



Braincourt

Business Process Management

Unternehmensfinanzierungen leicht gemacht

Entwicklung eines prozess- und kennzahlenbasierten Ansatzes
zur Unternehmensbewertung und -beurteilung (Teil 1)

Jörg Schwingel, Manager
Florian Behaim, Diplomand
Braincourt GmbH



Inhaltsverzeichnis

1	Einführung/Management Summary	3
2	Unternehmensbewertung und -beurteilung aus Finanzsicht	3
2.1	Informationsasymmetrien	4
2.2	Gängige Verfahren zur Unternehmensbewertung	4
2.2.1	Substanzwert-Methode	5
2.2.2	Multiplikatorenmethode	5
2.2.3	Discounted-Cash-Flow-Methode	5
2.2.4	Trade-Buyer's-Approach	5
2.2.5	Real-Options-Ansatz	6
2.2.6	Zusammenfassung der Bewertungsverfahren	6
2.3	Zwischenfazit	7
3	Literaturverzeichnis	10



1 EINFÜHRUNG/MANAGEMENT SUMMARY

Die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 betrafen auch den Markt für Unternehmensfinanzierung. Aufgrund der Zurückhaltung von Investoren und Banken kam dieser beinahe zum Erliegen. Ein wesentlicher Grund für das Misstrauen in die Unternehmen und die Zurückhaltung bei der Kreditvergabe ist in mangelhaften Methoden bei der Unternehmensbeurteilung zu suchen.

Die derzeitigen Methoden zur Unternehmensbewertung resultieren aus den klassischen, geldorientierten Theorien bedeutender insb. nordamerikanischer Ökonomen, welche allesamt bei der Vorhersage der Krise versagt haben. In der heutigen stark vernetzten Welt scheinen Sie nur mehr bedingt als Fundament micro- und makro-ökonomischer Modelle geeignet zu sein.

Eine rein auf finanziellen Größen basierende Betrachtung von Unternehmen hat sich zur Einschätzung von zukünftigen Potentialen und Risiken einer Investition als nicht ausreichend herausgestellt.

Zur Lösung dieses Problems hat Braincourt ein Modell zur Unternehmensbewertung entwickelt. Für die Entwicklung des Modells wurden zuerst die klassischen Unternehmensbewertungsmethoden analysiert und im Folgenden weitere relevante Sichtweisen auf ein Unternehmen identifiziert. Insbesondere die Perspektive der Unternehmensprozesse hat sich als wesentlicher Faktor für den Unternehmenserfolg herausgestellt. Ein solches Verfahren ist somit nicht nur für Investoren, sondern auch für Unternehmen selbst als Benchmarking-Werkzeug interessant.

Lesen Sie im ersten Teil des Artikels, welche klassischen Unternehmensbewertungsmethoden es gibt und wieso diese im Rahmen der Finanzkrise versagt haben und auch zukünftig nicht geeignet sind, ein Unternehmen ganzheitlich zu bewerten.

Im zweiten Teil des Artikels, den wir im nächsten Newsletter veröffentlichen, wird eine prozess- und kennzahlenbasierte Alternative zur Unternehmensbewertung ausführlich dargestellt. Diese kann die eindimensionale, finanzkennzahlenorientierte Bewertung sinnvoll ergänzen und korrigieren.

2 UNTERNEHMENSBEWERTUNG UND -BEURTEILUNG AUS FINANZSICHT

In der Praxis gibt es verschiedene Anlässe, welche die Bestimmung eines Preises bzw. Wertes oder die Beurteilung eines Unternehmens nötig machen. Bei einer Unternehmensübernahme ist eine Bewertung zur Bestimmung eines Kaufpreises unerlässlich. Auch bei einem anstehenden Börsengang dient eine Unternehmensbewertung zur Bestimmung des Ausgabepreises der neuen Aktien. Des Weiteren werden Bewertungen von Unternehmen auch für Kreditratings, zur Bewertung von gehandelten Aktien oder für interne Zwecke,

Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise betrafen auch den Markt der Unternehmensfinanzierung.

Die rein finanzielle Betrachtung von Unternehmen reicht zur Einschätzung zukünftiger Potentiale und Risiken nicht aus.

Die Perspektive der Unternehmensprozesse ist ein wesentlicher Faktor für den Unternehmenserfolg und eignet sich als weiteres wichtiges Benchmarking-Werkzeug neben einer rein finanzkennzahlenorientierten Bewertung.

Für die Bestimmung des Unternehmenswertes gibt es viele Anlässe in der Praxis.



beispielsweise zur Unterstützung von Value-Based-Management, durchgeführt [ScFa05, S.16].

