital)** Methode wird beispielsweise auf den gewichteten Kapitalkostensatz abgestellt. Damit versucht man den Risikogesichtspunkt des Investors ins Spiel zu bringen. Dazu wird jeweils ein Kapitalkostensatz für das Eigenkapital und das Fremdkapital ermittelt und als Basis für die Berechnungen herangezogen. Im Grunde ein undramatischer Vorgang, dem allerdings komplexe mathematische Modelle zugrunde liegen. So wird der Eigenkapitalkostensatz beispielsweise über das sogenannte **CAPM (Capital Asset Pricing Model)** ermittelt, in welchem wiederum unterschiedliche Risikogesichtspunkte berücksichtigt werden, die aus komplexen Theorien und Ansätzen entstanden sind und teils große Mengen an statistischem Material enthalten.

In der **APV (Adjusted Present Value)** Methode wird zuerst der Marktwert des unverschuldeten Unternehmens ermittelt, indem man zu den errechneten Barwerten der Zahlungsströme (Cashflows) den Marktwert des nichtbetriebsnotwendigen Vermögens hinzurechnet. So bekommt man einen Wert für das unverschuldete Unternehmen. Durch Hinzurechnung des sogenannten „Tax Shields“ (Konzept um die Marktwerterhöhung durch Fremdfinanzierung darzustellen) erhält man daraus den Wert des verschuldeten Unternehmens. Zieht man davon wiederum das verzinsliche Fremdkapital ab, erhält man den sogenannten Shareholder Value.

In den **Equityansätzen** wird versucht, den Unternehmenswert als Marktwert des Eigenkapitals zu errechnen, indem man die Zahlungsströme mit dem Eigenkapitalkostensatz abzinst.

Die Methoden werden oft auch als Brutto- und Nettoansätze betitelt (Brutto als Wertermittlung für das Gesamtkapital, Netto wenn nur auf den Wert des Eigenkapitals abgestellt wird) oder man unterscheidet in modernen Anwendungen auch deterministische und stochastische Modelle (um z.B. auf die jeweiligen Zahlungsströme zu kommen), setzt Endwerte (sog. ewige Renten) an oder bezieht inflationsbedingtes Wachstum und/oder weitere Entwicklungen mit ein, berücksichtigt Ertrags- und sonstige Steuern, sodass die Verfahren recht rasch zu komplexen Modellierungsansätzen geraten können.

Mischverfahren

Mischverfahren sind genau genommen keine Bewertungsverfahren sondern Rechenmodelle auf Basis von Bewertungsverfahren. Sie finden häufig Anwendung im steuerlichen Bereich aber auch in Gesellschaftsverträgen, bei der Abtretung von Anteilen an andere Gesellschafter. Mit der Anwendung dieser Verfahren möchte man zumeist einen Ausgleich zu den jeweiligen Grenzen der bereits beschriebenen Bewertungsverfahren erzielen.

Ist beispielsweise noch ein Substanzwert vorhanden, aber kein Ertragswert, kommt als Rechenergebnis ein Zwischenwert heraus der unter dem Substanzwert liegt. Liegt umgekehrt kaum ein Substanzwert vor, jedoch ein deutlich positiver Ertragswert liegt das Ergebnis in der Regel über dem Substanzwert.

Diese Berechnungen spiegeln also nicht die wirtschaftliche Realität wieder, sondern stellen einen rechnerischen Kompromiss dar, auf welchen sich die Beteiligten einigen (oder der von der Steuerbehörde vorgegeben wird) falls ein bestimmtes Ereignis eintritt. Versteht man die Hintergründe der dieser Berechnungsformeln zugrunde liegenden Bewertungsverfahren, wären zumindest im geschäftlichen Leben wesentlich treffsicherere Vereinbarungen möglich.

Die Mittelwertmethode

Dabei handelt es sich um eine der bekanntesten Methoden die oben Beschriebenes sehr gut wiederspiegelt.

$$\text{Unternehmenswert} = \frac{(\text{Substanzwert} + \text{Ertragswert})}{2}$$

Das Wiener Verfahren

Ähnlich dem Mittelwertverfahren wird das "Wiener Verfahren" für steuerliche Bewertungszwecke in Österreich angewandt. Es ist beschrieben im Fachgutachten Nr. 74 der Österreichischen Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung, abgekürzt: KFS BW1, FG Nr. 74

In die Formel ist auch ein negativer Vermögenswert einzusetzen; ein sich rechnerisch ergebender "negativer gemeiner Wert" ist explizit ausgeschlossen. Der Schwerpunkt liegt auf dem Substanzwert. Gleichzeitig werden für die Ermittlung des Ertragswertanteils am Unternehmenswert aus Vereinfachungsgründen pauschale Annahmen getroffen. Das Verfahren unterstellt einen Zinsfuß von 9% und eine Kapitalisierungsdauer von 5 Jahren. Soweit aus steuerlichen Gründen eine Abschreibung in Höhe von 15% auf Auslandsforderungen vorgenommen wurde, ist diese rückgängig zu machen. Der Durchschnittsertrag entspricht dem Mittelwert der Ergebnisse der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EGT) der letzten drei vergangenen Jahre abzüglich enthaltener Körperschaftsteuer und sonstiger Zu- und Abrechnungen.

Das Schweizer Verfahren

Das Schweizer Verfahren geht von einer doppelten Gewichtung des Ertragswertes gegenüber dem Substanzwert aus und ist wie der Name schon sagt in der Schweiz sehr verbreitet.

Das Stuttgarter Verfahren

Das so genannte „Stuttgarter Verfahren“ wird in Deutschland fast ausschließlich von den Finanzverwaltungen bei der Bewertung nicht-börsennotierter Unternehmensanteile im Rahmen von Schenkungen und bei der Bemessung der Erbschaftssteuer angewandt. Gemäß Bewertungsgesetz (BewG § 11 Abs. 2) sind Anteile an Kapitalgesellschaften mit dem so genannten „gemeinen Wert“ anzusetzen. Wenn sich dieser gemeine Wert nicht aus einem Verkauf ableiten lässt, der weniger als ein Jahr zurückliegt, so muss dieser Wert von der Finanzverwaltung unter Berücksichtigung des Vermögens und der Ertragsaussichten der Kapitalgesellschaft geschätzt werden.

Schlussbemerkung

Wie in der Einleitung beschrieben soll Ihnen das vorliegende Kapitel einen Überblick über die Bewertungsmöglichkeiten und deren grundsätzliche Anwendbarkeit geben. Einige wichtige Begriffe haben wir in einem Glossar am Ende dieses Dokumentes zum einfachen Nachschlagen zusammengefasst.

Dennoch werden in Diskussionen, im Gespräch mit Kollegen und Fachleuten Vokabeln oder Methoden auftauchen die wir hier nicht behandelt haben, da wir kein Lexikon vorlegen möchten. Unser Ziel ist es, Ihnen die Möglichkeit zu geben kompetent nachzufragen.

Die Frage an den Gesprächspartner „… gehört die von Ihnen angesprochene Methode zu den Ertragswert- oder den Einzelwertmethoden“ wird diesen nötigen, Farbe zu bekennen, worum es geht. Sie weisen sich zudem als jemand aus, der Bewertungsverfahren durchaus inhaltlich zuordnen kann. Mit der nächsten Frage „Wie wird das Bewertungsrisiko in dieser Methode eingepreist?“ werden Sie herausfinden, wie fundiert die Kenntnisse Ihres gegenüber tatsächlich sind.

Seien Sie also nicht verunsichert wenn Sie nicht alles wissen, freuen Sie sich darauf, nun alles hinterfragen und zuordnen zu können.

Im nächsten Kapitel werden wir aus diesen Gründen keine neuen Verfahren mehr vorstellen, sondern uns in ausgewählte und trotzdem gut überschaubare Tiefen der vorgestellten Bewertungsmethoden vorwagen. Vor allem werden wir anhand von Beispielen und Checklisten zeigen, dass die Bewertung eines Unternehmens kein Buch mit sieben Siegeln ist.

Kapitel 2: BERECHNUNG

Wodurch wird der Unternehmenswert beeinflusst, wofür benötigt

Grundlegendes

Seit Jahren, ja seit Jahrzehnten wird von „DER“ Übergabewelle gesprochen. Finanzinvestoren, institutionelle Fonds, aber auch Jungunternehmer haben sich daher große Hoffnungen auf den Kauf guter Unternehmen gemacht. Was geblieben ist, ist in vielen Fällen die Ernüchterung, da die Besitzer ihr Unternehmen meist für VIEL wertvoller halten als die Experten durch (anerkannte) Methoden errechnen und damit bestätigen können. Nach langen Verhandlungen geben Käufer auf, oder unerfahrene Erwerber bezahlen Preise, die nicht mehr aus den Erträgen dieses Unternehmens zu verdienen sind. Folgewirkungen führen dann oft bis zur Insolvenz des Unternehmens.

Im ersten Kapitel haben wir versucht einen gemeinsamen Blickwinkel zur Thematik Unternehmensbewertung zu schaffen, den wir nun vertiefen wollen. Es ging um den Überblick, das Grundverständnis, die Bewertungsbasis, die Voraussetzungen und die Zusammenhänge bei Bewertungsverfahren.

Themenüberblick zu Kapitel 1

- Wir unterscheiden zwischen dem Wert eines Unternehmens und dem konkret erzielten Preis.
- Unternehmenswertberechnungen liefern keinen exakten einzelnen Werte, sondern eine Bandbreite (von – bis) innerhalb der sich ein Unternehmenswert bewegt.
- Wir nähern uns dem Thema aus der Sichtweise des (potentiellen) Eigentümers. Steuertechnische oder volkswirtschaftliche Bewertungszwecke werden nur am Rande betrachtet.
- Je nach Ziel und Ausgangssituation des Unternehmens sind unterschiedliche Bewertungsmethoden anwendbar.

Wir fassen die Bewertungsmethoden in vier Gruppen zusammen:

- Einzelbewertungsverfahren
- Vergleichsverfahren
- Gesamtwertverfahren
- Mischverfahren

Unternehmensplanung - Planungsprüfung

Um künftig zu erzielende Erträge (oder Verluste) möglichst gut einschätzen zu können sind Fachkenntnisse über Unternehmensprozesse, Produktionsmethoden, Management, Märkte- und Zukunftsentwicklungen usw. eine unabdingbare Voraussetzung. Soweit befindet man sich in einem Bereich, in welchem gut geführte Unternehmen ihre Hausaufgaben laufend erledigen.

Im Falle von Unternehmensverkäufen (oder Teilverkäufen) zu bedenken bzw. einzuberechnen sind aber immer auch jene Veränderungen, die sich durch die Übernahme selbst ergeben. Dies können Synergieeffekte, aber auch höhere Kosten sein.

Gliedert man gute geführte Eigentümer-Unternehmen in Firmengruppen ein, ist häufig eine Tendenz zur „Bürokratisierung“, auch unter den übernommenen Mitarbeitern, zu bemerken.

Andererseits liegen die Synergieeffekte manchmal nicht im übernommenen Unternehmen und dessen produktiven Faktoren selbst. Es werden durch Unternehmenskäufe durchaus gezielt Mitbewerber vom Markt genommen. Solche Überlegungen fließen in die unten beschriebenen Berechnungsmethoden vorerst aber nicht ein. Dazu mehr im Kapitel III.

Bei jeder der nachfolgend beschriebenen Methoden ist die Prüfung der Nachhaltigkeit der betrachteten Werte der entscheidende Erfolgsfaktor bei der richtigen Wertermittlung. Diese gebotene Sorgfalt der Prüfung triff in der Regel den Käufer und ist allgemein als **Due Diligence** bekannt. Darunter wird die sorgfältige Analyse, Prüfung und Bewertung im Rahmen einer beabsichtigten geschäftlichen Transaktion, insbesondere im Zusammenhang mit Unternehmenskäufen / Verkäufen verstanden.

Wesentlich für alle beschriebenen Verfahren ist das Aufdecken verborgener Chancen und Risiken zur Erhöhung der Genauigkeit der Wertermittlung. Dies gilt nicht nur wenn das Unternehmen verkauft oder übergeben werden soll, sondern auch wenn das Unternehmen oder Unternehmensteile geschlossen werden sollen. Gerade falsch berechnete (Teil-) Schließungskosten führen immer wieder zu krisenhaften Situationen bis hin zur Insolvenz.

Wie das Ergebnis dieser Prüfung in die einzelnen Bewertungsmethoden einfließt wird ebendort beschrieben.

Einzelbewertungsverfahren

Die Einzelbewertung stellt ein Verfahren dar, bei dem das Unternehmen nicht als Ganzes (Verbund) bewertet, sondern nur seine einzelnen Vermögensgegenstände erhoben und addiert werden.

Substanzwertverfahren

Wie bereits im Kapitel I beschrieben, wird beim Substanzwertverfahren jener Wert ermittelt, der aufzuwenden wäre, wenn das zu bewertende Unternehmen auf der „grünen Wiese" wieder aufgebaut werden soll. Man spricht daher auch vom Reproduktionswert eines Unternehmens bzw. von Unternehmensteilen. Abgesehen vom Aufdecken allfällig stiller Reserven (Grundstücke, Gebäude u.ä.) kann dieser Wert auch für Versicherungsfragen von Bedeutung sein.

Vorgehensweise bei der Ermittlung

Die einzelnen Vermögenswerte werden unabhängig von bestehenden Bilanzansätzen analysieren. Eine Übersicht über die Vermögenswerte findet man im Regelfall im Jahresabschluss des Unternehmens. Es gilt dabei aber immer zu prüfen, ob tatsächlich alle Vermögenswerte erfasst sind. Diese werden wie folgt beurteilt:

Vermögensposition	Bewertungsansatz
Bauten und Gebäude	mit dem Wiederbeschaffungspreis bzw. mit Herstellkosten
Grundstücke	mit dem Kaufpreis, Schätzpreis oder auch Vergleichspreis
Maschinen, Anlagen	Einzelwertermittlung (meist Gutachten)
Halb-Fertigfabrikate	Vollkosten bzw. mit Wiederbeschaffungspreisen für Zukaufteile
Roh-Hilfs-Betriebsstoffe	Wiederbeschaffungspreise
Forderungen	mit dem Nennwert oder mit Abschlägen für uneinbringliche Forderungen
Wertpapiere	zum Börsenwert
Liquide Mittel, Bankguthaben	zum Nennwert
Verbindlichkeiten	Nennwerte

Der Unternehmenswert errechnet sich nunmehr aus:

	Wiederbeschaffungs-/Wiederherstellungskosten des betriebsnotwendigen Vermögens
+	Veräußerungserlös des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
(=	Bruttosubstanzwert)
-	Schulden (unter Annahme der Fortführung des Unternehmens)
=	Netto-Substanzwert

Der Vorteil des Verfahrens ist die relativ einfache Ermittlung der Werte. Dabei ist es angezeigt für bestimmte Positionen geeignete Gutachter beizuziehen. Das Verfahren selbst nimmt dabei keine Rücksicht auf die ökonomische Entwicklung des Unternehmens. Daher ist diese Methode ist für die Berechnung eines Unternehmenswertes im Sinne eines Marktwertes heutzutage praktisch nicht mehr in Verwendung.

Beim Verkauf von reinen Produktionsstätten (Teilverkauf) könnte es im Einzelfall insofern vom Interesse sein, als damit die Investitionskosten als Opportunitätskosten für einen allfälligen Interessenten offengelegt werden.

Weiter ist der Substanzwert im Rahmen von gemischten Verfahren von Bedeutung (siehe weiter unten - Wiener Verfahren, Stuttgarter Verfahren) die häufig noch in Gesellschaftsverträgen als Bewertungsansätze festgeschrieben sind.

Das Liquidationswertverfahren

Im Gegensatz zum Substanzwertverfahren geht man bei dieser Methode von der Schließung und nicht von der Fortführung des Unternehmens aus. Je nach Zeitdruck spricht man von der Liquidation oder der Zerschlagung eines Unternehmens. Im Vordergrund stehen die zu erzielenden Verwertungserlöse der Vermögenswerte. Dabei müssen die Kosten der Auflösung (Gutachter, Verwalter, vorzeitige Auflösung von Kontrakten wie Arbeitsverträgen, steuerliche Folgen usw., ...) in der Berechnung berücksichtigt werden.

Dies ist auch der gravierende Unterschied zum Substanzwertverfahren. An die Stelle der Herstell- bzw. Errichtungskosten welche den Wert erhöhen, treten die Verwertungskosten die vom Wert abzuziehen sind. In der Regel ergibt sich daraus eine untere Wertgrenze für das analysierte Unternehmen.

Ist die Schließung eines Unternehmens geplant, wird man in der Praxis als Erstes die Frage nach einer allfälligen Insolvenzverschleppung bzw. Insolvenzantragspflicht stellen müssen. Besteht eine Überschuldung oder Zahlungsunfähigkeit oder droht selbige im Zuge der Abwicklung? Im Zug der Liquidation entstehen nämlich zumeist Kosten bzw. werden Zahlungen fällig, die im laufenden Betrieb nicht anfallen. Andererseits gibt es im Zuge der Unternehmensaufgabe manchmal die Möglichkeit die Höhe bestehender Verbindlichkeiten am Verhandlungsweg und außergerichtlich einvernehmlich zu regeln.

Zu beachten ist der Sonderfall der Liquidation des Unternehmens im Zuge eines Insolvenzverfahrens. Im Regelfall kann im Rahmen einer geordneten, professionellen Schließung ein höherer Wert erzielt werden als im Zuge eines Insolvenzverfahrens. Diesem Umstand ist bei der Bewertung der Vermögensgegenstände Rechnung zu tragen.

