



*Dipl.-Volksw. Andreas Langner, Eckhold & Klinger Unternehmensberatung GmbH (BDU)
Juli 2009*

Unternehmensbewertung und Kaufpreisfindung in der Praxis

In der Praxis werden Unternehmensbewertungen meist in Auftrag gegeben, weil der Inhaber sein Planungsbüro verkaufen möchte.¹ Der Büroinhaber wird sich über einen hohen in einem Gutachten festgestellten Unternehmenswert freuen, schließlich wird er mit dem so festgestellten Wert auf die potenziellen Käufer zugehen. Das Vorgehen, sich zuerst durch ein unabhängiges Gutachten eine Grundlage für die Kaufpreisverhandlungen zu schaffen, ist auch prinzipiell richtig. Ein Problem entsteht jedoch immer dann, wenn der im Gutachten ermittelte Wert nicht nachvollziehbar ist (bspw. durch ein Praktikerverfahren) oder für ein kleines Planungsbüro unrealistisch hoch erscheint.

Wie kann es aber zu unrealistischen Wertermittlungen kommen? Orientieren sich doch die meisten Gutachter am anerkannten Ertragswertverfahren. Letzteres Verfahren definiert jedoch nur die Bewertungsmethodik, es bleiben gerade bei kleineren und mittleren Unternehmen Spielräume, die erheblichen Einfluss auf die Wertfindung haben. Diese ergeben sich insbesondere aus

- den Planungsannahmen für die Ermittlung der zukünftigen Erträge sowie
- dem Kalkulationszinssatz und hier insbesondere dem Risikozuschlag für die Berücksichtigung des unternehmensspezifischen Risikos.

Für diese Bereiche ist branchenspezifisches Know-how notwendig, um für ein Planungsbüro eine angemessene Planung mit den richtigen kalkulatorischen Kosten zu erstellen und den zutreffenden Risikozuschlag zu ermitteln. Insbesondere der Risikozuschlag hat erheblichen Einfluss auf den Unternehmenswert, da ihm eine Art „Hebelfunktion“ zukommt:

Das Ertragswertverfahren greift bei der Ermittlung des Risikozuschlages bei börsennotierten Unternehmen auf den sogenannten Beta-Faktor (β) zurück. Dieser drückt das relative Risiko der Aktie im Verhältnis zum Risiko des Gesamtmarktes aus – bei einer Aktie wird für den Gesamtmarkt in der Regel der relevante Aktien-Index herangezogen. Zur Ermittlung ist es natürlich notwendig, dass eine möglichst weit in die Vergangenheit reichende Datenhistorie der Aktie verfügbar ist. Das Beta misst dann das sogenannte systematische Risiko einer Aktie, das durch keine Optimierungsmaßnahme mehr reduzierbar ist. Das Risiko ist vom Unternehmenskäufer einzugehen, was dieser durch einen Risikozuschlag entsprechend berücksichtigt sehen will.

Ingenieurbüros sind jedoch zumeist der Kategorie kleiner und mittlerer Unternehmen zuzuordnen, so dass keine Aktienkurse oder andersartige Datenreihen verfügbar sind. Die Möglichkeit, ein Beta für ein kleines Ingenieurbüro zu ermitteln, ist somit fragwürdig. Trotzdem verwenden einige Berater bei der Erstellung von Unternehmenswertgutachten „weit hergeholte“ Beta-Faktoren von vermeintlichen börsennotierten Vergleichsunternehmen, die im Ergebnis zu einem niedrigen Kalkulationszinssatz und damit zu einem sehr hohen Unternehmenswert führen. Der

¹ In einigen Fällen muss eine Bürowertermittlung auch im Rahmen von Streitigkeiten erfolgen – z.B. um den Zugewinn bei Ehescheidungen zu ermitteln oder den Abfindungswert, der einem ausscheidenden Gesellschafter zusteht, falls der Gesellschaftsvertrag keine oder nur eine mangelhafte Regelung vorsieht.

Kalkulationszinssatz ist vor allem deswegen niedriger, weil die Unternehmenswertermittlung börsennotierter Unternehmen unter der Annahme geschieht, dass die Anteilseigner ihr Vermögen vollständig diversifiziert haben. Inhaber von kleinen oder mittleren Unternehmen binden jedoch regelmäßig den überwiegenden Teil ihres Vermögens im Unternehmen, so dass die Annahme der Diversifikation entfällt. Der Beta-Faktor müsste schon allein deswegen modifiziert werden, was bei Aufgabe der Diversifikationsannahme immer zu einer Erhöhung des Risikos und damit des Betas führen würde. Ein Ingenieurbüro, das beispielsweise einen dauerhaft bereinigten Ertrag in Höhe von 50.000 Euro jährlich erwirtschaftet, wies bei einem Kalkulationszinssatz von 9 % einen Unternehmenswert von über 550 Tsd. Euro auf, bei einem Kalkulationszinssatz von 16 % belief sich der Unternehmenswert auf ca. 312 Tsd. Euro, ein Unterschied von gut 240 Tsd. Euro.

Das realitätsgerechte Vorgehen zur Ermittlung des Risikos eines Planungsbüros ist daher die individuelle Erfassung der Bürosituation, die unter anderem die Büroorganisation, Mitarbeiteranalyse, Auftragslage etc. sowie die für dieses Büro relevante Markt- und Branchenentwicklung umfasst. Weiterhin sind Einflussfaktoren wie die Abhängigkeit vom Inhaber zu berücksichtigen, die im Zuge einer gut geplanten Nachfolgeregelung deutlich gemildert werden kann, ansonsten aber erheblichen Einfluss auf die zukünftige Entwicklung des Büros hat. Ist diese umfassende und dem Planungsbüro angemessene Wertermittlung erstellt, wird der Unternehmenswert für alle Beteiligten in Kaufpreisverhandlungen nachvollziehbar. Zwar ist es richtig, dass allein die Tatsache einer geringen Unternehmensgröße nicht zu pauschalen Unternehmenswertabschlägen führen soll, jedoch kann hierüber nur im Rahmen einer individuellen Unternehmensbetrachtung vor Ort eine genaue Aussage getroffen werden.

Die Folgen eines aufgrund theoretischer Annahmen unrealistisch hoch ermittelten Unternehmenswerts können sein, dass es erst gar nicht zu Kaufpreisverhandlungen kommt. Zwar kann man die Auffassung vertreten, dass es aus Sicht des Veräußerers Vorteile hat, mit entsprechend abgeleiteten hohen Kaufpreisvorstellungen in die Verhandlungen zu gehen, jedoch zeigt die Erfahrung, dass dies auf potenzielle Kaufinteressenten abschreckend wirkt. Liegen die Kaufpreisvorstellungen zu weit auseinander, werden Interessenten die Verhandlungen gar nicht erst weiterverfolgen.