2.1 Informationsasymmetrien

In der Realität ist das Konstrukt des vollkommenen Marktes nicht oder nur annähernd anzutreffen. Vor allem ist die Annahme der vollständigen Markttransparenz in der Realität kaum zu halten. Viele relevante Informationen zur Bewertung eines Unternehmens stellen häufig Insiderwissen dar, das bewusst von Seiten des Unternehmens nicht publiziert wird.

In der Realität sind meist nicht alle relevanten Informationen verfügbar.

Wenn dem Käufer also nicht alle relevanten Informationen zur Verfügung stehen, ist seine Bewertung des Kaufgegenstandes, also hier eines Unternehmens, zwangsläufig ungenau. Unterstellt man nun, dass der Verkäufer als Insider über umfangreichere Informationen als der Käufer verfügt, dass er im Verkaufsprozess seinen eigenen Nutzen maximieren möchte und dass er die Informationsverteilung, auch im legalen Rahmen, beeinflussen kann, so wird diese Ungenauigkeit in der Bewertung tendenziell zu Ungunsten des Käufers ausfallen [Winn08, S.199].

Auch der Markt für Unternehmensfinanzierung ist in der Realität kein vollkommener Markt. Den Unternehmen als Nachfrager von Kapital stehen Investoren als Anbieter von Kapital gegenüber. Es liegt nahe, dass auch in diesem Kontext Informationsasymmetrien existieren. Das Unternehmen als Kapitalnachfrager verfügt über wesentlich mehr und detailliertere (interne) Informationen in Bezug auf seine Ertragskraft und Kreditwürdigkeit als sie dem Markt zur Verfügung stehen. Ein Kapitalgeber ist also einem erhöhten Risiko ausgesetzt, da er von seiner Seite aus die Kreditwürdigkeit des kapitalnachfragenden Unternehmens nicht abschließend beurteilen kann [Pieh07, S.13].

2.2 Gängige Verfahren zur Unternehmensbewertung

Bewertungen von Unternehmen werden vor allem immer dann nötig, wenn es darum geht, einen Kauf- oder Verkaufspreis für ein Unternehmen zu bestimmen. Durch die Aggregation verschiedener Informationen wird versucht, einen Anhaltspunkt für den heutigen oder zukünftigen Wert eines Unternehmens zu finden. Ein Investor erwirbt mit dem Kauf eines Unternehmens nicht nur die Vermögensgegenstände des Unternehmens, sondern auch ein Recht auf die Ausschüttung aus zukünftigen Gewinnen des Unternehmens. Daher wird bei vielen der vorgestellten Methoden auf diese beiden Größen für die Wertberechnung Bezug genommen.

Es gibt nicht den einzigen wahren Unternehmenswert, sondern eine Vielzahl

Es gibt jedoch nicht „den Unternehmenswert“ als einzigen wahren Wert, dem man sich durch korrekte Berechnung annähern kann. Letztlich gibt es eine Vielzahl von Interpretationen bezüglich des Wertes eines Unternehmens. Diese unterscheiden sich teilweise



fundamental hinsichtlich der berücksichtigten Informationen oder der Verrechnung dieser Informationen miteinander [VVVV05, S.22].

Im Folgenden werden nun einige der bekanntesten Verfahren zur Unternehmensbewertung vorgestellt, die größtenteils auch in der Praxis anerkannt sind und Verwendung finden.

2.2.1 Substanzwert-Methode

Bei der Bewertung eines Unternehmens mithilfe der Substanzwert-Methode wird ausschließlich auf die Posten der Bilanz als Rechengrundlage zurückgegriffen.

2.2.2 Multiplikatorenmethode

Die Multiplikatorenmethode (Multiples) ist ein marktorientiertes Verfahren und setzt auf die Annahme, dass auf einem Markt Unternehmen, die hinsichtlich verschiedener Gesichtspunkte miteinander vergleichbar sind, auch vergleichbare Preise bzw. Bewertungen erzielen.

2.2.3 Discounted-Cash-Flow-Methode

Die Grundannahme bei der Unternehmensbewertung nach der verbreiteten Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF) ist, dass sich der Wert eines Investitionsobjekts aus der Summe der in Zukunft zu erwartenden Zahlungsüberschüsse ergibt. Da diese Zahlungsströme in der Zukunft zu unterschiedlichen Zeitpunkten anfallen, müssen diese auf den gegenwärtigen Zeitpunkt abgezinst werden, um eine Vergleichbarkeit zu gewährleisten [ErHä07, S.385f].

2.2.4 Trade-Buyer's-Approach

Diese Bewertungsmethode ist ein Praktiker-Ansatz und wird bei vorhandenem Expertenwissen gerne eingesetzt, um ohne großen Aufwand einen ungefähren Unternehmenswert bestimmen zu können. Solide Erfahrung ist in diesem Zusammenhang nötig, da einige Annahmen zu treffen sind.