Der Unternehmenswert errechnet sich nunmehr aus

	Gesamterlös aus dem Verkauf aller materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände
+	Forderungen in Höhe der Einbringbarkeit (einzelwertberichtigt)
-	Verbindlichkeiten (lt. Nennwert oder lt. Verhandlungsergebnis)
-	Schließungskosten, gesetzlicheVerpflichtungen (Abfertigungen, Pensionen, Sozialplan, technischer Rückbau, u.ä.)
-	Kosten der Liquidation (Makler, Anwalt, Verkaufsprovisionen, Transaktionskosten, …)
=	Liquidationswert

Dieses Verfahrens wird im Zuge einer Aufgabe des Unternehmens z.B. wegen Unrentabilität oder Pensionierung ebenso angewendet wie im Rahmen von Sanierungsverfahren (Going Concern Ansätze z.B. für die Fortbestehensprognose).

Vergleichsverfahren

Die Multiplikatormethode

Aufgrund der Einfachheit ist diese Methode stark verbreitet bzw. bekannt. Solche Ansätze eigenen sich für eine erste Einführung in die Unternehmensbewertung, denn Sie geben die Chance aus gängigen Größen und klugen Überlegungen auch weniger Erfahrenen einen Anhaltspunkt über den realistischen Firmenwert zu erhalten.

Die einfachste Methode um einen Eindruck über eine Wertdimension zu bekommen ist die Betrachtung des Zeitraums in welchem der Unternehmenswert verdient werden kann. Dabei bestimmen zwei Faktoren den Wert des Unternehmens. Die Höhe des Gewinns (hier ausgedrückt als EBIT Kennziffer) und die Anzahl der Jahresergebnisse, die man zur Finanzierung des Kaufpreises zu zahlen bereit wäre. (Achtung: In dieser vereinfachten Formel sind noch keine Refinanzierungskosten angesetzt).

Definition A

Unternehmenswert = EBIT x Refinanzierungszeitraum

Beispiel:

- Der Jahresgewinn des Unternehmens beträgt € 100.000.-€;
- Das Unternehmen ist unverschuldet (hat keine Verbindlichkeiten bzw. der Verkäufer begleicht diese aus dem Kaufpreis)
- Der potentielle Käufer rechnet, dass er maximal fünf Jahre Zeit hat den Kaufpreis hereinzuverdienen (z.B. weil danach in neue Anlagen investieren werden soll)

Nach unserer Formel ergibt das:

Unternehmenswert = € 100.000.- / Jahr x 5 Jahre = € 500.000.-

Der Verkäufer möchte nun eine Million. Das bedeutet der Erwerber müsste bereit sein 10 Jahre für den Preis zu arbeiten! Folgende Möglichkeiten sind bei der Verhandlung ins Kalkül mit einzubeziehen. Die Investition wird hinausgeschoben womit der Erwerber das Risiko veralteter Anlagen trägt. Oder der Erwerber sieht eine realistische Chance

Mit solchen einfachen Überlegungen bekommt man rasch einen ersten Eindruck über den Unternehmenswert. Eine Warnung bzw. Klarstellung ist an dieser Stelle angebracht: Es geht um einen ersten Eindruck, nicht um einen errechneten echten Unternehmenswert. Man bekommt rasch einen ersten Überblick über die Größenordnung in der sich der Kaufpreis bewegen kann, wie groß der Verhandlungsspielraum ist. Dies kann vor allem bei kleineren oder Kleinstunternehmen bei Start der Verhandlungen über den weiteren Verlauf oder gar den Abbruch entscheiden.

Ist man über diese erste Orientierungshürde, beginnt man sich in die Details des Unternehmens einzuarbeiten. Auch wenn wir an dieser Stelle davon ausgehen, dass das EBIT technisch richtig errechnet wurde, stellen sich sofort Fragen nach der Berechnung der Gewinngrößen. Stimmt die Gewinngröße oder Umsatzgrößen nicht, ist die ganze Betrachtung falsch.

Erläuterungen zu Umsatz und EBIT:

Spricht man bei einem Unternehmensverkauf vom Umsatz als Basis von Berechnungen ist damit immer der „übertragbare“ Umsatz gemeint. Mit welchem Umsatz, der über das gekaufte Unternehmen herein kommt, kann nach der Übernahme realistisch gerechnet werden. Großprojekte und Verkaufsschlager der Vergangenheit sind kritisch zu hinterfragen, neue Dienstleistungen und Produkte zu bewerten. Der Wert eines Unternehmens bezieht sich immer auf die Zukunft.

Die Ertragskennziffern:

	Ertrag
-	Abzüglich Aufwand
=	**EBITDA** (Earnings before Interest, Tax, Debrication, Amortisation)
-	Abzüglich Abschreibungen
=	**EBIT** Earnings before Interest, Tax (entspricht in etwa dem Gewinn vor Zinsen und Steuern….)
	Abzüglich Zinsen
=	**EBT** (Earnings before Tax)

Verwenden Sie die EBIT Kennziffer (die Sie aus der Gewinn und Verlustrechnung oder Planrechnungen entnehmen) nur zu vertretbaren Werten, also wenn das Unternehmen positive Werte erzeugt (die Gewinnschwelle erreicht). Das häufig praktizierte Ausweichen bei negativen oder Geringen Ergebnissen auf einen Umsatzmultipel ist besonders kritisch zu hinterfragen. Im Regelfall wird man beide Ergebnisse vergleichen und entsprechend interpretieren. In Grenzfällen sollte das bereits beschriebene Einzelwertverfahren den Ergebnissen der Multiplikatorenmethode gegenüber gestellt werden.

Im Wesentlichen müssen zuerst die letzten Jahresabschlüsse des Unternehmens (ergänzt um diverse aktuellere Informationen wie Saldenlisten, Betriebsdatenaufzeichnungen usw.) und falls vorhanden die Planungen des Unternehmens analysiert werden. Worauf basieren die vergangenen Erfolge, vor allem aber worauf basieren die Zukunftseinschätzung für das Unternehmen. Dass dabei der Käufer / Übernehmer unbedingt seine eigenen Überlegungen in Ansatz bringt, liegt in der Natur der Sache.

Branchenbezogene Multiplikatoren

Im ersten Bespiel haben wir unabhängig von Branche und Marktlage einen Refinanzierungszeitraum angenommen. Natürlich hat jede Branche ihre eigenen Rahmen- bzw. Marktbedingungen, unterschiedliche Gewinnmargen und Risiken, gibt es Unterschiede zwischen großen und kleinen Unternehmen. Damit stellt sich bereits die nächste Frage, was ist für meine Branche üblich?

Aus dieser Fragestellung resultiert eine Verfeinerung der Multiplikatorenmethode. In einschlägigen Zeitschriften, Foren aber auch von Fachverbänden etc. gibt es Tabellen für branchenübliche Multiplikatoren. Diese werden meist durch Befragung von Experten ermittelt, die Unternehmenskäufe managen und die deshalb ein gutes Gespür für die aktuelle Lage am Markt haben. Im Grunde gehen alle diese Überlegungen von der folgenden Formel aus:

Definition B

Unternehmenswert = Unternehmensinterne Größe X (Branchen-) Multiplikator

Als unternehmensinterne Größe (die vom Unternehmen abhängige Komponente) wird meist der Umsatz oder der EBIT herangezogen. Der/die Multiplikator/en stellt/en die branchenspezifische Kennzahl dar. Im Regelfall handelt es sich nicht um eine einzelne Kennzahl, sondern wird ein VON – BIS Bereich angegeben.

Reicht der Multiplikator z.B. von 5 bis 7 bedeutet dies, je besser das Unternehmen ist umso höher ist der Wert der einzusetzen ist. Was genau heißt nun besser? Hinweise darauf bekommt man durch den Vergleich von Branchenkennzahlen, durch das RATING von Banken oder Kreditversicherungen aber auch durch eigene Bewertung mittels standardisierter Methoden.

Vorgehensweise in der Praxis

Zuerst werden die unternehmensinternen Kenngrößen (Umsatz und EBIT) erarbeitet oder analysiert, sowie die momentane Nettofinanzverschuldung (Bankverbindlichkeiten zum aktuellen Nominale). Achtung, diese Kennzahlen haben in weiterer Folge auch Einfluss auf die Wahl des Multiplikators!

Es gibt in dieser Phase keine Frage die der Käufer (Verkäufer) nicht stellen darf um zu seiner Bewertung zu kommen. Seien sie bei der Formulierung aber immer auf sachliche Fragestellungen bedacht. Nur zu leicht können emotionale verstandene Fragestellungen unnötigen Ärger und Aufwand verursachen.

Bei ausführlichen Bewertungsprüfungen (Due Diligence Verfahren) ist der Fragenkatalog natürlich sehr umfangreich. Es ist aber sinnvoll sich grundsätzlich an diesen Verfahren zu orientieren, sie haben sich in der Praxis bewährt. Auf keinen Fall sollten wegen des Aufwands z.B. Verträge nicht hinterfragt oder Abläufe nicht analysiert werden. Die Tiefe der Prüfung hängt natürlich auch vom vermuteten Risiko bzw. vom Wert bzw. Kaufpreis ab. Wobei zum Kaufpreis auch ein Anlaufverlust in der Übernahmephase hinzu zu rechnen ist.

Soweit Fachvertretungen solche Multiplen bekannt geben, kann zumeist von deren Seriosität ausgegangen werden. Es gibt dann häufig auch Hinweise auf Branchenwerte die die eigene Einordnung erleichtern. In unterschiedlichen Foren und Internetseiten werden auch immer wieder und regelmäßig Multiple veröffentlicht. Wir ersuchen um Verständnis, dass wir für solche Multiplen keine Verantwortung übernehmen können und daher auch keine speziellen Seiten an dieser Stelle empfehlen.

Eine relativ einfache Methode ist es vermittels eines Fragenbogens unterschiedliche Unternehmensfunktionen zu durchleuchten und daraus Rückschlüsse auf den zu verwendeten Multipel zu ziehen. Im Anhang findet sich ein Fragebogen zur Bewertung der Soft- und Hardfacts als Beispiel dafür, dass diese Einschätzung seriös und durchaus mit überschaubarem Aufwand durchgeführt werden kann.

Beispiel:

- Das Unternehmen ist in der Softwarebranche tätig
- Der Umsatz liegt bei € 600.000.-
- Der EBIT wurde ermitteln mit € 100.000.-
- Die Verschuldung liegt bei € 500.000.-
- Das EBIT – Multiple wird mit 7,50 bis 19 angegeben
- Das Umsatzmultiple wir mit 1,58 bis 3,20 angegeben

Das Beispiel im Anhang, bewertet nach dem Schulnotensystem, ergibt einen Wert von 2,25
Über ein Scoring-Modell errechnet ergibt sich:

- der EBIT Multiplikator mit 17
- der Umsatzmultiplikator von 2,85.

Somit ergibt sich als Unternehmenswert:

EBIT Ansatz:	€ 100.000.- x 17	–	€ 500.000.- =	€ 1.200.000.-
Umsatz Ansatz:	€ 600.000.- x 2,85	–	€ 500.000.- =	€ 1.210.000.-

Interpretation

Der Vorteile der Methode liegt auf alle Fälle in der schnellen und einfachen Anwendbarkeit. Auch Nichtfachleute können die ermittelten Werte nachvollziehen. Die Bewertung kann klar strukturiert und nachvollziehbar (siehe Fragebogenmodell) gestaltet werden.

Problematisch ist die allgemeine Anwendbarkeit von Multiplikatoren. Sie sind in der Regel die großen Unbekannten in der Bewertung. Natürlich nicht für jene Fachleute aus dem M&A Bereich die diese Multiplen errechnen. Allerdings befassen sich die Experten zumeist mit großen oder börsennotierten Unternehmen, weshalb der Anwendung für kleinere Unternehmen einige Fragezeichen entstehen.

Gesamtbewertungsverfahren

Die Basis

Wie in Kapitel 1 ausgeführt ist die Ausgangsüberlegung, dass ein Erwerber nicht in die Vergangenheit des Unternehmens investiert, sondern durch die Zahlung eines Kaufpreises die künftigen Erfolgspotentiale der Unternehmung erwirbt. Die zentrale Fragestellung lautet: Wie rasch kann der Kaufpreis einschließlich der Finanzierungskosten wieder eingespielt werden.

Die Herausforderung liegt darin, künftige Erträge bzw. Cashflows richtig abzuschätzen und diese finanzmathematisch quasi von der Zukunft in die Gegenwart zu bringen. Die Substanz stellt – wie wir in den Formeln noch sehen werden - keinen eigenen Wertfaktor dar. Folgt man den Überlegungen dieser Methode, dann bekommt der Verkäufer also künftige Erträge „ausbezahlt"! Diese erwarteten Erträge bzw. Cashflows werden durch diskontieren (Abzinsung) auf den heutigen Kapitalwert gebracht. Dabei werden Risikofaktoren in Form von Zinszuschlägen angesetzt.

Die Bewertung erfordert damit eine exakte Planung zur Abschätzung der Ertragslage und die richtigen Wahl und Einschätzung der Abzinsungsfaktoren, welche aus Basiszinssätzen und Risikofaktoren gebildet werden.

Nachfolgend werden die gängigsten Verfahren soweit vereinfacht dargestellt, dass für gängige Bewertungen gute Werte erreicht und die grundsätzliche Wissensbasis erweitert werden kann. Wir wollen dabei die Tiefen der Finanzmathematik und der Planungs- und Entscheidungstheorie nur streifen denn - erst kürzlich wurde eine solche Basistheorie durch einen Nobelpreise gewürdigt.

Wird mit dem Ertragswertverfahren gearbeitet, werden die entsprechenden Aufwands- und Ertragsgrößen analog zur Multiplikatorenmethode aus der Unternehmensplanung angesetzt. Arbeiten man mit Cashflow-Verfahren fließen wie nachfolgend dargestellt die Aus- und Einzahlungen in die Berechnungen ein[1].

[1] Vergleiche auch: http://de.wikipedia.org/wiki/Aufwand zum Thema Differenzierung von Ausgabe, Aufwand, Auszahlung, Kosten, Ertrag, Erlös, Einnahme, Einzahlung.

Der Cash Flow

Der Cashflow beziffert den Überschuss, der sich ergibt, wenn man von den Einnahmen die Ausgaben abzieht. Er lässt erkennen, in welchem Maße ein Unternehmen Finanzmittel aus eigener Kraft erwirtschaftet hat. Diese Kennzahl zeigt, wie stark das Unternehmen sich von innen heraus finanzieren kann (Innenfinanzierung), wie groß also das finanzielle Potenzial ist, das aus seiner erfolgreichen Tätigkeit in der Wirtschaft wächst.[2]

Indirekte Cash Flow-Ermittlung

Der Cash Flow kann aus einem Jahresabschluss auf indirektem Wege ermittelt werden. Dabei werden jene Positionen die nicht zahlungswirksam sind, aus dem Jahresüberschuss herausgerechnet. Das Grundschema für die indirekte und häufiger angewendete Berechnung des Cash Flow lautet: vom Jahresergebnis werden nicht zahlungswirksame Erträge abgezogen werden und nicht zahlungswirksame Aufwendungen zugerechnet. Das sieht dann wie folgt aus:

	Jahresüberschuss (lt. Erfolgsrechnung bzw. Planerfolgsrechnung)
+/ -	Aufwand/Ertrag aus Anlagenabgang
+/ -	Abschreibungen/Zuschreibungen
+/ -	Veränderungen der langfristigen Rückstellungen
+/ -	Veränderungen im Nettoumlaufvermögen
+/ -	Veränderung der liquiden Mittel
=	**Cashflow aus der Betriebstätigkeit**
+/ -	Cashflow aus Investitionen
+/ -	Veränderungen der Verbindlichkeiten bei Finanzunternehmen
=	**Cashflow aus der Unternehmenstätigkeit**

Direkte Cash Flow-Ermittlung

[2] Quelle: Kennzahlen; H. Vollmuth; Haufe; 2002; S. 66.

Die direkte Methode wird von den Unternehmen nicht sehr häufig angewendet, führt im Regelfall jedoch zu wesentlich genaueren Ergebnissen. Es handelt sich um eine Aufstellung aller Zahlungsströme. Ein Beispiel aus der Praxis findet sich im Anhang.

Abzinsung und Kapitalwert

Die Abzinsung (Diskontierung) ist ein finanzmathematisches Verfahren der Zinseszinsrechnung, bei dem der heutige Wert eines später fälligen Betrages unter Berücksichtigung einer Verzinsung mit Wiederanlage der Zinsen, ermittelt wird.

Was etwas kompliziert klingt bedeutet vereinfacht - ein Euro heute hat mehr Wert als ein Euro den man erst in der Zukunft bekommt. Je weiter ein Gewinn oder Cashflow in der Zukunft liegt, umso weniger ist er heute Wert. Eine durchaus nachvollziehbare Überlegung.

Die Abzinsungsmethoden die in der Unternehmensbewertung verwendet werden bauen auf der Grundüberlegung auf, dass die Summe der abgezinsten Barwerte (von Zahlungsströmen oder Erträgen) den Marktwert des Unternehmens repräsentieren. Dabei kommt, wie sofort klar wird, in weiterer Folge der Berechnung des Abzinsungsfaktors eine wichtige Rolle zu.

