

# Vorwort

Unternehmensbewertung ist eigentlich einfach. Es muss nur der einem Unternehmen zuzurechnende zukünftige Zahlungsüberschuss mit dem richtigen Zinssatz in einen Gegenwartswert überführt werden. Theoretisch und praktisch gestaltet sich die Sache dann doch nicht so simpel. Sowohl die Frage, welcher Zahlungsüberschuss zukünftig aus einem Unternehmen erwartet werden kann, als auch, mit welchem Zinssatz dieser Zahlungsstrom abzuzinsen ist, wird in unendlich vielen Publikationen und bei fast jeder praktischen Bewertung intensiv diskutiert.

Die Unternehmensbewertung gilt als Königsdisziplin der anwendungsorientierten Betriebswirtschaftslehre, weil bei der Durchführung einer Bewertung auf den Ergebnissen vieler Teildisziplinen der Betriebswirtschaftslehre aufgebaut wird. Unternehmensbewertung wäre damit eine klassische interdisziplinäre Angelegenheit. Die meisten Autoren betrachten Aspekte der Unternehmensbewertung aber aus der speziellen Perspektive ihrer Teildisziplinen und bemängeln, dass die Bewertungspraxis gerade die von ihnen propagierten Spezialaspekte nicht integriert. Insofern ist eine große Diskrepanz zwischen der Bewertungstheorie und der Bewertungspraxis gegeben. Aus Sicht der Bewertungspraxis besteht zusätzlich das Problem, dass es einen zeitlichen Entscheidungsdruck gibt. Mit der Bewertung kann nicht so lange zugewartet werden, bis Wissenschafter sich auf genau die eine brauchbare Bewertungsmethode geeinigt haben.

Fragestellungen im Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung werden einerseits von den betriebswirtschaftlichen Teildisziplinen, die sich an die Wirtschaftstreuhandberufe wenden (va Rechnungswesen, Wirtschaftsprüfung), andererseits hauptsächlich von der Finanzwirtschaft behandelt, deren Kernkompetenz die Bewertung von Zahlungsströmen ist.

Die finanzwirtschaftlich geprägten Beiträge sind üblicherweise formal so ausgereift, dass Bewertungspraktiker diese Beiträge oft nicht mehr verfolgen können oder wollen.

Andere Strömungen in der Betriebswirtschaftslehre folgen dem Trend, empirische Forschung zu betreiben. Eine so ausgerichtete Forschung beschäftigt sich nicht mit der Begründung einer sinnvollen zukunftsorientierten Problemlösung, sondern sammelt historische Daten über Entscheidungen, die von uU nicht orientierten Entscheidungsträgern geschaffen wurden, die aber eigentlich von der

Wissenschaft eine Entscheidungsunterstützung erwarten. Die völlig unterschiedliche Weltanschauung formal oder empirisch ausgerichteter Forscher zeigt sich auf internationalen Konferenzen oft. Die (wenigen) analytisch orientierten Forscher beschäftigen sich gegenseitig mit mehr oder weniger wichtigen Detailaspekten des Modellaufbaus, während empirisch ausgerichtete Forscher untereinander die Zahl der Sternchen ihrer Regressionskoeffizienten in Zweifel ziehen oder Erklärungen für merkwürdige ökonomische Zusammenhänge in ihren Daten suchen.

Beides bietet der Bewertungspraxis wenig Unterstützung bei der Lösung von Problemen im Zusammenhang mit der Bewertung von KMU. Vor diesem Hintergrund hat sich auch keine herrschende Meinung zur Best-Practice in der Unternehmensbewertung herausgebildet, nach der die Bewertungspraxis handeln könnte. Auch die Rechtsprechung hat keine Grundsätze und gefestigten Standpunkte für die Unternehmensbewertung geschaffen. Sie verlässt sich auf die Betriebswirtschaftslehre. Trotzdem erweckt das Fachgutachten KFS BW1 den Eindruck, es gäbe einheitliche Standpunkte von Theorie, Praxis und Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung. Dies schafft bei den Adressaten der Unternehmensbewertung eine Lücke zwischen dem, was die Adressaten von einer Bewertung erwarten, und dem, was eine Bewertung leisten kann: Eine Bewertung ist eine (hoffentlich) ausführlich begründete Einschätzung darüber, welcher Wert einem unsicheren Zahlungsstrom aus einem Unternehmen zum Bewertungsstichtag zuzumessen ist.

Da der Wert eines Unternehmens ausschließlich durch die Zukunft determiniert wird, gibt es keinen objektiven Unternehmenswert. Ein Unternehmenswert ist mE objektiviert, wenn die Begründungen offengelegt wird, warum es dieser und nicht ein anderer Wert sein soll; sonst ist er willkürlich. Daran ändert auch eine kapitalmarktorientierte Betrachtung nichts, weil sie nur den Eindruck erweckt, sie wäre frei von individuellen subjektiven Entscheidungen.

Die Literatur zu Fragen im Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung ist nicht mehr überschaubar. Die Mehrzahl der Beiträge beschäftigt sich mit der Frage, welche Rendite ein Investor fordern sollte, wenn er die Verteilungen der unsicheren Zahlungsüberschüsse des Unternehmens bereits kennen würde. Die Diskussion dieser Frage ist die Domäne der Finanzwirtschaft.