Der Bewertungsprozess läuft in drei Schritten ab [ErHä07, S.397]:

1. „Stabilen“ Gewinn bestimmen: Aus den letzten drei Jahren wird der durchschnittliche Gewinn berechnet und mittels der angenommenen Eigenkapitalkosten abgezinst.
2. Bewertung des unsicheren Gewinns: Bei prognostizierten, zukünftigen Gewinnen, die höher als der Durchschnittsgewinn sind, wird die Differenz mit dem höheren, risiko-adjustierten Zinssatz abgezinst.



3. Bewertung von Synergien: Wertsteigernde Faktoren wie Synergien oder mögliche Premiums, die ein Käufer zu bezahlen bereit sein könnte, werden auf die in 1. und 2. ermittelten Werte aufgeschlagen.

In der Summe ergibt sich dann der geschätzte Unternehmenswert. [ErHä07, S.396f].

2.2.5 Real-Options-Ansatz

Dieser relativ neue Ansatz stellt auf die Entscheidungsflexibilität des Managements ab. Dieser Gesichtspunkt findet bei den eher traditionelleren Verfahren der DCF- oder Multiples-Bewertung keine oder nur indirekte Berücksichtigung. Die Möglichkeit allerdings, eine Entscheidung nicht jetzt treffen zu müssen, sondern in der Zukunft mit sicheren Informationen über andere Umweltzustände entscheiden zu können, stellt einen Wert an sich dar. Der Real-Options-Ansatz versucht nun diesen Wert, der durch die Investition in Entscheidungsspielräume entsteht, zu quantifizieren [ErHä07, S.399f].

2.2.6 Zusammenfassung der Bewertungsverfahren

Beschrieben wurden bisher sowohl Einzelbewertungs- als auch Ertragswertverfahren. Erstere, erläutert anhand des Substanzwertverfahrens, sind statische Verfahren, die ein Unternehmen lediglich anhand seiner Vermögensgegenstände, abzüglich seiner Schulden bewertet. Diese Verfahren sind vergangenheitsorientiert und geben lediglich wieder, wieviel das Unternehmen aus der Vergangenheit und bis zum Bewertungsstichtag erwirtschaften konnte. Für eine realistische Bewertung eines Unternehmens, beispielsweise im Zuge einer Übernahme, eignen sich diese Verfahren in den seltensten Fällen.

Die vorgestellten Ertragswertverfahren (Multiples, DCF, Trade-Buyers und Real-Options) verfolgen einen anderen Ansatz. Hier wird investitionstheoretisch der zukünftige Nutzen berechnet, den man aus dem Eigentum an den Vermögenswerten ziehen kann. Diese Größe stellt dann den Wert des Unternehmens dar, da der Eigentümer ja Anspruch auf diese Geldwerte hat. Hierbei wird also direkt auf die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens abgestellt und damit das Zusammenwirken seiner Einzelteile und seine Besonderheiten berücksichtigt.

Die vier behandelten Ertragswertverfahren unterscheiden sich trotz ihres ähnlichen Ansatzes doch stark hinsichtlich ihrer Herangehensweise und damit ihrer Betrachtungsweise des Unternehmens und ihrer Zielgruppen. Auch innerhalb der einzelnen Verfahren existieren teils unterschiedliche Herangehensweisen, die beispielsweise je nach Datenlage oder der aktuellen Unternehmens- oder Marktsituation für die Bewertung zur Wahl stehen.

Einzelbewertungsverfahren sind statische Verfahren und vergangenheitsorientiert.

Bei den Ertragswertverfahren wird auf die zukünftige Ertragskraft eines Unternehmens abgestellt.

Folgendes Schaubild soll hinsichtlich der Dimension Marktorientierung und der Berücksichtigung von Unternehmensspezifika diese Unterschiede aufzeigen und die vier Verfahren entsprechend einordnen helfen.