Doch wenden wir uns zuerst der Methode der Abzinsung selbst zu. Wie sieht das in einem einfachen Beispiel aus:

Beispiel:

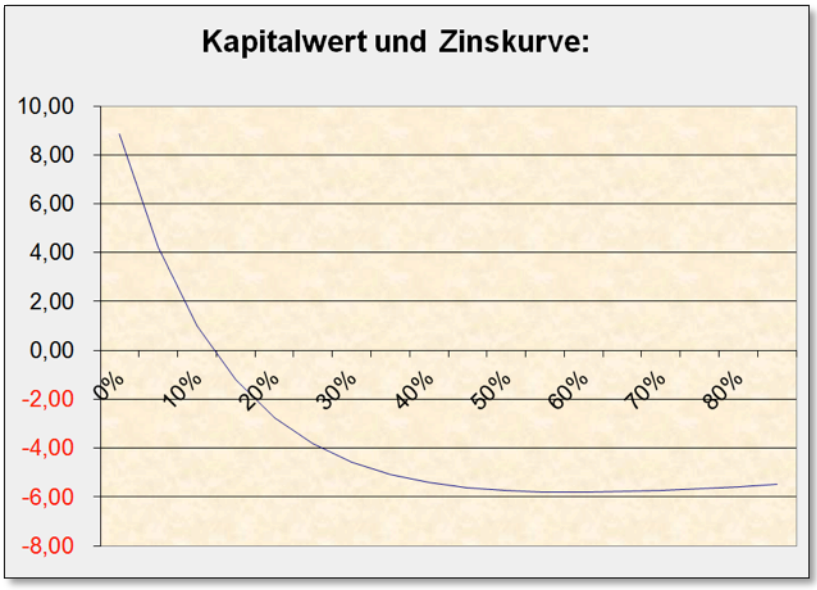
- Der Abzinsungsfaktor wird mit 5% angenommen
- Wir rechnen über sechs Betrachtungsperioden
- Der Wert heute = 1

Zinssatz sei: 5%

	0	1	2	3	4	5
Jahr	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**
Wert	*1,00*	*0,95*	*0,91*	*0,86*	*0,82*	*0,78*

Für Mathematiker als Formel: Die Relation wird durch (1+r) –t ausgedrückt, wobei (1+r) die Verzinsung und –t den jeweiligen Zeitraum darstellt.

Der Zusammenhang zwischen Kapitalwert und unterschiedlichen Zinshöhen stellt sich dann wie folgt dar[3]



Interpretation

Wenn man Zinssätze im Bereich 3% - 12% nimmt, erhält man schon recht unterschiedliche Ergebnisse. Bei 10% etwa erhält man einen Kapitalwert von rund 2, bei 5% liegt man bereits bei einem Wert von über 6. Werden Zinssätze bis etwa 15% angenommen, erhält man positive Kapitalwerte der Zahlungsreihe, darüber dreht sich die Kurve in den negativen Bereich.

Die wesentliche Aussage: Die Bewertung hängt vom richtig gewählten Zinssatz ab.

Berechnung des Abzinsungsfaktors

Für einen erfahrenen Rechner wird die Bewertung eines Unternehmensmit dieser Methode wesentlich transparenter und branchenunabhängiger als bei der Anwendung von Multiplen (soweit diese nicht selbst errechnet werden[4]).

[3] Es wird zu den jeweiligen Zinssätzen der Kapitalwert errechnet und aufgetragen.

[4] Hinweis: Nur wenigen Experten stehen Daten von zig gleich großen und vergleichbaren Unternehmen aus der gleichen Branche zur Verfügung.

Auch wenn die Ermittlung der anzuwendenden Zinssätze eine gute Kenntnis des Kapitalmarktes und der Kapitalmarkttheorien erfordert, die grundsätzlichen Überlegungen zu den Zinssätzen sind gut nachvollziehbar.

Wenn man als Investor für die Kaufsumme eine Rendite wie für risikoarme Staatspapiere bekommt (auch da muss man heute bereits sehr Acht geben!), wird man ein Unternehmen nicht kaufen. Gerade deshalb eigenen sich diese risikoarmen Renditen für die Berechnung. Sie zeigen ganz klar, wann von einer Investition Abstand genommen werden soll und bilden damit die Ausgangsbasis für unternehmerische Zuschläge (im Sinne möglicher Alternativveranlagungen) und für Risikozuschläge auf diesen Basiszinssatz.

Für die Berechnung von Risikozuschlägen gibt es in der Finanzmathematik, der Wirtschaftswissenschaft und der Börsetheorie viele Überlegungen. Vor allem seit die Portefeuille Theorie (Markowitz) in Gebrauch kam, haben sich völlig neue Dimensionen eröffnet, die das Ziel und den Rahmen dieser Abhandlung sprengen würde. Die Methoden sind auch für Experten in der Umsetzung nicht immer einfach[5].

Wie bei den Multiplikatoren stößt man auch bei der Verzinsung immer wieder auf vordefinierte Risikoaufschläge, die in einschlägigen Publikationen veröffentlicht werden. Für die Richtigkeit gilt analog die Ausführung wie bei den Multiplikatoren. Die Beschäftigung mit ein paar Grundüberlegungen lohnt sich aber allemal.

Wenden wir uns einigen einfachen Grundüberlegungen zu. Über ein „allgemeines Unternehmerrisiko“ hinaus gibt es für verschiedene Branchen sehr unterschiedliche Planungshorizonte und innerhalb dieser Zeiträume unterschiedliche Marktschwankungen. Die Faustregel lautet, je weniger weit man realistisch gesehen planen kann umso höher ist das Planungsrisiko und umso höher wird der Risikozuschlag zum Zinssatz sein.

Dazu kommt das Mobilitätsrisiko des Kapitals. Dies bedeutet, um das eingesetzte Kapital wieder flüssig zu machen, muss das Unternehmen verkauft werden. Da muss erst einmal ein Käufer gefunden werden. Das Kapital ist somit gebunden, also nicht mobil. Je nach Branche wird man einen kürzeren oder längeren Zeitraum für den Unternehmensverkauf ansetzen und damit ein niedrigeres oder höheres Mobilitätsrisiko.

Beispiel vereinfachter Kapitalisierungszinssatz	
Risikoarme Veranlagung	3,78%
Allgemeines Unternehmensrisiko	4,50%
Mobilitätsrisiko	3,00%
Gesamt	**11,28%**

[5] Die Zusammen sträger irrten (Merton und Scholes) und durc ffbruch erlitten: siehe http://de.wi

Alternativ zur vereinfachten Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes und in der Praxis auch weiter verbreitet ist die Ermittlung nach dem CAPM – Modell, das wir hier ebenfalls kurz vorstellen.

Methoden zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes:
Capital Asset Pricing Modell (CAPM)

EK = Eigenkapitalkostensatz
rf = risikoloser Zinssatz
rM = Rendite des Marktportfolios
ß = Risikomaß
(ß>1 Eigenkapitalwert reagiert schnell auf Marktschwankungen)

Der Betafaktor gibt die Schwankungsbreite einer Anlagemöglichkeit (Aktie, Unternehmen....) im Vergleich zum Gesamtmarkt wieder.

Für börsenotierte Unternehmen kann man diese Werte aus historischen Daten und Prognosen mit etwas statistischem Geschick, selbst ermitteln. Für nichtbörsenotierte

Unternehmen[6] leitet man diese aus branchenverwandten, börsenotierten Unternehmen ab, oder stützt sich auf veröffentlichte Branchenbetas.

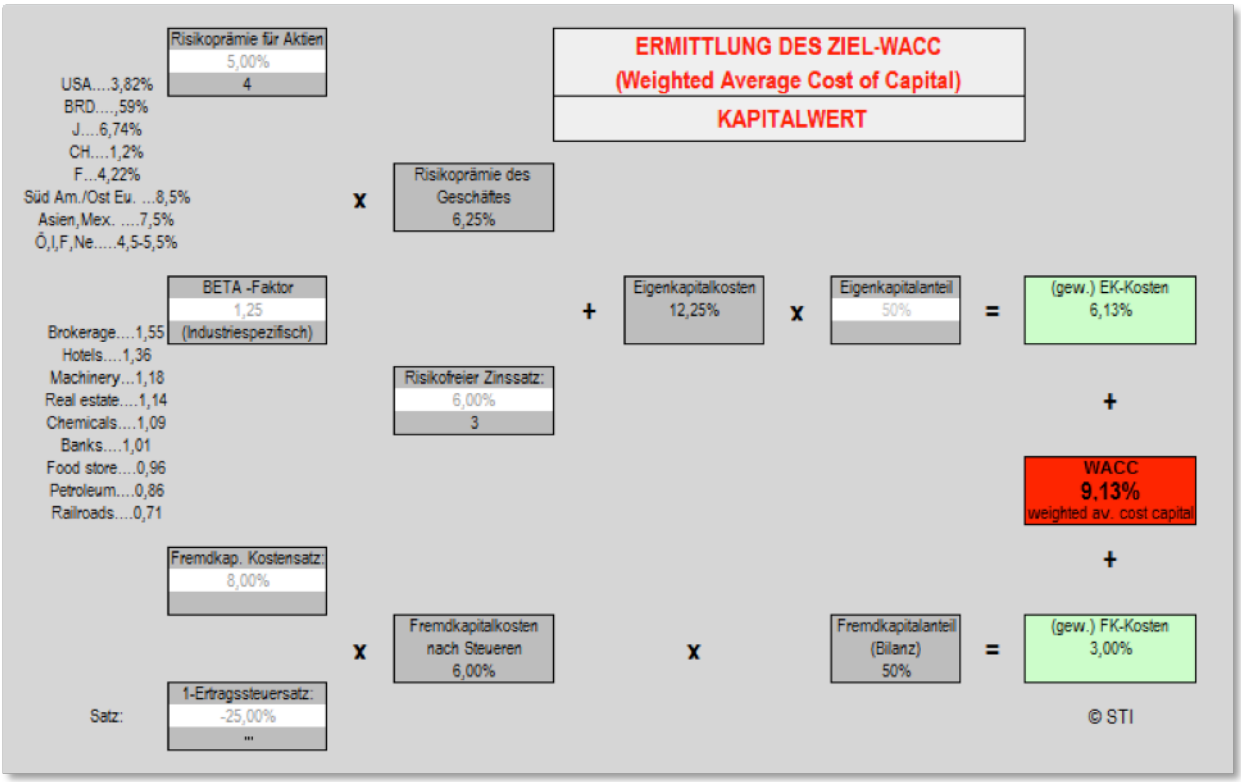
Risikogewichtung - WACC

Kapitalmarktorientierte Verfahren versuchen unterschiedlichen Risiken in die Berechnungen mit einzubeziehen. So wird bei größerem Kapitaleinsatz zwischen den Eigenkapitalkosten und den Fre

$$\beta_u = \frac{\beta_v}{1+(1-s)\cdot\frac{FK}{EK}}$$

- s = Unternehmenssteuersatz
- FK/EK = Fremdkapital/Marktwert Eigenkapital
- β_u = unverschuldetes Beta
- β_v = verschuldetes Beta

ichteter Wert ermittelt. Man nennt dies of Capital / Gewichteter Kapitalkostensatz). In dieser Methode werden die Kosten des Kapitals aus alternativ möglichen Anlageformen und jenem, dem Unternehmen innewohnenden Risiko ermittelt. Folgende Abbildung aus einem Berechnungsprogramm zeigt die Herangehensweise für eine solche Methode:



[6] Das Verfahren ist mathematisch und prognostisch keine ganz triviale Angelegenheit. Das mit dem Beta Faktor zusammenhängende Risiko wird beispielsweise noch in operatives und Kapitalstrukturrisiko unterteilt. Daher ist, um zum spezifischen Risiko des Unternehmens zu gelangen, der ermittelte Beta Faktor der Peergroup (Vergleichsunternehmen), um das Kapitalstrukturrisiko zu bereinigen (unlevern, relevern....). Das Unlevern erfolgt nach der Formel:

Im oberen Ast werden gewichtete Eigenkapitalkosten, im unteren Ast die gewichteten Fremdkapitalkosten berechnet. Gewichtet bedeutet, dass der jeweilige Eigen- bzw. Fremdkapitalanteil als Gewichtungsfaktor herangezogen wird[7].

Die Eigenkapitalanteile werden relativ teuer angenommen. Sie setzen sich aus einer Risikoprämie und dem alternativen risikofreien Anlagezinssatz[8] (z.B. einer Staatsanleihe, derzeit nicht unbedingt Griechenland, aber auch nicht unbedingt Deutschland) zusammen. Die Risikoprämie errechnet sich aus dem Marktrisiko (z.B. oben regionale Darstellung) und dem industriespezifischen Risiko (das meist durch den beschriebenen Betafaktor repräsentiert wird).

Das Marktrisiko ergibt sich aus der langfristigen Differenz der Anlage in einen spezifischen Aktienindex, zur Anlage in eine „risikofreie“ Rendite in Staatsanleihen. Sie müssen also

Marktrisikoprämie = Erwartete Rendite des Index – risikolose Rendite

einen Vergleichsindex wählen! Zusammengefasst stellt sich das wie folgt dar:

Die Fremdkapitalanteile werden mit den Kapitalkosten am Markt (für ihre Finanzierung) und dem sogenannten Taxshield (Steuervorteil der aus den aufgewendeten Zinsen resultiert, weil diese ja Aufwendungen darstellen und somit die Steuerlast „reduzieren“) bewertet.

zum Beispiel:

- Unser Beispiel ermittelt eine Risikoprämie von 6,25%
  (Risikoprämie x Beta= 5x1,25=6,25%).
  Die Eigenkapitalkosten errechnen sich aus risikofreien Zinssatz (hier 6%) und der Risikoprämie (6%+6,25%=12,25%).
  Diese Verzinsung will der Investor realisieren, um das Geschäftsrisiko angemessen abzugelten. Dies gilt natürlich nur für das Eigenkapital (hier 50%). Daraus ergibt sich der gewichtete Eigenkapitalkostensatz von 6,13%.
- Die Fremdkapitalkosten von 8% (abhängig vom Rating) ergeben nach dem Abzug des „Steuerschildes“, 6% Fremdkapitalkosten.
  Bei einem Fremdkapitalanteil von 50% ergibt dies einen gewichteten Fremdkapitalkostensatz von 3%.
- Der Eigenkapitalkostensatz von 6,1% plus der Fremdkapitalkostensatz von 3% ergeben beispielhaft ermittelten, gewichteten Kapitalkostensatz von 9,13%.

Ertragswertverfahren

Die Ertragswertverfahren ermitteln im Wesentlichen die Werte aus den abgezinsten, künftig erwarteten und in der Planung ermittelten Erträgen der Zukunft. Das Ergebnis wird um das nicht betriebsnotwendige Vermögen unter der Annahme vermehrt, dass man es kurzfristig verkaufen kann. Finanzmathematisch stellt sich die Berechnung wie folgt dar[9]:

$$EW = \sum_{t=1}^{T} \frac{E_t}{(1+r)^t}$$

Legende:

EW	der Ertragswert
t	die Periode
T	die Anzahl der betrachteten Perioden
E	der ausschüttungsfähige Einnahmenüberschuss
r	der Kapitalisierungszinssatz

Im nachfolgenden Beispiel überlegt ein Käufer welchen Preis er für das zu bewertenden Unternehmen bereit ist zu bezahlen (Zeile Kaufpreis) und bis zu welchem Kalkulationszinssatz sich dieser Preis noch rentieren würde (interner Zins). Erträge werden hier als Differenz von Umsatz und Aufwand (Sales, Cost of Goods sold und Fix Costs) aber auch als Skalen- und Synergieeffekt, sowie als realisierter Goodwill bewertet. Daneben bezieht der Käufer hier steuerliche Aspekte (Steuern abz. Taxshields) mit ein. Im Wesentlichen gilt aber was wir bereits mehrmals ausgeführt haben: Eine genaue Planung ist die wichtigste Basis für die Berechnung.

[9] Für den Experten sei angemerkt, dass weiter in Renten, Wachstums und Phasenmodelle untergliedert werden kann. Wir wollen im Rahmen dieser Ausarbeitung darauf nicht tiefer eingehen und verweisen auf das Beispiel in welches unterschiedliche Rentenmodelle und Wachstum eingearbeitet werden kann. Dazu ist das Modell auch in sechs analysierbare Anfangsperioden und in den Endwert gegliedert.