Wenig Aufmerksamkeit wird dagegen der Begründung der Ableitung des bewertungsrelevanten Zahlungsstromes gewidmet. Das ist mE schade, weil selbst ein aus dem elegantesten Modell abgeleiteter Kalkulationszinssatz nichts taugt, wenn er auf einen untauglich geplanten Zahlungsüberschuss des Unternehmens angewandt wird. Deshalb ist möglichen Aspekten der Plausibilisierung einer Unternehmensplanung im Rahmen des zweiten Kapitels wesentlicher Raum gewidmet.

Gerade bei der Bewertung von KMU spielt bei der Bestimmung des bewertungsrelevanten Zahlungsüberschusses die Informationsasymmetrie zwischen Verkäufer und potenziellen Käufern eine wesentliche Rolle. Dies ist anders als bei Aktiengesellschaften, bei denen oftmals weder Verkäufer noch Käufer wissen, was sie da gerade kaufen/verkaufen. Findet eine Transaktion statt, so ist mit dem Übergang des Unternehmens auf die Käufer in der Regel auch der Übergang des Unternehmerrisikos vollzogen. Der Verkäufer hat seinen Kaufpreis sicher, beim Käufer zeigt erst die Zukunft, ob die Zahlung des Kaufpreises aus wirtschaftlicher Sicht zu rechtfertigen war. Dieser Informationsasymmetrie muss man sich bei der Plausibilitätsprüfung einer Planung der Unternehmensbewertung bewusst sein.

Grundsätzlich werden hier nur für die Bewertung von KMU wesentliche Konzepte der Unternehmensbewertung dargestellt. Dabei wird zu einzelnen Aspekten der Unternehmensbewertung immer wieder auf das Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung KFS BW1 aus 2014 Bezug genommen. Gerade für die Bewertung von KMU ist die in KFS BW1 favorisierte Kapitalmarktorientierung mE aber keine dem klassischen Ertragswertverfahren überlegene Perspektive. Auch bei anderen Aspekten, bei denen auch eine andere als die im Fachgutachten vertretene Sichtweise zu brauchbaren Bewertungsergebnissen führt, wird kritisch auf das Fachgutachten eingegangen.

Ich nehme an, dass das Fachgutachten einen Kompromiss aus unterschiedlichen Sichtweisen innerhalb des Fachsenats darstellt. Dann kann das Fachgutachten nur eine durchschnittliche Bewertungspraxis wiedergeben. Der einzelne Klient verdient aber nicht nur diese durchschnittliche, sondern die bezogen auf sein Unternehmen wirtschaftlich optimierte Qualität. Vielleicht können einzelne Aspekte in diesem Buch zum Nachdenken darüber anregen, ob eine Abweichung von Standardverfahren beim konkreten Einzelfall zu einem besser begründbaren Bewertungsergebnis führt. Dann wäre viel gewonnen. Mehr als sich ausführlich mit einer konkreten Bewertung zu beschäftigen und die vielfach zutreffenden Entscheidungen bei der Bewertung offenzulegen und argumentativ zu unterlegen, kann mE von einem Bewertungsgutachten nicht erwartet werden.

Vielleicht sind einige der hier vertretenen Aussagen auch diskussionswürdig. Dann würde ich mich über sachliche Kritik und Anmerkungen freuen.

Die Unternehmensbewertung ist ein unendliches Feld, deshalb erfordert die Auswahl der hier diskutierten Themen eine Einschränkung. Bspw werden Themen wie Multiplikatorverfahren, die mit der Bewertung eines konkreten Unternehmens wenig zu tun haben, sowie viele Einzelfragen im Zusammenhang mit kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungsverfahren nicht behandelt. Diese werden in zahllosen Publikationen ausführlich diskutiert. Gerade bei der Bewertung von KMU liegen die praktischen Probleme mE aber anderswo.

## Vorwort

---

Das Buch ist folgendermaßen aufgebaut: Im ersten Kapitel werden einige finanzielle Grundlagen dargestellt. Zudem erfolgt eine Begründung, warum ein Barwert ein geeigneter Unternehmenswert ist. Danach werden wesentliche Aspekte der Unternehmensbewertung dargestellt. Dabei wird neben der Vergleichbarkeit des Unternehmens mit der Alternativanlage hinsichtlich des Risikos vor allem auch auf die Berücksichtigung der Mitarbeit der Unternehmenseigner eingegangen. Im Anschluss erfolgt die vergleichende Darstellung gebräuchlicher Unternehmensbewertungsverfahren. Die Unternehmensaktivität ist regelmäßig mit steuerlichen Folgen verbunden. Welchen Einfluss Steuern auf den Unternehmenswert haben können, wird diskutiert, bevor eine Einschätzung der Eignung verschiedener Bewertungsmethoden zur Bewertung von KMU erfolgt.

Im zweiten Kapitel wird eine mögliche Vorgangsweise zur Bewertung eines Unternehmens in Form einer Fallstudie zur Diskussion gestellt. Wesentlicher Teil dieser Fallstudie ist die Plausibilitätsprüfung der Planung. Zudem wird auch eine Möglichkeit diskutiert, das bei der Bewertung berücksichtigte Risiko sichtbar zu machen.

Innsbruck, März 2015

*Erich Pummerer*