



Der Marktwert eines Unternehmens hängt von vielen Faktoren ab.

Foto: Fotolia.de/ Stockwerk - Fotodesign

## Was ist (m)ein Unternehmen wert?

Einen objektiven Unternehmenswert gibt es in der Praxis nicht. Unternehmensbewertung ist daher eine der spannendsten und schwierigsten Herausforderungen im Wirtschaftsleben. Welche Stolperfallen dabei auf Unternehmer warten, erklärt Diplom-Kaufmann Wolf Achim Tönnes, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Rechtsanwalt und Partner bei der Münsteraner Wirtschaftsprüfungs- und Steuerberatungsgesellschaft HLB Dr. Schumacher & Partner, für Wirtschaft aktuell.

Obwohl es den eindeutigen Unternehmenswert in der Praxis nicht gibt, muss er doch oft durch eine feste monetäre Größe ausgedrückt werden. Dabei gibt es ganz unterschiedliche Sichtweisen: Während Unternehmer, die ihr Unternehmen verkaufen wollen, auch die Arbeit sehen, die sie in das Unternehmen investiert haben, denkt der Erwerber daran, was er mit dem Unternehmen in Zukunft erwirtschaften kann und wie er den Kaufpreis finanzieren kann. Beide kommen daher häufig zu unterschiedlichen Wertvorstellungen. Aber auch einzelne Erwerber kommen je nach persönlicher Zielvorstellung zu unterschiedlichen – individuell jeweils richtigen – Werten.

Neben der Perspektive, aus welcher der Wert ermittelt wird, ist auch der Bewertungszweck entscheidend. Ein und dasselbe Unternehmen kann je nach Aufgabenstellung unterschiedliche Werte haben. Ob im Rahmen eines Unternehmensverkaufs, zur Abfindung ausscheidender Gesellschafter, zu Zwecken der Rechnungslegung oder zu steuerlichen Zwecken: der „richtige“ Unternehmenswert kann unterschiedlich ausfallen. Das

ist eine allgemein anerkannte Auffassung in der Betriebs- und Rechtswissenschaft.

Praktisch unbestritten ist, dass ein Unternehmen nicht nach der Aufbauleistung der Vergangenheit bewertet wird. Vielmehr kommt es darauf an, welche Überschüsse künftig erzielt werden können. Grundlage der Bewertung ist daher immer eine bestmögliche Planung der künftig zu erwartenden Erträge. Dabei sind vielfältige Fragen zu beantworten. Wie ist zum Beispiel der Wert des bislang häufig unentgeltlich mitarbeitenden Unternehmers zu berücksichtigen? Gibt es Erträge, die an die Person des Unternehmers gebunden sind? Lassen sich diese (teilweise) auf Dritte übertragen? Gibt es in dem Unternehmen Vermögensgegenstände, deren Vorhandensein keinen Einfluss auf die künftigen Erträge hat (sogenanntes nicht betriebsnotwendiges Vermögen)? Umgekehrt rechnet sich vielleicht der Erwerber Vorteile dadurch aus, dass er das zu erwerbende Unternehmen in sein vorhandenes Unternehmen integriert und damit insgesamt Kosten einspart. Dann stellt sich die Frage, ob der Veräußernde verlangen kann, an den Erträgen aus diesen Synergien beteiligt zu werden, die er durch den Verkauf seines Unternehmens erst ermöglicht. Liegt die Unternehmensplanung dann vor, sind die einzelnen Jah-

reswerte auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen, da künftige Ertragszuflüsse einen grundsätzlich geringeren Wert haben als zeitnahe. Die Wahl des geeigneten Zinssatzes gehört zu den spannendsten Fragen der Unternehmensbewertung und bietet daher auch die meisten Streitpunkte. Dabei ist der theoretische Ansatz eigentlich klar: Der Veräußernde soll genau den Kaufpreis für sein Unternehmen erhalten, der ihm eine Wiederanlage ermöglicht, die den gleichen künftigen Ertrag abwirft wie das veräußerte Unternehmen. Erhält der Veräußerer nicht mindestens diesen Betrag, so macht es für ihn objektiv keinen Sinn, das Unternehmen zu verkaufen. Natürlich können (und werden) immer noch subjektive Gründe eine Rolle spielen, die sich in der Verhandlungsposition der Beteiligten niederschlagen, sodass am Schluss doch von diesem Wert abgewichen wird.

Dieses Ertragswertverfahren gilt in Deutschland als Standardverfahren der Unternehmensbewertung. International gebräuchlich sind sogenannte Discounted Cash-Flow-Verfahren (DCF). Diese basieren auf dem Grundsatz der Abzinsung künftiger Zahlungsströme (Cash Flows). Dem Ertragswertverfahren am nächsten ist dabei der sogenannte Flow to Equity-Ansatz. Er ermittelt die zukünftig erwirtschafteten und den Ei-

genkapitalgebern zustehenden Zahlungsüberschüsse (nach Berücksichtigung von Zinsen für Fremdkapital) und kommt durch Abzinsung mit risikoadjustierten Renditeforderungen der Eigenkapitalgeber auf direktem Wege zum Marktwert des Eigenkapitals. Der WACC-Ansatz (weighted average cost of capital) berücksichtigt keine Fremdkapitalzinsen in den Zahlungsströmen, diskontiert jedoch sodann mit einem Mischzins, der aus Zinsen für Eigenkapital und für Fremdkapital zusammengesetzt wird. Erwartungsgemäß lässt sich nachweisen, dass bei gleicher Wahl der Bewertungsparameter alle auf Zahlungsströme gestützte Bewertungsverfahren zu den gleichen Ergebnissen führen.

Untergrenze aller Bewertungen ist immer der Liquidationswert. Ein rational handelnder Unternehmer würde ein Unternehmen nicht weiter betreiben, wenn der künftige Ertragszufluss aus diesem Unternehmen niedriger ist als der Zufluss aus einer sofortigen Liquidation.



**WOLF ACHIM TÖNNES**  
Wirtschaftsprüfer,  
Steuerberater,  
Rechtsanwalt,  
Partner HLB Dr.  
Schumacher  
& Partner