Ein Beispiel um den Kaufpreis zu ermitteln würde wie folgt aussehen:

		Zinssatz (aus WACC):	9,13%	1,00	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,59
		Steuerquote	-25,00%		1	2	3	4	5	6
				2013	2014	2015	2016	2017	2018	
1.1.	Ertrag keine Einzahlung	Zuschreibung								
		leer								
		leer								
1.2.	Einzahlung kein Ertrag	Ec. of Scale		12,00	10,00	9,00	8,00	7,00	6,00	
	aber Aufwandreduziert !!!!	Ec. of Scope		25,00	30,00	35,00	40,00	45,00	50,00	
		real Goodwill		11,00						
		leer								
1.3.	Ertrag und Einzahlung	Sales		155,00	170,50	153,45	187,55	189,43	215,95	
		leer								
		leer								
ad1.	Steuerzahlung:	auf 1.1.								
		auf 1.2								
		auf 1.3		-38,75	-42,63	-38,36	-46,89	-47,36	-53,99	
SUMME ALLER POSITIVEN CASH FLOWS				**164,25**	**167,88**	**159,09**	**188,66**	**194,07**	**217,96**	
		Abschreibesatz		10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	
2.1.	Aufwand keine Auszahlung	Abschreibung		-37,50	-37,50	-37,50	-37,50	-37,50	-37,50	
		Sonderabschreibg								
2.2.	Auszahlung kein Aufwand	Invest								
		Kaufpreis		375,00						
2.3.	Aufwand und Auszahlung	Cost of goods sold		-96,88	-106,56	-95,91	-117,22	-118,39	-134,97	
		fix-cost increment		-42,63	-46,89	-42,20	-51,58	-52,09	-59,38	
		TK		-5,63	-5,63	-5,63	-5,63	-5,63	-0,60	
		leer								
		sonst								
	Tax Shield von 2.2	auf 2.1.		9,38	9,38	9,38	9,38	9,38	9,38	
		auf 2.2.				kein tax shield auf Invest				
		auf 2.3		36,28	39,77	35,93	43,61	44,03	48,74	
SUMME ALLER NEGATIVEN CASH FLOWS				**-474,47**	**-109,93**	**-98,42**	**-121,44**	**-122,71**	**-136,84**	
EINZAHLUNGEN ABZ. AUSZAHLUNGEN:				***-310,22***	***57,94***	***60,67***	***67,22***	***71,36***	***303,37***	
Abzinsungswert:				310,22	53,10	50,94	51,73	50,32	196,04	
KAPITALWERT DER ZAHLUNGSREIHE:				**91,92**			interner Zins:	17,22%	KW=0 !	

Endwert	
222,25	P_0=CF/k
Gewinnerwartungs-%	25,00%

Meist wird die erste Phase (drei bis fünf Jahre / hier sechs Jahre) sehr genau mittels eines Unternehmensplanungsmodells errechnet .Danach geht man häufig von einer kontinuierlichen Fortschreibung der im Detailplan gewonnenen Daten aus. Daraus wird ein Endwert für die restlichen Jahre ermittelt.

Die Formel in der mathematischen Form[10] sieht wie folgt aus:

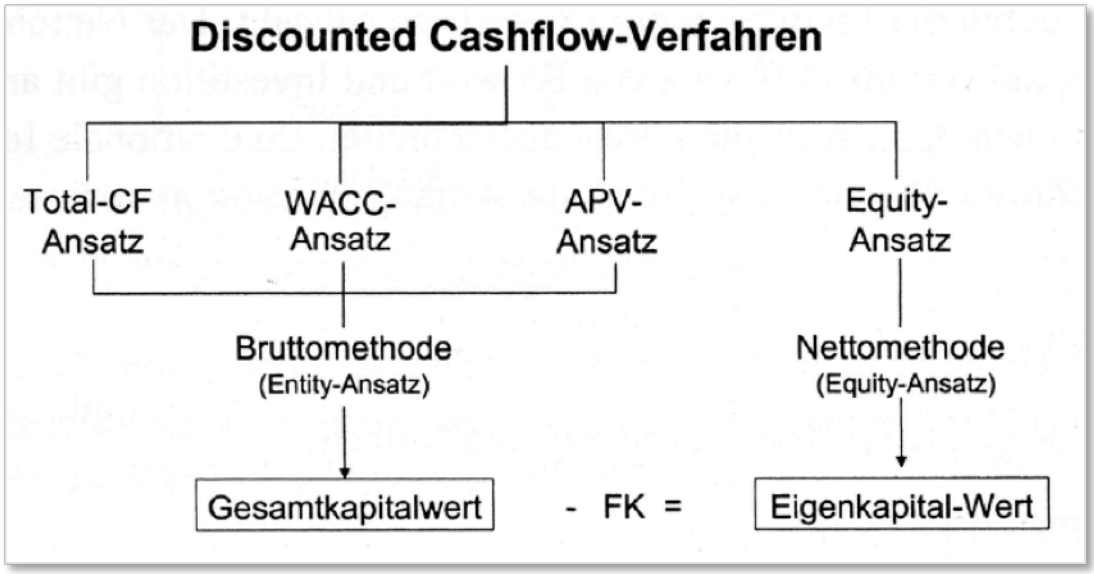
$$EW = \sum_{t=1}^{T} \frac{E_t}{(1+r)^t} + \frac{E_T \cdot (1+w)}{(r-w) \cdot (1+r)^T}$$

[10] Siehe oben. Ein Bewertungsmodell in dem die ewige Rente mit einem Wachstumsmodell abgebildet wird.

Discounted Casflow Verfahren

DCF Verfahren basieren auf der Erkenntnis der Kapitalmarkttheorie (Modigliani/Miller; Markowitz; Sharp/Lintner/Moss; Black/Scholes, Cox/Ross/Rubinstein) und sind für den Starter erstmals etwas gewöhnungsbedürftig. Zumeist ist man gewohnt[11] in Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen, aber nicht in Zahlungsplänen denken. Im Unterschied zu den gewohnten Betrachtungsweisen (ertragsorientierte Unternehmenssteuerung) stehen nicht Erträge, sondern Zahlungsströme (Cash Flows) im Mittelpunkt der Überlegungen.

Dabei gliedern sich die Methoden im Wesentlichen in die Brutto (Entity Ansatz) und die Nettomethoden (Equity Ansatz). Unterschied und Zusammenhang der Methoden zeigt die folgende Grafik:



Dazu werden in allen Methoden unterschiedliche, künftige Ein- und Auszahlungen (Cashflows)[12] diskontiert. Der Diskontierungsfaktor beinhaltet risikoäquivalente Kapitalkosten, bzw. marktmäßig objektivierte Regeln um die Risikoprämien zu errechnen (siehe ebenfalls oben).

[11] Was leider besonders stark auf unsere heimischen Verhältnisse zutrifft!

[12] Wir unterscheiden zwischen Total CF und den Free CF Ansätzen (wobei der Total CF sich aus dem Brutto Free Cashflow plus der Steuerersparnis aus Fremdkapitalzinsen zusammensetzt).

Die direkte Ermittlung - Equity Methode

Ähnlich wie im Ertragswertverfahren werden die dem Unternehmer zufließenden Zahlungsströme ermittelt. Es werden allerdings nur die Zahlungsströme die an die Eigentümer fließen können, der Abzinsung zugeführt. Diese Zahlungen erstrecken sich hauptsächlich auf Dividenden, Entnahmen, Kapitalrückführungen, Körperschaftssteuergutschriften und eventuellen sonstige Ausschüttungsfähige Zahlungsbestandteile. Diese Zahlungsströme werden wieder durch die Planung ermittelt und danach mit dem der Eigentümerseite entsprechenden (Risiko-) Zinssatz abgezinst. Es wird also die Ausschüttung sämtlicher Überschüsse unterstellt und implizit angenommen, dass die Fremdkapitalseite bereits vollständig befriedigt wurde (Berechnungsannahme / nicht Realität!).

Finanzmathematisch sieht der Ansatz wie folgt aus:

$$UW = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t^{EK}}{(1+i_{EK}^{v})^t} = EK^{MW}$$

Es wird also der periodische Cashflow des ausschüttungsfähigen Eigenkapitalanteils abgezinst (bzw. im Phasenmodell eine ewige Rente dazu angesetzt), wobei der Abzinsungsfaktor aus dem CAP-Modell (siehe die Eigenkapitalseite bei der WACC Darstellung oben) errechnet werden soll (siehe Grafik oben, oder...[13]).

Bei der APV Methode werden die operativen Cashflows (vor Ansatz der Fremdkapitalzinsen) mit den Kapitalkosten, die bei einer angenommenen vollständigen Eigenkapitalfinanzierung anfallen würden, abgezinst. Hinzuaddiert werden die durch die Fremdfinanzierung ersparten Steuerzahlungen (welche mit dem risikofreien Fremdkapitalkostensatz abgezinst werden). Somit entspricht der Unternehmenswert dem Wert des unverschuldeten Unternehmens, zuzüglich der Steuerersparnis durch die Fremdkapitalkosten. Somit kann der Analytiker erkennen welcher Wertanteil aus dem Unternehmenszweck und welcher Wertanteil aus der

[13] Berechnungsformel Finanzmathematisch:

$$i_{WACC} = i_{EK} \cdot \frac{EK^{MW}}{EK^{MW} + FK^{MW}} + i_{FK} \cdot \frac{FK^{MW}}{EK^{MW} + FK^{MW}}$$

Steuerersparnis entstanden ist. Der Vollständigkeit halber die Finanzmathematische Berechnungsformel:

$$UW = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t^{FCF}}{(1+i_{EK}^{uv})^t} + \sum_{t=1}^{T} \frac{s \cdot i_{FK} \cdot FK_{t-1}^{MW}}{(1+i_{FK})^t} - FK^{MW} = EK^{MW}$$

Indirekten Methode - Entity Ansatz

Dabei wird der Barwert der allen (Eigen und Fremdkapitalgeber) zufließenden Zahlungsströme ermittelt und erst danach wird der Barwert des Fremdkapitals abgezogen um zum Wert des Eigenkapitals zu kommen. Was finanzmathematisch wie folgt aussieht:

$$UW = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t^{TCF}}{(1+i_{WACC})^t} - FK^{MW} = EK^{MW}$$

Vorteile und Nachteile der Methoden

Vorteil des Verfahrens ist, dass Cashflow-Betrachtungen im internationalen Gebrauch allgemein üblich sind, und auch durch die regional gültigen Jahresabschlussverfahren (HGB, GAAP, IFRS) kaum verzerrt werden können. Dadurch bilden sie einen sehr objektiven, international gut vergleichbaren Bewertungsansatz. Für die Verwendung der Methode benötigen Sie allerdings eine ziemlich detaillierte Datenbasis und gute Planungsdaten. Beides erfordert eine Einsicht in Ihr Unternehmen, die sehr große Erfolgspotentiale freilegen kann, die aber wie viele positive Ansätze zuerst ein großes Maß an Detailarbeit erfordern.

Die Nachteile der Methode stecken in den Details. Die Prognose der künftigen Erträge bzw. Cashflows ist nicht trivial. Zinssatz und Risikofaktor Ermittlung erfordern eine tiefe Einsicht in finanz- und investitionstheoretische Ansätze.

Gemischte Verfahren

Die gemischten Verfahren versuchen aus einer Mischung der oben beschriebenen Methoden zu einem eigenständigen Ergebnis zu kommen. Es ist der Versuch zwischen reinem Ertragswert- und reinem Sachwert-Verfahrens einen Mittelweg zu finden. Wieweit die Vermischung von Äpfel und Birnen sinnvoll ist, sei dahin gestellt. Fest steht, dass diese Verfahren in der Vergangenheit häufig in Gesellschaftsverträgen festgeschrieben und damit auch angewendet werden (müssen).

Mittelwert-Verfahren - Mean Value Method

Die bekannteste Mittelwertmethode zur Unternehmenswertermittlung ist die Schmalenbach-Formel. Der Unternehmenswert wird berechnet als die Hälfte aus der Summe von Ertragswert und dem zu den jeweiligen Verkehrswerten ermittelten Substanzwert (auch bekannt als "Berliner Verfahren").

$$\text{Bewertung} = \frac{\text{Ertragswert} + \text{Substanzwert}}{2}$$

Stuttgarter Verfahren

Das Stuttgarter Verfahren wird in Deutschland im Steuerrecht zur Bewertung unnotierter Anteile verwandt. Die zukünftige Einnahmenüberschussentwicklung wird anhand der (bereinigten) Gewinne der letzten drei Jahre prognostiziert. Der Kapitalisierungszinssatz beträgt in diesem Fall einheitlich 9 %, die Kapitalisierung ist auf 5 Jahre befristet. Bei der Ermittlung des Substanzwert-Anteiles wird beim Stuttgarter Verfahren zunächst vom Eigenkapital ausgegangen.

Es gelten für Betriebsgrundstücke, die Ermittlung des Ertragswertanteils usw. Vorgaben die mit der aktuellen Marktentwicklung oder der Realität wenig zu tun haben. Zukunftserwartungen oder Planungsrechnungen werden nicht berücksichtigt. Das nicht-betriebsnotwendige Vermögen bleibt hier außer Ansatz.

Die Betriebsergebnisse der letzten drei Jahre werden gewichtet. Das letzte Betriebsergebnis wird mit dem Faktor 3 multipliziert, das vorletzte Betriebsergebnis mit dem Faktor 2.

Wir verzichten auf eine weitere Ausführung. Zu dieser Bewertungsmethode finden Interessierte ausreichend Beschreibungen im Internet.

Wiener Verfahren

Lt. Erlass des BMF, GZ . 08 1037/1-IV/8/01 vom 05.02.2002 ist

…. Wiener Verfahren 1996 eine Methode zur Schätzung des gemeinen Wertes (§ 10 BewG 1955) von Aktien und Anteilen an Gesellschaften mit beschränkter Haftung, wobei diese Schätzungsmethode die Vorschrift des § 13 Abs. 2 zweiter Satz BewG 1955 zusätzlich berücksichtigt. Das Wiener Verfahren ist eine zwar nicht verbindliche, aber grundsätzlich geeignete Grundlage für die schätzungsweise Ermittlung des gemeinen Wertes unter Berücksichtigung des Gesamtvermögens und der Ertragsaussichten, mit dem Ziel ein möglichst wirklichkeitsnahes Ergebnis zu erzielen (VwGH 25.04.1996, 95/16/0011)[14].

Wir verzichten auf eine weitere Ausführung, da diese Bewertungsmethoden in der Praxis für Unternehmensbewertungen nicht angewandt werden. Interessierte finden ausreichend Beschreibungen auf den offiziellen Seiten des Bundesministeriums für Finanzen.

[14] Siehe auch : https://findok.bmf.gv.at/findok

Abb. Fragebogen-Checkliste zur Selbstbeurteilung

I. MANAGEMENT: SOFTFACTS © STI

a. Organisatorische Führung:

		1	2	3	4	5	
Hat der Unternehmer eine klare Zielvorstellung?	klare Vision	x					keine Vision
Kennen die Mitarbeiter dieses Ziel, leben Sie es?	intensiv		x				überhaupt nicht
Stimmen organisatorische Abläufe und Marktanforderungen überein?	eindeutig	x					gar nicht
Ist Controlling in Ihrem Unternehmen eine Führungsaufgabe?	eindeutig	x					wir haben keines
Gibt es ein aktuelles Berichtswesen und kennt das Mgmt die Zahlen?	eindeutig	x					gar nicht
Treffer:		4	1	0	0	0	Gesamt: 6
Wertung: a. Organisatorische Führung: sehr gut		4	2	0	0	0	

b. Operative Führung:

		1	2	3	4	5	
Besuchen Sie regelmäßig Fortbildungen, Messen, und Ausstellgn.?	regelmäßig	x					nie
Kennen Sie die Entwicklung vom Markt und Zielkundenbedürfnisse?	sehr genau	x					überhaupt nicht
Haben Sie mit den operativen MA ein gutes Gesprächsklima?	ja	x					eher nicht
Hat Ihr Unternehmen in den letzten drei Jahren den CF gesteigert?	eindeutig	x					negativ
Unterstützen Sie Ihre MA, gehen Sie auf Wünsche der Kunden ein?	eindeutig	x					gar nicht
Treffer:		5	0	0	0	0	Gesamt: 5
Wertung: b. Operative Führung: sehr gut		5	0	0	0	0	

c. soziale Führung:

		1	2	3	4	5	
Äußern Sie Kritik konstruktiv (nicht verletzend), vertragen Sie Kritik?	ja		x				überhaupt nicht
Haben Sie Zeit für Mitarbeiter, motivieren Sie sie?	oft	x					nie
Fordern Sie von den MA qualitativ hochwertige Arbeit?	ja		x				eher nicht
Bilden Sie sich zum Thema Führung fort und leben Sie das auch?	eindeutig		x				wir haben keines
Unterstützen Sie die MA in ihrer persönlichen Entwicklung?	stark		x				eher nicht
Treffer:		1	4	0	0	0	Gesamt: 9
Wertung: c. soziale Führung: gut		1	8	0	0	0	

d. strategische Führung:

		1	2	3	4	5	
Haben Sie klare Vorstellungen zur Zukunft des Unternehmens?	klar	x					vage
Gestalten Sie die Zukunft proaktiv, verwenden Sie strat. Methoden?	intensiv			x			überhaupt nicht
Kommunizieren und realisieren Sie Ihre strategische Vision?	ja		x				eher nicht
Haben Sie ein strat. Führungs und Controllingsystem installiert?	ja			x			nein
Beziehen Sie die MA in strategische Fragestellungen mit ein?	immer	x					nie
Treffer:		2	1	2	0	0	Gesamt: 10
Wertung: d. strategische Führung: gut		2	2	6	0	0	

Gesamtwertung: 1,50

II. KERNFUNKTION: SOFTFACTS © STI

a. Organisation:

		1	2	3	4	5	
Gibt es Stellenbeschreibungen, sind diese bekannt u. aktuell?	Ja	x					nein
Bestehen für wichtige Abläufe klare org. Regeln?	Ja	x					nein
Gibt es hinreichend Freiräume für Improvisation u. Innovation?	Ja	x					nein
Sind wichtige Pos. klar definiert u. mit kompet. Personen besetzt?	Ja	x					nein
Ist man in der Lage auf geänderte Sit. Rasch/flexibel zu reagieren?	Ja	x					gar nicht
Treffer:		5	0	0	0	0	Gesamt: 5
Wertung: a. Organisation: sehr gut		5	0	0	0	0	

b. Planung und Steuerung:

		1	2	3	4	5	
Haben Sie eine nachvollziehbare jährliche Planung?	Ja		x				nein
Existiert ein umfas. Controlling, das mit Bereichen abgespr. wird?	sehr genau	x					überhaupt nicht
Ist das interne Berichtswesen auf Planungsparameter abgestimmt?	ja		x				eher nicht
Werden die Teilpläne (Vertriebs-, Invest. ...) im Contr. rapportiert?	ja		x				eher nicht
Integr. Erfolgs-Finanzpl.? (Hat U und K Plan Einfluß auf Liqu.pl.)?	ja	x					eher nicht
Treffer:		2	3	0	0	0	Gesamt: 8
Wertung: b. Planung und Steuerung: sehr gut		2	6	0	0	0	

c. Finanzmanagement:

		1	2	3	4	5	
Beschäftigen Sie sich mit Rechngswesen und Controlling?	ja	x					überhaupt nicht
Haben Sie ein KORE System und eine Liquiditätssteuerung?	ja	x					nein
Holen Sie bei Kreditaufnahmen auch Alternativangebote ein?	ja	x					nein
Liegt Ihre Eigenkapitalquote über dem Branchenschnitt?	ja	x					weis nicht
Werden Sie vom STB / Unternberater. umfassd., regelm. betreut?	regelmäßig	x					nie
Treffer:		5	0	0	0	0	Gesamt: 5
Wertung: c. Finanzmanagement: sehr gut		5	0	0	0	0	

d. Leistungserstellung:

		1	2	3	4	5	
Entstehen neue Prod./Leistg. durch Kunden-Marktanforderungen?	immer	x					nie
Herrscht zwischen Entw., Prod., Vertrieb reger Gedankenaustausch?	intensiv	x					überhaupt nicht
Analysieren Sie regelm. Ihre Leistungsprozesse?	ja		x				eher nicht
Verfolgen Sie die Lebenszykln Ihrer wichtigsten Prod./Leistg.?	ja	x					nein
Besitzen Sie ein QS System oder ein Produktionsplanungssyst.?	Ja	x					nein
Treffer:		4	1	0	0	0	Gesamt: 6
Wertung: d. Leistungserstellung: sehr gut		4	2	0	0	0	

Gesamtwertung: 1,20

III. MARKT-BRANCHE: SOFTFACTS © STI

a. Umsatz- / Gewinnentwicklung:

		1	2	3	4	5	
Haben Sie eine positive Umsatz/Gewinnentwicklung?	ja				x		eher nicht
Erfüllen Sie die Pläne für Umsätze und Gewinne?	ja		x				überhaupt nicht
Liegen Sie über dem Branchenschnitt?	ja	x					gar nicht
Sind Sie besser als direkter Konkurrent am Markt?	ja	x					nein
Wird es in Zukunft besser oder schwieriger?	einfacher				x		schwieriger
Treffer:		2	1	0	2	0	Gesamt: 12
Wertung: a. Umsatz- / Gewinnentwicklung: gut		2	2	0	8	0	

b. Investitions- / Konsumbereitschaft:

		1	2	3	4	5	
Hatten Sie in den letzten Jahren steigende oder gleichbl. Investraten?	steigend	x					rückgängig
Sind Ihre Maschinen und Technologien gut im Schuß?	sehr gut	x					verfallen
Steigert sich das Qualitätsbewußtsein Ihrer MA?	ja	x					eher nicht
Haben Sie sinkende oder gleichbleibende Reperaturkosten?	sinkend		x				steigend
Gibt es neue Patente, Produkte, Leistungen?	laufend		x				nicht
Treffer:		3	2	0	0	0	Gesamt: 7
Wertung: b. Investitions- / Konsumbereitschaft: sehr gut		3	4	0	0	0	

c. Bedrohung durch Substitute und Surrogate:

		1	2	3	4	5	
Gibt es ähnliche Anbieter oder Produkte auf Ihrem Markt?	ja			x			überhaupt nicht
Gibt es neue Leistungsangebote die Ihre Märkte berühren können?	ja				x		überhaupt nicht
War zur Entw. Ihres Produktes/Leistung ein hoher Entwaufwd. nötig?	ja	x					eher nicht
Haben Sie einen hohen Anteil an Stammkunden?	eindeutig	x					wir haben keine
Können Sie Eintrittsbarrieren errichten?	extreme			x			eher nicht
Treffer:		2	0	2	1	0	Gesamt: 12
Wertung: c. Bedrohung durch Substitute und Surrogate: gut		2	0	6	4	0	

d. Konjunkturabhängigkeit der Abnehmer:

		1	2	3	4	5	
Sind Sie von Marktzykln in Ihrem Geschäft geprägt?	nein	x					stark
Beeinflussen allgemeine Konjunkturschwankungen Ihr Geschäft?	nicht			x			stark
Einnahmenprobleme der Kunden schlagen auf Ihr Geschäft durch?	eher nicht				x		stark
Marktzykln der Kunden beeinflussen uns	nicht			x			stark
Rohstoffpreise (Öl oder dgl....) wirken auf das Geschäft?	eher nicht	x					stark
Treffer:		2	0	2	1	0	Gesamt: 12
Wertung: d. Konjunkturabhängigkeit der Abnehmer: gut		2	0	6	4	0	

e. Abnehmer- Lieferantenstreuung:

		1	2	3	4	5	
Ist Ihr Geschäft von diversen Lieferanten stark abhängig?	nicht	x					stark abhängig
Ist die Kundenstruktur stark konzentriert (Auto...)?	wenig	x					stark
Hat ein Kunde mehr als x% Umsatzanteil?	20%<	x					>70%
Hat ein Lieferant mehr als x% Wareneinsatz /Fremdleistgsanteil?	<20%	x					>70%
Stellen Sie bei den Kunden einen Konzentrationsprozess fest?	nein	x					ja
Treffer:		5	0	0	0	0	Gesamt: 5
Wertung: e. Abnehmer- Lieferantenstreuung: sehr gut		5	0	0	0	0	

III. Markt - Branche: SOFTFACTS © STI

f. Wettbewerbsdruck:

		1	2	3	4	5	
Hat der Kunde die Chance dieselbe Leistung zu bekommen?	nein		x				ja
Hat der Kunde die Chance eine bessere Leistung zu bekommen?	nein	x					ja
Stellen Sie internationale Konkur. mit besserem Preis/Leistgsv. fest?	nein	x					ja
Ist Ihre Leistung in den letzten Jahren merklich billiger geworden?	teurer		x				billiger
Wie hoch ist der Anteil der Stammkunden?	hoch		x				niedrig
Treffer:		2	3	0	0	0	Gesamt: 8
Wertung: f. Wettbewerbsdruck: sehr gut		2	6	0	0	0	

g. Kundentreue Wechselbereitschaft:

		1	2	3	4	5	
Stufen Sie die Kundentreue Ihrer Kunden als hoch ein?	ja		x				nein
Setzen Sie immer wieder Aktionen zur Erhöhung der Kunderbindung?	oft		x				überhaupt nie
Gibt es wahrnehmbare Produktunterschiede Ihrer Prod./Dl. zur Konk.?	ja	x					eher nicht
Verfügen Sie über eine Markenidentität?	eindeutig				x		nein
Würde ein Kunde Ihre Leistung als herausragend bezeichnen?	absolut		x				gar nicht
Treffer:		1	3	0	1	0	Gesamt: 11
Wertung: g. Kundentreue Wechselbereitschaft: gut		1	6	0	4	0	

h. Markteintrittsbarrieren, Neuzugänge:

		1	2	3	4	5	
Verfügt Ihr Prod./Leistg. über schwer kopierbare Merkmale?	viele		x				keine
Haben Sie sich bez. Leistung oder Qualität deutlich ab?	intensiv		x				überhaupt nicht
Ist für Ihr Produkt Erfahrung und hoher Entwicklungsaufwand nötig?	ja	x					eher nicht
Verfügen Sie über exklusive Distributionskanäle?	ja			x			nein
Haben Sie erfahrungsbedingt sinkende Produktkosten?	ja	x					nein
Treffer:		2	2	1	0	0	Gesamt: 9
Wertung: h. Markteintrittsbarrieren, Neuzugänge: gut		2	4	3	0	0	

i. Austauschbarkeit des Leistungsangebotes:

		1	2	3	4	5	
Sind Ersatz- bzw. gleichwertige Produkte teurer?	teurer			x			billiger
Ist die Umsteigneigung der Kunden gering?	gering				x		hoch
Ihre Leistg. / Prod. kann nicht durch anderes ersetzt werden?	nein				x		ersetzbar
Es gibt keine alternativen Anbieter?	keine			x			viele
Verkaufen Sie Ware aus Billiglohnländern?	niemals		x				ausschliesslich
Treffer:		0	1	2	2	0	Gesamt: 16
Wertung: i. Austauschbarkeit des Leistungsangebotes: zufriedenstellend		0	2	6	8	0	

Gesamtwertung: 2,04

Gesamtbewertung aus Soft und Hardfacts:

2,25

Beispiel: Direkte Cash Flow-Ermittlung

Im Folgenden ein einfaches reales Beispiel zur Darstellung:

AUSZAHLUNGEN	2013	2014	2015	2016
Auszahlungen für den Leistungsprozess				
Lieferant 0	-150,00	-150,00	-150,00	-150,00
Lieferant 1	-2.500,00	-2.500,00	-2.500,00	-500,00
	-3.500,00	-3.500,00	-3.500,00	-1.500,00
	-629,31	-629,31	-629,31	-629,31
Lieferant 13	-273,44	-273,44	-273,44	-273,44
Lieferant 14	-177,72	-177,72	-177,72	-177,72
Lieferant 15	-290,98	-290,98	-290,98	-290,98
FA - Lohnabg. Lfd.	[illegible]	-400,00	-400,00	-400,00
Gemeinde lfd.	[illegible]	-54,00	-54,00	-54,00
Löhne lfd. Brutto	[illegible]	-4.000,00	-4.000,00	-4.000,00
Büroaufwand	[illegible]	-100,00	-100,00	-100,00
Telefon	[illegible]	-75,00	-75,00	-75,00
Miete inkl Nebenkosten (Brutto)	[illegible]	-2.160,00	-2.160,00	-2.160,00
Leasing PKW	[illegible]	[illegible]	-355,25	-355,25
Leasing Lieferwagen	-638,00		-638,00	-638,00
Leasing Leasing Maschinen	-438,00		[illegible]	-438,00
Haftpflicht	-200,00	[illegible]		[illegible]
Steuerberater	-5,00	-5,00		
Instandhaltung	-300,00	-300,00	-300,00	
Porto Post	-30,00	-30,00	-30,00	-30,00
Werbung	-100,00	-100,00	-100,00	-100,00
Treibstoff / Reperatur Fahrzeuge	-1.000,00	-800,00	-800,00	-800,00
sonst Vers.	-295,44	-295,44	-295,44	-295,44
sonst.	-500,00			
Ausz. Für Transaktionen im Working Capital				
Lagerbestandsaufbau	-50,00		-200,00	
Ausz. für Investitionen usw.				
Maschine 1	-200,00	-100,00	-50,00	
Fahrzeuge	-200,00	-150,00	-100,00	-300,00
Ausz. aus Finanzierungsvereinbarungen				
Rückzahlung Kredit Bank AG alt	-268,00	-268,00	-268,00	-268,00
Rückzahlung Kredit Genossenschaft	-448,00	-448,00	-448,00	-448,00
Kosten Sozialkapital (Pensionszusagen ....)	-108,36	-108,36	-108,36	-108,36
Rückzahlung Überbrückungskredit Bank AG neu				-3.000,00
Gesamt Ausz.	**-40.527,69**	**-41.049,43**	**-39.558,39**	**-40.028,39**

Nach dem gleichen Schema werden im Anschluss die Einzahlungen geplant:

EINZAHLUNGEN	2013	2014	2015	2016
Einzahlungen aus dem Leistungsprozess				
Kunde 1	200,00	200,00	200,00	200,00
Kunde 2		7.700,00	7.700,00	7.700,00
Kunde 3	600,00	600,00	600,00	600,00
Kunde 4	2.500,00	2.500,00	4.125,00	5.125,00
Kunde 5	500,00	500,00	500,00	500,00
Kunde 6	400,00	400,00	400,00	400,00
[illegible]	1.000,00	1.000,00		
[illegible]	100,00	100,00	100,00	100,00
Kunde [illegible]	296,00	296,00	296,00	296,00
Kunde 26	750,00	750,00		
Kunde 27	500,00	1.350,00	275,00	1.500,00
Kunde 28	50,00	2.500,00	2.000,00	2.250,00
Kunde 29		420,00	420,00	420,00
Kunde 30	[illegible]	[illegible]	1.000,00	2.000,00
Kunde 31	750,00	[illegible]	[illegible]	13.500,00
Einzahlungen aus Transaktionen im Working Capital				
Verkauf ab Lager		150,00		
Einzahlungen aus Finanzierungen				
Bankkredit neu Bank AG			3.000,00	
Einzahlung Gesellschafter			2.000,00	2.000,00
Einzahlung Investor	14.000,00			
sonstige Einzahlungen				
Einzahlung sonstige				
Gesamt Einz.	**40.546,00**	**41.046,00**	**39.546,00**	**40.146,00**
Ein. abz. Aus.	18,31	-3,43	-12,39	117,61
GESAMT	**18,31**	**14,88**	**2,49**	**120,09**
Zahlungsmittelbestand	**18,31**	**14,88**	**2,49**	**120,09**

Kapitel 3: DIE PRAXIS

Prozesse, Projektorganisation, Erfolgsfaktoren

Präambel

Im ersten Kapitel haben wir uns mit unterschiedlichen Gründen und Anlässen von Unternehmensbewertungen, sowie grundsätzlichen Definitionen und Beschreibungen von verschiedenen Berechnungsmethoden befasst. Wir haben zwischen dem Wert eines Unternehmens und dem konkret erzielbaren Preis unterschieden. Ein Glossar mit einer Erklärung zu den gebräuchlichsten Fachbegriffen hat dieses Einführungskapitel abgeschlossen.

Im zweiten Kapitel haben wir uns in einzelne Bewertungsmethoden vertieft und uns der praktisch-technischen Seite der Bewertung gewidmet. Dieses zweite Kapitel soll allgemein Interessierte in die Lage versetzen die grundsätzlich richtige Bewertungsphilosophie für den konkreten Anlassfall zu verstehen und den Aufwand für eine Bewertung abschätzen zu können. Es bietet aber auch für Spezialisten oder Personen die sich in konkrete Bewertungen einarbeiten wollen wesentliche Einblicke und weiterführende Hinweise. Ein vielfach auch recht mathematisch-philosophisches Kapitel.

Im dritten Kapitel wollen wir uns mit der unternehmerischen Sicht der Unternehmensbewertung befassen. Weit über die Berechnungsmethode aus technischer Sicht hinaus, gibt es inhaltliche und prozesstechnische Faktoren, welche die Bewertungsgrundlage und damit den Unternehmenswert beeinflussen. In weiterer Folge sind damit praktisch immer Auswirkungen auf Finanzierungsfragen, Kaufpreisbildung und die Unternehmensentwicklung verbunden.

Es steht damit zwei Fragen im Vordergrund:

- Was sind die Werttreiber in der jeweils angewendeten Methode. Wie kommen diese zustande, wie werden dies geplant, analysiert, hinterfragt.
- Was sind die wertmindernden Faktoren, die Stolpersteine, die Hemmnisse auf welche in der jeweiligen Bewertungssituation oder im Entscheidungsprozess einer Finanzierungs- oder Kaufpreisfindung zu achten ist.

Rahmenbedingungen für Unternehmensbewertungen

Wie bereits in Kapitel 1 ausgeführt gibt es unterschiedliche Anlässe und Rahmenbedingungen für Unternehmensbewertungen. Dass bereits diese Rahmenbedingungen einen wesentlichen Einfluss auf die Bewertung und einen allfälligen späteren Preis haben wollen wir anhand gängiger Fälle aus der Praxis kurz erörtern.

Grundsätzlich geht es immer wieder um den Faktor Zeit und die aktuelle Situation in der sich das Unternehmen befindet. Als Erstes stellt sich die Frage, wird die Unternehmensbewertung vom Unternehmen bzw. Management gewünscht oder gibt es einen externen Druck eine solche durchzuführen.

Unternehmensbewertung mit mittelfristiger Zielsetzung

Diese Fälle sind die klassischen, in der gängigen Literatur als Idealfälle beschriebenen Bewertungsfälle. Es gibt genügend Zeit für Planung und Bewertung, die Zielsetzung ist klar. In diesen Fällen können natürlich alle Register gezogen werden, um zu einem auf das Unternehmen und den Anlassfall hin optimalen Ergebnis zu kommen.

Beispiele dafür könnten sein:

- Spaltung des Unternehmen zur allgemeinen Risikoteilung
- Erbschaftsregelungen im Zuge einer geplanten Übergabegabe im Familienkreis
- Verkauf des Unternehmens oder von Unternehmensteilen
  aus strategischen Überlegungen
- Börsengänge
- Einstieg eines strategischen Partners in das Unternehmen
- Verschmelzung (auch von Teilbereichen) mit anderen Unternehmen aus strategischen Gründen
- Einbringung des Unternehmens in eine übergeordnete Holding
- Wertorientierte Unternehmensführung (Wertsteigerung, Performance)

Unternehmensbewertung aus unmittelbarem Anlass

Nun gibt es neben den beschriebenen Idealfällen immer wieder ungeplante und unplanbare Umstände die eine Unternehmensbewertung erfordern.

Beispiele dafür könnten sein:

- Spaltung des Unternehmen zur speziellen Risikoabsicherung aus z.B. Marktveränderungen
- Erbschaftsregelungen im Zuge einer ungeplanten Übergabegabe im Familienkreis aufgrund eine Unglückfalles
- Verkauf des Unternehmens oder von Unternehmensteilen aus akuter wirtschaftlicher Notwendigkeit
- Einstieg eines Partners in das Unternehmen aus wirtschaftlicher Notwendigkeit
- … und viele andere mehr

Was ist das Besondere an diesen Fällen? Wir meinen damit nicht den Faktor Zeit. Es ist die Veränderung der Situation des Unternehmens und damit verbunden häufig auch des Unternehmenswertes. Das plötzliche Ausscheiden wichtiger Führungspersonen verändert vor allem in kleineren Unternehmen häufig die wirtschaftlichen Grundlagen. Die plötzlich Veränderung von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen (Wirtschaftskrisen, Marktveränderungen durch Mitbewerber usw.) erfordert eine geänderte Denk- und Vorgehensweise, alles Faktoren die sich sehr rasch auf den Firmenwert auswirken können.

Dazu gibt es bekannte Beispiele aus der Praxis. In Zeiten des Wachstums wurden Internetfirmen fast schon zu Phantasiepreisen gehandelt. Der Markt war gesättigt. Die sogenannte „Dotcom-Blase“ im März 2000 ist geplatzt und auch, oder gerade, solide Firmen in diesem Bereich waren von heute auf morgen unverkäuflich und faktisch kaum etwas wert.

Solche Extrembeispiele verführen natürlich zu Abwehrreaktionen – ich bin in einer anderen Branche einer anderen Struktur. Das hat mit mir nichts zu tun. Lassen Sie uns dem widersprechen. Es gibt in fast allen Branchen Zusammenschüsse von Unternehmen, den Eintritt von Mitbewerbern usw. und auch hier kann sich der Unternehmenswert auch klassischer Unternehmen stark ändern, wenn aus Wachstumspotentialen plötzlich ein Verdrängungswettbewerb entsteht.

Unternehmensbewertung unter externem Druck

Der klassische Anlassfall dazu ergibt sich für Unternehmen in oder nach einer wirtschaftlich schwierigen Situation. Gewinne bleiben aus, die Finanzierung ist unter Umständen bereits angespannt, die Bank sucht Sicherheiten. Die Gründe könnten sein:

- Schließung des Unternehmens
- Sanierungsverfahren

- Finanzierungsangelegenheiten
- Investitionsnotwendigkeiten
  - …….

Nehmen wir an, es ist entsprechende Substanz in Form von Betriebs- und Geschäftsausstattung, Gebäude und Grundstück vorhanden. Es stellt sich bereits bei der Anwendung der Einzelbewertungsmethoden die Frage des Ansatzes, Substanzwert oder Liquidationswertverfahren. Aus dem Besicherungsbedarf der Geldgeber bzw. der Bank heraus wäre es nicht verwunderlich, wenn der Unternehmer der an Weiterführung denkt mit Substanzwerten rechnet und argumentiert, die Bank aber bereits in Liquidationswerten denkt. Der Unternehmer sieht noch Finanzierungsspielraum und damit Handlungsmöglichkeiten, die Geldgeber schon nicht mehr.

Damit sind wir auch in diesen Fällen blitzartig bei der Basis aller gängigen Unternehmensbewertungen und Analysen gelandet, der Unternehmensplanung. Wie sieht die Zukunft des Unternehmens aus. Welche Marktberechtigung hat es. Diese Marktberechtigung spiegelt sich mittel und langfristig immer im Ertrag oder im Cash Flow wieder.

Unternehmensplanung, Planungsanalyse

Spricht man von Unternehmensbewertung so spricht man implizit immer von Unternehmensplanung, der Grundlage aller gängigen Bewertungsverfahren. Der Wert des Unternehmens wird immer durch seine aktuelle Ausgangssituation und die Zukunftsaussichten des Unternehmens bestimmt. Dies wurde in den ersten beiden Kapiteln auch bereits ausführlich beschrieben. Nun wollen wir etwas genauer auf dies Punkte eingehen.

Grundsätzlich gilt, dass für die Unternehmensplanung immer jene Maßstäbe anzulegen sind, die ein Prüfer wie zum Beispiel ein potentieller Käufer anlegen würde. Wir unterscheiden daher in den weiteren Ausführungen bewusst nicht zwischen Verkäufer und Käufer, Unternehmer und Financier.

Man muss sich immer vor Augen halten, dass im Falle von Verhandlungen die Vertrauensbasis die wirkliche Basis ist. Versuche „die Braut zu schmücken“ im Sinne von Behübschung von Zahlen oder Darstellungen führen fast immer zu erheblichen Problemen.

Wenn wir also von Werttreibern reden, dann meinen wir die Erfolgsfaktoren des Unternehmens. Jene Faktoren, die den Wert des Unternehmens am Markt beeinflussen, die den Gewinn entscheidend beeinflussen, die Umsatzbringer, das Know How in der Produktion, den Zugang zu Kunden und Lieferantenmärkten, Mengenvorteile, Organisationsgrad usw.

Gerade die erste Phase einer Planung und Prüfung beschäftige sich sehr stark damit „Behübschungen“ aufzudecken, wahre Sachverhalte heraus zu arbeiten. Werden in dieser Phase starke Unklarheiten gefunden gibt es zumeist gar keine Zweite mehr. Mit diesem Thema werden wir uns im Anschluss noch näher befassen.

Analyse der Ist-Situation

Soll ein Unternehmen bewertet werden, ist als erstes eine Analyse der aktuellen Situation unabdingbar. Dabei sollte nie die standardisierte Bearbeitung von Checklisten im Vordergrund stehen! Auch wenn wir die Anlässe für Unternehmensbewertungen in Kategorien zusammengefasst haben, jeder Bewertungsanlass hat seine individuellen Aspekte, die von vornherein berücksichtigt werden müssen. Es ist von Anbeginn zu entscheiden in welcher Tiefe und mit welchem Aufwand die Analyse erfolgt und in weiterer Folge, welcher Aufwand in die Planung und Bewertung investiert werden soll.

So manche Unternehmen bzw. Unternehmer werden von einem vermuteten hohen Analyse- und Planungsaufwand abgeschreckt. Selbstverständlich gilt immer das Kosten- Nutzen Prinzip. Wenn also jemand alle Checklisten abarbeitet, denen er im Rahmen einer Unternehmensplanung habhaft wird, kann dies zu einem Aufwand führen, der dem Anlass nicht mehr entspricht.

Umgekehrt gilt, werden wesentliche Aspekt nicht ausreichend beachtet, wird dies in der Regel zu falschen Ergebnissen sowohl in der Unternehmensbewertung als auch in der Unternehmensentwicklung führen.

Der Grundsatz lautet daher: Vor Beginn der Planungs- und Bewertungsphase muss sich die Unternehmensleitung überlegen welche Bedeutung die Unternehmensbewertung konkret hat oder haben kann, welcher Aufwand gerechtfertigt ist.

Diese Überlegungen sind mit **„gebührender Sorgfalt**“ anzustellen, auf Englisch übersetzt **„Due Diligence“.**

Exkurs - Due Diligence

Darunter wird die sorgfältige Prüfung und Analyse eines Unternehmens, insbesondere im Hinblick auf seine wirtschaftlichen, rechtlichen, steuerlichen und finanziellen Verhältnisse verstanden. Ziel einer Due Diligence ist die Absicherung der Annahmen und Voraussetzungen einer Unternehmensplanung und das Identifizieren der relevanten Risiken. Dabei kommt auch der kulturellen, technischen, mitarbeiterbezogenen, sowie der umweltbezogenen Prüfung immer wieder große Bedeutung zu. Der Begriff Due Diligence wird in der Regel im Zusammenhang mit dem Kauf von Unternehmen genannt und beschreibt damit gleichzeitig sehr gut, welcher Maßstab an Sorgfalt bei Analyse und Planung anzulegen ist.

Wertbestimmende Faktoren

Ansprüche an Unternehmen kommen von vielen Seiten. Kunden wollen Produkte/Leistungen mit höchster Qualität zu konkurrenzfähigen Preisen. Lieferanten wollen ihrerseits gute Preise und die Sicherheit diese auch bezahlt zu bekommen. Mitarbeiter verlangen attraktive Löhne und Arbeitsbedingungen. Die Öffentlichkeit fordert in Form von Gebietskörperschaften und staatlichen Organisationen unterschiedliche Beitragszahlungen ein. Die Eigentümer wollen aktuelle Ausschüttungen und auch zukünftigen Ertragssicherheit. Fremdkapitalgeber besitzen finanzielle Ansprüche gegenüber dem Unternehmen und verbinden dies mit Sicherheiten.

Ein erfolgreiches Unternehmen bzw. dessen Management ist gefordert, ständig Gewinne aufzuweisen und liquide Mittel bereit zu stellen – mit anderen Worten „Werte“ zu schaffen und auch selber einen Wert zu haben.

Wir werden als nächstes zwischen zwei wichtigen Werttreibern unterscheiden

- Erstens die Werttreiber, die für die Berechnungsmethoden wesentlich sind
- Zweitens die Werttreiber, die strategisch und operativ nachhaltige Wertveränderungen erbringen

Werttreiber in den Bewertungsmethoden (Technische Treiber)

Technische Wertreiber beziehen sich auf die Berechnungsmethoden. Es ist also wichtig die Methode zu verstehen.

Bei der Einzelbewertung (Substanzwertverfahren, Liquidationswertverfahren) ist dies der pflegliche und wertsteigernde Umgang mit den Vermögenswerten die im Aktivteil der Bilanz

angeführt sind. Der Zustand von Maschinen, Gebäuden und Produktionsmittel, die Aktualität und Vermarktbarkeit des Lagers, sind Faktoren die ohnehin allgemein bekannt sind.

Bei den Vergleichsmethoden haben wird aufgezeigt, dass die Kenngröße (EBIT, Umsatz) und der Multiplikator die Einflussparameter der Wertberechnung darstellen. Ein höherer Umsatz bedeutet nicht zwangsläufig, dass das Unternehmen profitabler geworden ist. Der Umsatz wäre ein technischer Werttreiber in der Bewertung und es gilt die Frage zu stellen, ob dies der richtige Blickwinkel ist.

Aber auch höhere Gewinne (EBIT) müssen nicht unbedingt einen realen Wertzuwachs bedeuten. Der Werttreiber, in diesem Fall der Gewinn (EBIT), hängt unter Umständen damit zusammen, dass wesentliche Sachgüter wie Produktionsanlagen völlig abgeschrieben sind. Die Gewinne sind hoch, der Investitionsbedarf aber möglicherweise auch und es stellt sich die Frage, ob dann noch Gewinne geschrieben werden.

Umgekehrt können strategische Projekte und Forschungsausgaben, welche die aktuellen Gewinne drücken, wesentlich für die positive Entwicklung sein. Sie stellen einen wesentlichen Wert für die Zukunft dar und können über den Umsatz nicht bewertet werden.

Merksatz

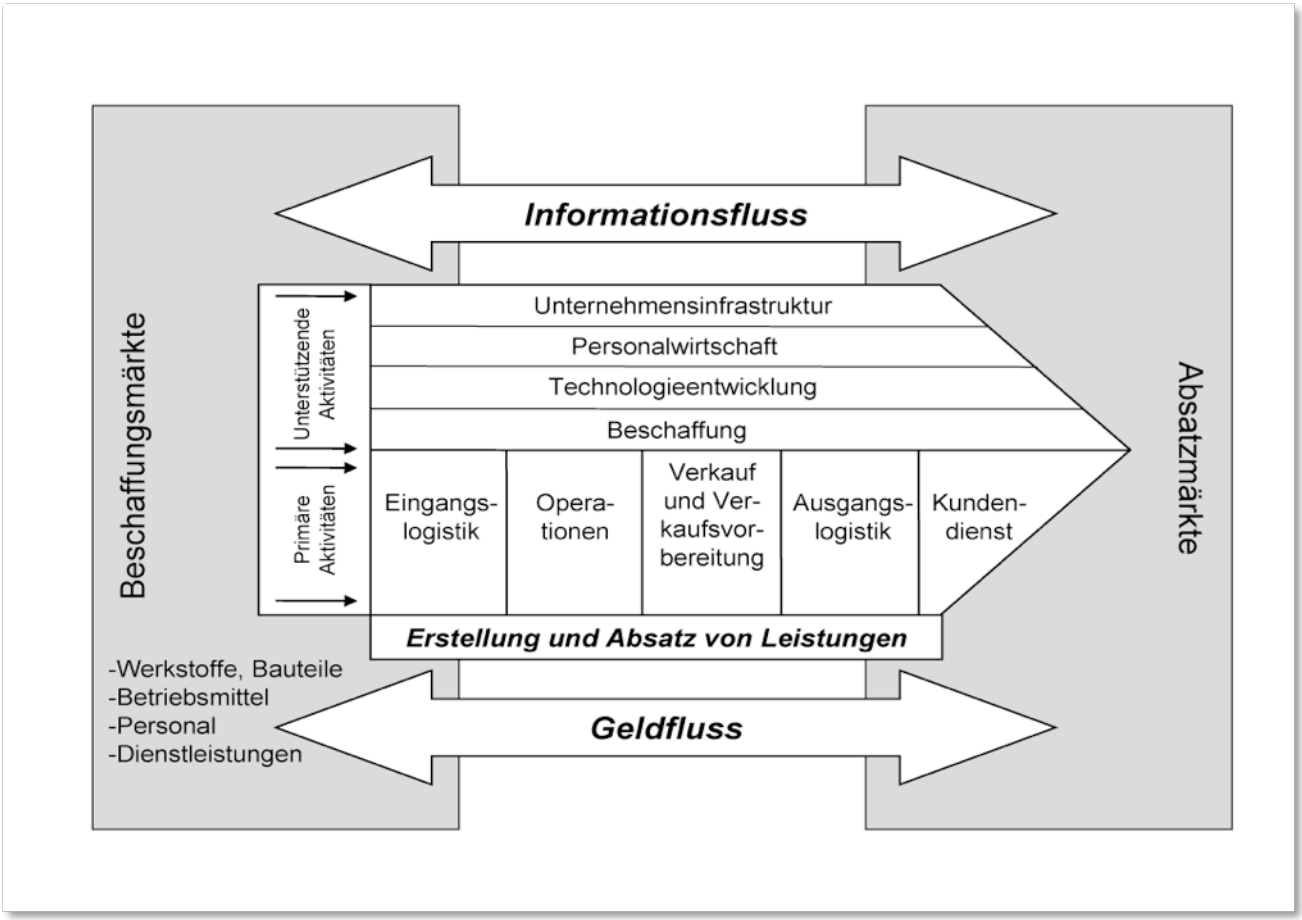
Bei der Anwendung der Bewertungsmethode muss auf jeden Fall der technische Werttreiber und damit auch die verwendetet Methode hinterfragt werden. Auch in der gleichen Branche und Betriebsgröße gibt es keinen „einzig richtigen“ Wertreiber der angewendet werden „muss“, auch wenn dies mitunter suggeriert wird. Es hängt immer vom Status des Unternehmens ab wie vorzugehen ist.

Dazu ein einfaches Beispiel: Zwei Gewerbebetriebe in der gleichen Branche mit gleichem Umsatz und gleichem, positiven Gewinn. Das eine Unternehmen ist seit 40 Jahren in der Branche tätig, das andere seit zwei Jahren. Da würde jeder Unternehmer sofort die Potentiale hinterfragen und damit den Wert des Unternehmens.

Werttreiber des operativen Geschäfts (Strategische Treiber)

Geht es bei den technischen Treibern um die Methodenwahl, so geht es bei den operativen Wertreibern um all jene (Erfolgs-) Faktoren die ein Unternehmen ausmachen, die sogenannte Wertschöpfungskette.

Wenn wir von der Wertschöpfungskette sprechen, so beziehen wir uns meisten auf das 1982 von Michael Porter entwickelte gleichnamige Modell. Dieses Modell erklärt mit einfachen Mitteln, an welcher Stelle ein Unternehmen welchen Mehrwert für den Kunden generiert. Wie überall wurde dieses Modell weiter entwickelt für manche Anwendungen auch kritisiert, dennoch schafft es ein Grundverständnis weswegen wir es hier auch kurz anreißen.



Wertschöpfungskette nach Porter

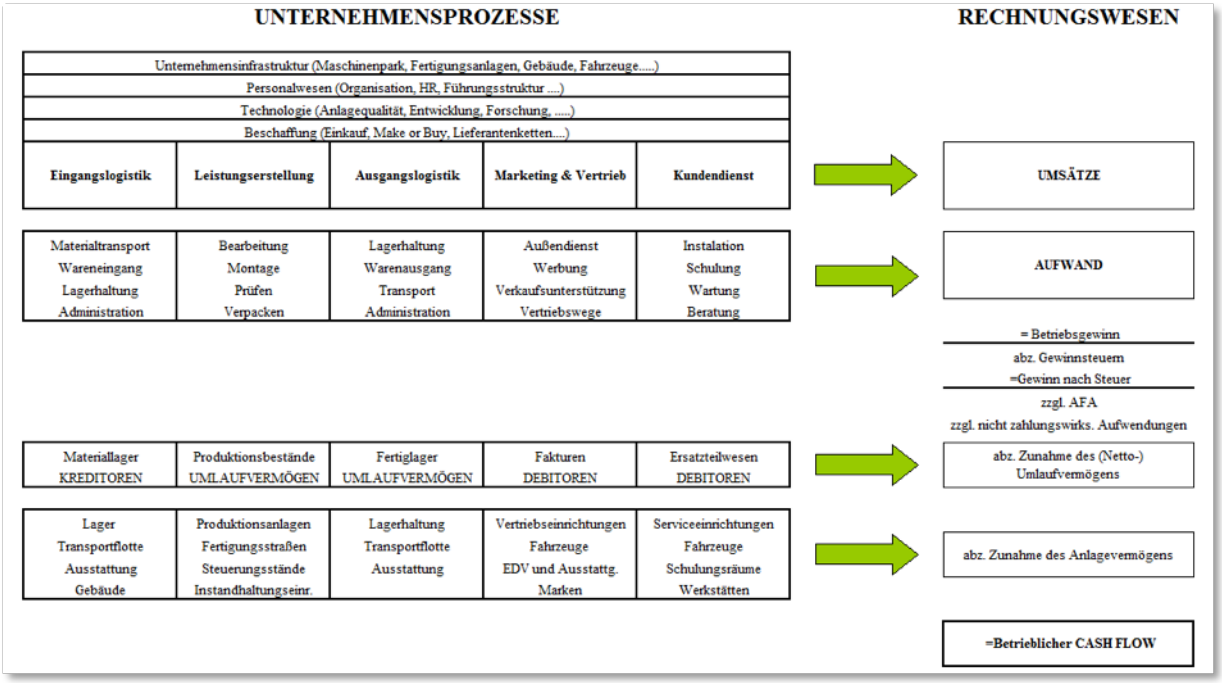
Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass dieses Modell für Dienstleistungsunternehmen schwieriger anzuwenden ist als in Produktionsunternehmen. Auch können damit sehr komplexe Prozesse nur bedingt dargestellt werden. Wir wollen uns aber wieder der

Bewertung zuwenden und verlassen damit den Bereich der Geschäftsprozessanalyse wieder.

Wichtig ist, dass das Unternehmen aus Sicht der Wettbewerbssituation und der Branchenattraktivität analysiert und geplant werden. Die Summe der Aktivitäten des Unternehmens am Markt, begonnen im Einkauf über Produktionsfaktoren bis hin zu Vertriebs- und Verwaltungsstrukturen führen zum Gewinn. Es gilt also zu analysieren welche nachhaltigen Faktoren bzw. Unternehmensbereich zum Gewinn beitragen und in welchen Bereichen Gefahren schlummern.

Zusammengefasst: Der technische Werttreiber Gewinn kommt durch einzelne, konkrete, operative und manchmal auch strategische Vorgehensweisen und Abläufen zustande. Diese gilt es zu hinterfragen.

Wenn Sie den Cash Flow-Ansatz wählen kommen Sie wie folgt von der Werttreiberanalyse zum Cashflow:



Die strategischen Faktoren

Die gut beeinflussbaren Faktoren müssen möglichst früh optimiert werden. Geschieht dies nicht sinkt der Unternehmenswert im Laufe der Zeit oder wird ein potentieller Erwerber Wertminderungspotentiale erkennen und in die Bewertung bzw. in die Kaufpreisfindung mit einfließen lassen.

In der Praxis sind dies oft einfache Faktoren. Nehmen wir an, ein Schlüsselmitarbeiter hat das Unternehmen verlassen oder wird in Pension gehen. Solange die Position nicht nachbesetzt wurde ist dies ein Problem im Tagesgeschäft und gleichzeitig ein wertmindernder Faktor bei Übernahmegesprächen.

Je transparenter und plausibler die Unternehmensplanung ist, umso leichter gestaltet sich auch die Verhandlung mit Geldgebern oder potentiellen Käufern. Es wird immer wieder unterschätzt wie sehr falsche oder fehlerhafte Angaben das Ergebnis von Verhandlungen beeinflussen. Das Gegenüber wird nach dem ersten Anlass ihre Angaben wesentlich intensiver nachfragen, der Aufwand steigt. Ihre Glaubwürdigkeit bzw. die Fehler werden als

Risiko in den Kaufpreis eingerechnet. Und so manche Verhandlung wird aus solchen Gründen höflich aber endgültig beendet.

Auch weniger gut beeinflussbare Faktoren wie Liquiditätssituation, Marktposition und beispielsweise Innovationen sind auf das Genaueste zu analysieren. Für anstehende Verhandlungen ist es besser mit Offenheit und Argumenten gewappnet zu sein, als zu versuchen einem Thema auszuweichen auf welche das Gegenüber aus gebotener Sorgfalt auf jeden Fall kommen muss.

Wertzuwachs durch gezielte Vorbereitungen

In Verhandlungen gilt, unabhängig ob Sie Erwerber, Verkäufer, Financier sind: eine gezielte Vorbereitung wird immer ein besseres Ergebnis bringen. Es gilt den Wert in einen Preis bzw. in ein Finanzierungsausmaß umzusetzen.

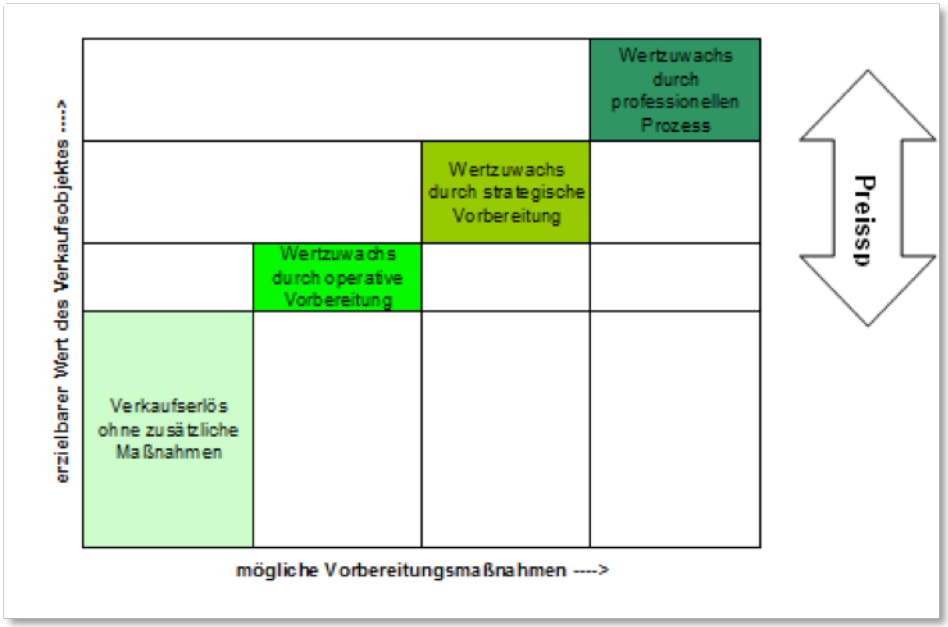


Abb. : Erhöhung der Preisspanne durch Vorbereitung

Damit sind wir bei jenen Abläufen und Prozessen gelandet die häufig der Anlass für Unternehmensbewertungen sind. Dem Verkauf des Unternehmens, dem Einstieg eines neuen Partner, der Finanzierung des bestehenden Unternehmens.

Der Unternehmenswert im M&A Prozess

Die strategischen Überlegungen des Verkäufers und die Motive des Unternehmenskäufers verlangen eine rechtzeitige Vorbereitung einer Unternehmenstransaktion. Je besser (und auch je länger) die Transaktion vorbereitet ist, desto einfacher ist der Prozessablauf. Konnten der Umstände halber jedoch nur geringe Vorbereitungen getroffen werden, so erfordern die Prozesse wirkliche Experten in der M&A Thematik, um Ihr Projekt auch erfolgreich abarbeiten zu können.

Genau wie die strategischen gehören auch die operativen Parameter gut vorbereitet. Über die Unternehmensbewertung hinaus gibt es nun unterschiedliche Bereiche, die den Kaufpreis deutlich beeinflussen können. Wichtige Themenkreise die faktisch immer schlagend werden:

Steuerliche Aspekte

Oft wird gewünscht, dass eine Transaktion steueroptimal sowohl für den Käufer als auch für den Verkäufer abläuft. Aus Verkäufersicht ist natürlich der Erlös nach Steuern ausschlaggebend, aber auch der Verkäufer möchte seine Steuerlast optimieren. Der Hauptakteur in diesem Projektabschnitt ist der Steuerberater mit seinem Team. Damit das Ganze nicht in eine reine Tax Diligence ausartet, sollte dieser Abschnitt in einem eigenen Teilprojekt abgearbeitet werden. Steuerliche Optimierungen sind eine Pflichtaufgabe. Das soll aber nicht dazu führen, dass der Wert oder gar der Kaufpreis eines Unternehmens nur mehr aus steuerlicher Sicht diskutiert wird.

Rechtliche Aspekte

Oft wird die rechtliche Seite des Verfahrens sehr stark herausgestellt. Dies passiert oft dann, wenn sich eine der Seiten unsicher fühlt. Manchmal auch, weil jemand etwas verbergen will (und dies meist jeder weiß....). Die Kaufverträge und die Legal Due Diligence stehen dann im Mittelpunkt, auch sie sollten ein wichtiges Teilprojekt sein. Nicht geklärte oder klärbare rechtliche Belange stellen darüber hinaus einen Risikofaktor dar, der unbedingt in die Unternehmensbewertung oder letztlich den Kaufpreis Eingang finden muss.

Betriebswirtschaftlich, organisatorische Aspekte

Unter diese Kategorie fällt die Vorbereitung und Organisation der Verhandlungen sowie die Herstellung der Transaktionsfähigkeit (siehe Grafik). Diese stellen Kostenfaktoren dar, die es

zu optimieren gilt. Wer übernimmt welche Aufgaben in welcher Phase der Verhandlungen. Wer gehört ins Team der Vor- und Aufbereiter, wer sind die Entscheider, wer die Unterstützer. Je optimaler das Team, je optimaler das Ergebnis.

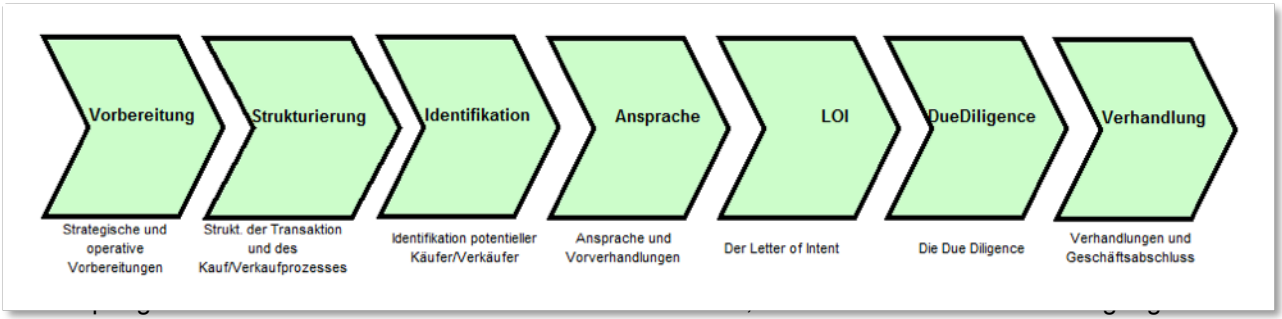
Die Transaktionsstruktur

Haben Sie sich mit den strategischen und operativen Themen auseinandergesetzt, geht es um die Struktur der Transaktion[15]. Unterschiedliche Ziele werden unterschiedliche Prozessverläufe nach sich ziehen[16].

Ja nachdem, ob Sie eine Minderheits- oder Mehrheitsbeteiligung zu vergeben haben, bzw. anstreben, ob es sich um eine vollständige Übernahme (Übergabe) in Form eines Share-Deals oder eines Asset-Deals handelt, wird der gesamte Verhandlungsprozess anders ablaufen. Je nachdem, ob Sie an einen Finanzinvestor, einen strategischen Investor (Konkurrent, Kunde, Lieferant, oder andere Partner) oder an Ihre Manager verkaufen (MBO), es wird sich dies im Ablauf der Verfahren spiegeln. Je nachdem ob Sie ein Auktionsverfahren, ein limitiertes Bieterverfahren oder ein offenes Verhandlungsverfahren wählen, es wird in der Transaktionsstruktur nachhaltige Veränderungen nach sich ziehen.

Besprechen Sie sich möglichst früh mit einem Experten, der M&A Projekte durchführt. Dies kann unabhängig von einem konkreten Verkaufsplan sein und selbstverständlich unabhängig von der Unternehmensgröße. Ein Experte wird Ihnen sehr rasch die kritischen Erfolgsfaktoren auseinander setzen können. In der Praxis ist es fast schon die Regel, dass solche, oft auch nur einstündige Gespräche, den ganzen Verlauf verändern bzw. beeinflussen.

Im Wesentlichen läuft ein Unternehmensverkaufsprozess wie in der folgenden Grafik dargestellt ab. In der Praxis kann der eine oder andere Schritt kürzer oder länger ausfallen.



überlegt zu haben birgt immer ein Risiko.

Erfolgsfaktoren im Verkaufsprozess

Rahmenbedingungen schaffen

Der sogenannte „Letter of Intent“ (LoI), ist eine Absichtserklärung, der vor allem von kleineren Unternehmen immer wieder unterschätzt wird. In einem guten Letter of Intent wird (für beide Seiten!!) festgelegt, Wer mit Wem über welchen Inhalt, mit welchen Zielsetzungen, mit welchen Kompetenzen verhandelt. Es wird der Informationsfluss, die Informationsweitergabe genauso geregelt wie die Verschwiegenheit und wer welche Kosten in diesem Prozess übernimmt. Es sollte niemals passieren, dass Unterlagen, Informationen oder auch nur Fragen an Personen oder Institutionen ohne das Einverständnis oder Wissen des anderen Vertragspartners weitergegeben werden. Die geschieht ohne böse Absicht, weil eben nicht ausgesprochen, jedoch immer wieder. Dass aus dem kaufmännischen Vorsichtsprinzip heraus nicht erst am Ende eines Prozesses zu verhandeln ist, wer denn nun im Nachhinein welche aufgelaufenen Kosten zu tragen hat, ist grundsätzlich immer allen Beteiligten klar. Warum diese Regelung in der notwendigen Klarheit in der Praxis oft fehlt, ist ein sicher beachtenswertes Phänomen.

Realistische Kaufpreisvorstellungen

Unser Kurs dient dazu, Ihnen einen Einblick zu verschaffen, wie eine Unternehmensbewertung zustande kommt. In weiterer Folge ist dies die Ausgangsbasis für allfällige weiterführende Verhandlungen. Es ist immer wieder zu beobachten, dass deutliche Zuschläge zum Firmenwert gemacht werden um sich dann wieder „herunterhandeln“ zu lassen. Der Firmenwert wird ohnehin in einer Bandbreite angegeben. Nutzen Sie diese Bandbreite auch in der Argumentation. Phantasiepreise führen regelmäßig zum Abbruch von Verhandlungen, oft bevor diese ernsthaft begonnen haben.

Seriosität und Ehrlichkeit

Vertrauensverlust während der Verhandlungen führt unweigerlich eine Situation in der die Verhandlungspartner versuchen sich gegenseitig in die schlechtest mögliche Lage bringen. Meist verliert man dadurch die gemeinsame „Augenhöhe“. Der Deal platzt unweigerlich, oft wegen scheinbarer Nebensächlichkeiten. Das wahre Thema, der Vertrauensverlust, wird wenn überhaupt erst kurz vor Abbruch der Verhandlung und da oft nur indirekt angesprochen. Achten Sie gut auf die „Gefühle“ Ihres Verhandlungsteams. Sprechen Sie Unklarheiten frühzeitig, aber möglichst ohne „Untertöne“ an.

Vorbereitung

Rechtzeitige und gute Vorbereitung schafft die nötige Flexibilität in zeitkritischen Phasen. Sind Sie am Thema dran, kann der Prozess oft verkürzt werden. Denken Sie daran: eine gute Vorbereitung und gute Argumente können zusätzlich vertrauensbildend wirken und den gesamten Prozess positiv beeinflussen. In der Vorbereitung erarbeiten Sie sich darüber hinaus die erforderliche Realitätssicht dafür, was im Rahmen von Verhandlung tatsächlich möglich bzw. erreichbar ist.

Emotionale Loslösung

Wie bereits angesprochen ist die Realitätssicht ein wesentlicher Faktor. Der Verkäufer muss rechtzeitig die emotionale Loslösung von seinem (!!!) Unternehmen schaffen. Die glaubwürdige Bereitschaft, bei der Übergabe in der geforderten bzw. notwendigen Art und Weise mitzuwirken, wird den Kaufpreis jedenfalls mit beeinflussen.

Finanzierung

Eine rechtzeitige Prüfung der Finanzierung durch den Käufer bzw. der Mittelverwendung durch den Verkäufer ermöglicht es, Klippen zu umschiffen, die sehr häufig und unnotwendiger Weise zum Scheitern von Verhandlungen führen. Dies betrifft in der Praxis zunehmend gut geführte kleinere Unternehmen. Der Wert solcher Unternehmen ist dann unbestritten, jedoch fehlt es dem potentiellen Käufer an Finanzierungsmöglichkeiten. Wenn dieses Thema erst am Ende der Verhandlung auftaucht ist der Verkäufer oft zurecht verärgert, der potentielle Übernehmer verliert das Gesicht - Endstadion. Unter rechtzeitiger Einbindung von Fachleuten lassen sich, zumeist unter Mitwirkung des Verkäufers, immer wieder Model zur Zufriedenheit beider Seiten entwickeln. Soweit ein Verkäufer Risiken der Finanzierung mit übernimmt, zum Beispiel bei Earn Out Modellen, hat dies selbstverständlich auch Einfluss auf den Kaufpreis. In den Verhandlungsfluss sollte die Finanzierung daher immer als eigenes Thema eingeplant werden.

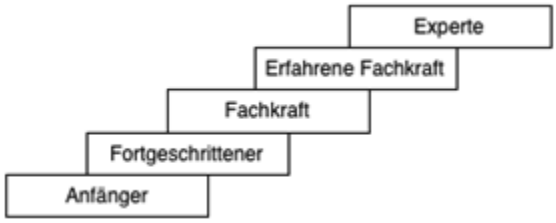
Die Rolle der Experten

Die Auswahl von notwendigen Berater und Experten ist ein Thema für sich. Was soll, kann oder muss vom Unternehmer oder seinen Mitarbeitern erledigt werden, wann und für welche Aufgaben ziehe ich externe Fachleute dazu. Dies muss in jedem einzelnen Fall vom Unternehmen entschieden werden. Einerseits ist das eine Kosten Nutzen Rechnung, andererseits müssen die richtigen Experten zumeist erst gefunden werden. Nun gilt für alle Experten ob Rechtsanwalt, Notar, Wirtschaftstreuhänder oder Unternehmensberater, dass sie zur Ihrer Grundkompetenz sich auf unterschiedliche Fachgebiete spezialisiert haben. Wie erkennt man nun, abgesehen von der Eigendarstellung, einen Experten?

Die Brüder Stuart und Hubert Dreyfus haben sich anfangs der achtziger Jahre unter Anderem intensiv mit der Frage auseinandergesetzt, was Experten von anderen Fachleuten oder Menschen, die sich auch mit diesem Thema auseinander setzten, unterscheidet. Dreyfus[17] bemerkt zu diesem Stadium: „*Wenn keine außergewöhnlichen Schwierigkeiten auftauchen, lösen Experten weder Probleme noch treffen sie Entscheidungen; sie machen einfach das was normalerweise funktioniert*“.

Ein bekanntes Beispiel, ein schöner Vergleich der gezogen werden kann sind Simultan-Turniere die von Schachmeistern gespielt werden. Schachmeistern nehmen die Konstellation der Figuren als gesamtes Muster einer Situation mit allen Bedrohungen, Stärken, Chancen und Schwächen auf und lösen die Herausforderungen.

Exkurs zu Experten



- Der Anfänger hält sich strikt an gelehrte Regeln und Verfahrensweisen.
- Der Fortgeschrittene hat Verständnis für den Zweck einzelner Tätigkeiten
- Die Fachkraft nimmt den Zusammenhang mit Zielen wahr, es stellt sich Routine ein
- Die erfahrene Fachkraft hat ein gesamtheitliches Situationsbild und erkennt Abweichungen von der normalen Vorgehensweise.
- Der Experte hat ein tiefgreifendes Verständnis der Situation, erkennt was möglich ist, benutzt einen analytischen Ansatz und verlässt sich nicht nur auf bestehende Regeln und Leitbilder.

Fazit

Was bedeutet dies für uns im Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung? Sie werden einen Experten daran erkennen, dass dieser unabhängig vom Stadium einer Verhandlung oder eines Prozesses innerhalb kürzester Zeit sagen kann, welche nächsten Schritte notwendig sind und wie die Verhandlung (Schachpartie) grundsätzlich zu beurteilen ist. Wenn Ihre Problemstellung aus Sicht des Experten tatsächlich außergewöhnlich ist, wird er Ihnen erläutern warum und wenn möglich einen Lösungsweg anbieten.

Sie können sich in jedem Stadium einer Verhandlung und in jeder Schwierigkeitslage an einen Experten wenden. Er wird Ihnen sagen ob und welche Lösungsmöglichkeiten anstehen. Die Frage, ob sie sich idealerweise früher an einen Experten hätten wenden sollen stellt sich in der Praxis nicht. Es geht um das „Hier und Jetzt“. Umgekehrt wird Ihnen jeder seriöse Experte sagen, wenn der richtige Zeitpunkt für seinen Einsatz noch nicht da ist und welche Schritte vorher noch notwendig sind.

Abschließende Bemerkungen

Sich mit dem Thema Unternehmensbewertung auseinander zu setzen, führt immer zu einer Standortbestimmung für den betroffenen Betrieb.

Eine seriöse Bewertung, egal nach welcher Methode, setzt immer eine fundierte Auseinandersetzung mit dem Unternehmen voraus. Unabhängig davon ob es um Teilbewertungen (Einzelbewertungen) geht oder um die Gesamtbewertung eines Unternehmens. Die Möglichkeiten, der Handlungsspielraum oder notwendige zu treffenden Maßnahmen werden im Rahmen der Bewertung aufgezeigt und darüber hinaus einer Bewertung zugeführt.

Die verwendete Bewertungsmethode selbst hängt, wie vielfach dargestellt, von der Zielsetzung ab. Manche Methoden sind für Interessierte gut zugänglich, bei anderen Methoden diskutieren Experten. Dabei gilt auch in der Unternehmensbewertung die Kosten – Nutzen Relation. Je höher ein Investment umso größeres Augenmerk wird in der Regel auch auf komplexe Bewertungsmethoden gelegt. Dies liegt unter Anderem auch daran, dass bei großen Investitionen die Fragen der Rentabilität des Unternehmens sich mit Fragen der Rentabilität von alternativen Investitionen verbinden.

Umgekehrt stellen sich manch kleinere Unternehmen die Frage, ob sich die Auseinandersetzung mit dem Thema Unternehmensbewertung lohnt. Diese Frage muss anlassbezogen geklärt werden. Wenn das Unternehmen verkauft werden soll, eine geplante Finanzierung schwierig zu erreichen ist, das Unternehmen sich in einer wirtschaftlich kritischen Phase befindet, wenn Partner ein- oder aussteigen wollen ist die Beschäftigung mit diesem Thema unabdingbar.

Die vorliegenden drei Kapitel zum Thema Unternehmensbewertung sollen Ihnen die Möglichkeit geben, sich bezogen auf die bestehende Situation und Aufgabenstellung eine Orientierung zu verschaffen. Sie sollen Ihnen die Entscheidung erleichtern, wie weit Sie sich selbst tiefer in das Thema einarbeiten wollen, ob der Zeitpunkt einen Experten beizuziehen gekommen ist und welche Fragen Sie an diesen gegebenenfalls stellen sollten.

Das Thema Unternehmensbewertung befasst sich mit allen wesentlichen Kernthemen der Wirtschaftlichkeit und der Unternehmensführung und ist daher über akute Anlassfälle hinaus ein spannendes und lohnendes Thema. Für weiterführende Fragen steht Ihnen das Autorenteam gerne zur Verfügung und wünscht Ihnen noch viele erfolgreiche wirtschaftliche Abschlüsse.

Glossar

Begriff	Kurzbeschreibung
Asset Deal	Übernahme eines Unternehmens durch Erwerb der einzelnen Wirtschaftsgüter und Vermögenswerte (im Gegensatz zum Share Deal, siehe unten). Neben steuerlichen Vorteilen für den Erwerber ist der Asset Deal wesentlich unkomplizierter zu handhaben, als ein Anteils-Kauf (Share Deal). Auch lassen sich Risiken vermeiden, die mit der Übernahme einer Kapitalgesellschaft einhergehen. Allerdings lässt sich auch durch einen Asset Deal z.B. ein Betriebsübergang nicht vermeiden.
Barwert	Als Barwert oder Gegenstandswert wird der abgezinste Wert eines zukünftig zu erwartenden Geldbetrages bezeichnet. Wesentlich für die Ermittlung sind der Kapitalisierungszinssatz und der Zeitraum.
Basiszinssatz (Kapitalisierungszinssatz)	Bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte ist vom aktuellen Zinssatz für (quasi-)risikofreie Anlagen auszugehen. Als Grundlage werden meist die Zinssätze langfristiger öffentlicher Anleihen herangezogen (siehe auch Risikozuschlag).
Betriebsübergang	Vom Betriebsübergang spricht man, wenn ein Betrieb oder Betriebsteil durch Rechtsgeschäft von einem anderen Inhaber erworben wird. Dadurch tritt der neue Erwerber automatisch in die Rechte und Pflichten aller zum Zeitpunkt des Übergangs bestehenden Arbeitsverhältnisse ein. Diese Regelung ist zwingend und kann nicht per Vertrag zwischen Käufer und Verkäufer außer Kraft gesetzt werden.
Diskontierung	Die Abzinsung (Diskontierung, engl. discounting) ist eine Rechen-operation aus der Finanzmathematik, bei der der Wert einer zukünftigen Zahlung für einen Zeitpunkt, der vor dem der Zahlung liegt, berechnet wird. Häufig, aber nicht notwendigerweise, wird mittels Diskontierung der gegenwärtige Wert (Barwert) einer zukünftigen Zahlung ermittelt.
Diversifikation	Diversifikation (auch Diversifizierung) bezeichnet in der Wirtschafts-wissenschaft eine Ausweitung des Sortiments und bezieht sich auf neue Produkte für neue Märkte. Unterschieden wird zwischen einer horizontalen, vertikalen und lateralen Diversifikation. Im Investitionsbereich gibt dies einem Kapitalanleger die Möglichkeit, auf unterschiedliche Finanzierungsobjekte zu setzen.
Due Diligence	Damit bezeichnet man die Prüfung der Bücher und Unternehmenszahlen sowie der steuerlichen und rechtlichen Verhältnisse im Rahmen eines Unternehmensverkaufs durch den zukünftigen Käufer. Mit der Due Diligence sollen mögliche Risiken, welche die zukünftige Geschäftstätigkeit beeinflussen, erkannt und möglichst durch eine entsprechende vertragliche Gestaltung ausgeschlossen werden.
EBIT	Earnings before interest and taxes Das Ergebnis vor Steuern und Zinsen. Diese Kennzahl zeigt das Betriebsergebnis unabhängig von regionalen Besteuerungen und unterschiedlichen Finanzierungsformen an. Dadurch kann diese Kennzahl zum internationalen Vergleich von Unternehmen herangezogen werden.

EBITDA	Earnings before interests, taxes, depreciation and amortisation Ergebnis vor Zinsen, Steuern, und Abschreibungen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögengegenstände. Durch das Herausrechnen zahlreicher GuV- Positionen nur beschränkt aussagefähig.
Eigenkapitalkosten	Bei den Eigenkapitalkosten handelt es sich nicht um tatsächliche Kosten, sondern um die erwartete Verteilung von Unternehmensgewinn an die Eigenkapitalgeber, also etwa die Aktionäre einer Aktiengesellschaft. Sie erwarten einen Anteil vom Ertrag des Unternehmens, der üblicherweise als Kapitalrendite oder -zins bezeichnet wird. Das Eigenkapital wird aus dem Jahresüberschuss des Unternehmens nach Steuern bedient. Da die Höhe der Gewinnverteilung schwankt, beanspruchen die Anleger von Eigenkapital häufig einen Risikoaufschlag gegenüber dem möglichen Zins, einer von ihnen nicht getätigten Investition in festverzinsliche Anlagen (vgl. Opportunitätskosten). Eigenkapitalkosten können im Gegensatz zu Fremdkapitalkosten nicht steuerlich berücksichtigt werden. Diese Punkte führen dazu, dass Eigenkapitalkosten meist höher angesetzt werden als Fremdkapitalkosten.
Equity	Equity ist der englische Begriff für Eigenkapital. Entsprechend verstehen sich die Private-Equity-Gesellschaften als „private Eigenkapitalgeber“ für Unternehmen.
IPO	Erstes öffentliches Angebot von Aktien am Kapitalmarkt.
Letter of Intent (LOI)	Der Letter of Intent ist eine (schriftliche) Absichtserklärung des Interessenten gegenüber dem Verkäufer und dient vorwiegend als vertrauensbildende Maßnahme. Ein wesentlicher Punkt ist zumeist die Verschwiegenheit bzw. die Vereinbarung über den Umgang mit entstehenden Kosten im Zuge der Verhandlungen.
Management Buy-In (MBI)	Übernahme eines Unternehmens durch ein externes Management.
Management Buy-Out (MBO)	Übernahme eines Unternehmens durch das eigene Management bzw. betriebsinterne Führungskräfte.
Merger & Acquisition (M&A)	Merger & Acquisition bedeutet Verschmelzung (merge = verschmelzen) und Übernahme (acquisition = Anschaffung, Übernahme) Es ist ein Sammelbegriff für den Markt von Unternehmenskäufen und –verkäufen.
Mezzanine	Im Finanzierungsgeschäft bezeichnet man damit Finanzierungsmittel, die bestehende „Lücken“ zwischen Fremd- und Eigenkapital durch beispielsweise stille Beteiligungen oder nachrangige Darlehen auffüllen.
Non-Disclosure Agreement (NDA)	Die durch einen potenziellen Käufer abgegebene Vertraulichkeitserklärung.
Rendite	Die Rendite gibt das Verhältnis der Auszahlungen zu den Einzahlungen einer Geld- bzw. Kapitalanlage an und wird meist in Prozent und jährlich angegeben.
Return on Investment (ROI)	Kapitalrendite. Eine Finanzkennzahl, die das prozentuale Verhältnis von Gewinn zu investiertem Kapital angibt.
Risikozuschlag	Der Kapitalisierungszinssatz wird um einen Risikozuschlag erhöht, der das Unternehmensrisiko des zu bewertenden Unternehmens angemessen berücksichtigt.

Share Deal	Darunter versteht man eine Firmenübernahme durch Erwerb der Gesellschaftsanteile. Beim Share Deal gehen im Gegensatz zum Asset Deal nicht die einzelnen Vermögensteile und/oder Verbindlichkeiten an den Käufer über, sondern es handelt sich lediglich um einen „Austausch“ auf der Gesellschafterseite, vergleichbar mit dem Erwerb von börsennotierten Aktien.
Skalenerträge	Skalenerträge geben die Rate an, mit der sich der Output bei proportionaler Erhöhung des Inputs erhöht. Sie sind ein Indikator dafür, wie die Produktionsmenge reagiert, wenn alle Faktoren bei unverändertem Einsatzverhältnis vermehrt eingesetzt werden.
Spin-Off	Ausgliederung eines Unternehmensteils oder einer Abteilung aus einem Unternehmen.
Synergien	In der Wirtschaft setzt man auf Synergien, etwa bei der Fusion von mehreren Kleinunternehmen zu einem Großunternehmen oder bei vertraglicher Zusammenarbeit zum Beispiel im Forschungs- und Entwicklungsbereich. Bei Fusionen können diese Synergien allerdings ebenso kontraproduktiv wirksam werden, wenn etwa die fusionierten Firmenteile aufgrund der jeweils gewachsenen Unternehmenskulturen gegeneinander arbeiten.
Tax Shield	Der Tax-Shield bezeichnet den Wert, den Fremdkapitalzinsen, Schulden oder Verlustvorträge zum Unternehmenswert beitragen. Da Unternehmen in den meisten Steuersystemen Schulden oder Verluste steuermindernd einsetzen können, erhöhen diese an sich negativen Finanzkennzahlen den Wert eines Unternehmens für einen potenziellen Käufer, der sie mit eigenen Gewinnen verrechnen kann. Wenn ein Unternehmen entsprechend verschuldet ist oder alte Verluste in der Bilanz fortschreibt, ist sein Marktwert um genau den Wert des Steuervorteils höher als der Wert des Unternehmens, welches nicht verschuldet ist. Aus diesem Grund können auch insolvente bzw. nicht mehr aktiv tätige Unternehmensmäntel noch Ziel von Unternehmensverkäufen werden.
Thesaurierung	Thesaurierung bezeichnet Vorgänge, bei denen die von einer Organisation erwirtschafteten Gewinne nicht ausgegeben oder ausgeschüttet werden, sondern in der Organisation selbst verbleiben (einbehalten werden).
Virtual Dataroom	Die für die Prüfung eines Unternehmenskaufs notwendigen Unterlagen werden gescannt und in einem virtuellen Datenraum verschiedenen Kaufinteressenten zugänglich gemacht.
Werttreiber	Der Begriff Werttreiber (oder auch Wertgeneratoren, engl. value driver) stammt aus der Diskussion des Shareholder Value-Konzepts und bezeichnet zunächst einmal allgemein alle Faktoren und Kenngrößen, deren Erhöhung den Shareholder Value, also den Unternehmenswert für den Anteilseigner erhöhen. Als ein "harter" Werttreiber kann der Cash Flow eines Unternehmens angesehen werden. Neben solchen "harten" Werttreibern wie Cash Flow, Kapitalkosten, Umsatzentwicklung und Steuerrate, werden aber auch die sogenannten "weichen Faktoren" wie die Mitarbeiter als "eigentliche Werttreiber" diskutiert. Werttreiber werden wie folgt aufgeteilt: Revenue, Investment, Cost und Non-Financials.

Working Capital	Bilanzkennzahl die der Liquiditätsanalyse dient. Es ist die Differenz zwischen dem Umlaufvermögen und den kurzfristigen Verbindlichkeiten. Im Allgemeinen gilt, je höher das Working Capital ist, desto gesicherter ist die Liquidität und damit auch die Beweglichkeit des Unternehmens.