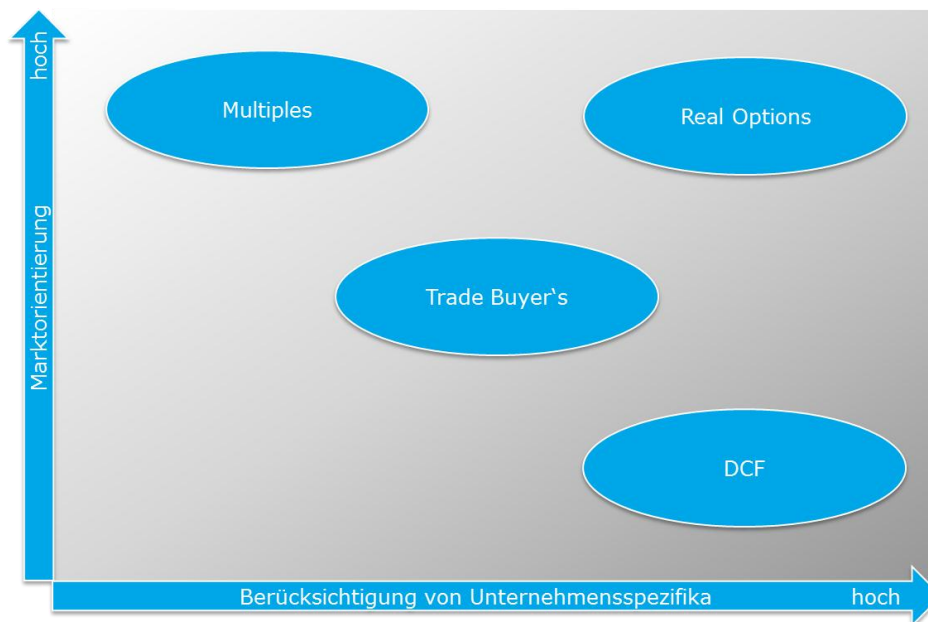


Abb. 1: Vergleich der verschiedenen Bewertungsansätze [ErHä07, S.399]

In der Praxis sind im Bereich der Unternehmenstransaktionen hauptsächlich der Multiples-Ansatz sowie die Discounted-Cash-Flow-Methode anzutreffen. Der Trade-Buyer's-Ansatz findet eher im informellen Bereich, also für interne und schnelle Abschätzungen, Verwendung.

2.3 Zwischenfazit

Ausgehend von den verschiedenen Arten der Kapitalbereitstellung existieren unterschiedliche Informationsbedürfnisse, welche letztlich auf die speziellen, mit der Investition verbundenen Risiken zurückgehen.

Der größte Teil der vorgestellten Verfahren stellt, in der Praxis genutzte und in der Theorie anerkannte Verfahren dar. Allen ist gemeinsam, dass sie ihre Aussagen fast ausnahmslos auf Basis von finanziellen Unternehmensdaten treffen. Diese eindimensionale Fokussierung stellt gleichzeitig ihre Schwäche dar. Ein Unternehmen beinhaltet eine Vielfalt an Assets, welche nicht in erster Linie geldwertbasiert sind oder ohne Schwierigkeiten in Geldwerte zu überführen wären. Hervorragendes Mitarbeiter-Know-how, nachhaltige Zukunftschancen, Best-Practice-Unternehmensabläufe lassen sich ebensowenig ohne Weiteres in geldwerte Vorteile umrechnen wie Patente, Auszeichnungen, oder nicht monetäre KPI's wie Mitarbeiterzufriedenheit, Innovationsquote oder Fertigungstiefe.

Ein Unternehmen hat eine Vielzahl an Werten, wie z.B. Mitarbeiter-Know-how oder Patente, die nicht geldwertbasiert sind.

Selbst bei Bewertungsverfahren, die zusätzlich um Erfahrungswissen erweitert werden, wie beim „Trade Buyer's Approach“, sind die Grundlagen auf denen die Einschätzung basiert oftmals „Bauchgefühl“ des Experten und nicht objektivierbar.

„You can't manage what you can't measure“

Peter Drucker, 1993

Die Praxis zeigte allerdings im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise eindrücklich, dass viele der finanzdatengestützten Verfahren in der Tat nicht in der Lage waren, verlässliche Aussagen hinsichtlich Risiken von Investitionen oder Bewertungen von Unternehmen zu treffen.

KREDITKLEMMER

Banken verärgern den deutschen Mittelstand

Abb. 2: Die Welt, 28.03.2010

Die Rechnung ohne die Bank gemacht

FINANZIERUNG | Trotz des Wirtschaftsaufschwungs fällt es mittelständischen Unternehmen oft schwer, von den Banken Geld zu bekommen. Doch es gibt zahlreiche, auch ungewöhnliche Alternativen zum klassischen Kredit.

Abb. 3: WirtschaftsWoche, 19.10.2010

Es liegt daher der Schluss nahe, dass diese Verfahren, die sich rein auf finanzielle Informationen als Input-Größen beschränken, unter Umständen nicht für eine umfängliche Risikobeurteilung oder -bewertung ausreichen. Als Auswirkungen aus der Finanzkrise suchen Investoren weiterhin nach geeigneten Methoden, das Investitionsrisiko zu minimieren. Die Unternehmen ihrerseits suchen nach Möglichkeiten, ihre marktwirtschaftliche Gesamtsituation einem potentiellen Investor transparent zu verdeutlichen, um bessere Konditionen zu erlangen, aber ohne einen zu detaillierten Einblick geben zu müssen.

Rein finanzielle Verfahren zur Unternehmensbewertung reichen für eine umfängliche Risikobeurteilung oder -bewertung nicht aus.

So stellt sich bei der Unternehmensfinanzierung die Frage, ob noch weitere, über die finanziellen Aspekte hinausgehende Betrachtungsweisen von Unternehmen existieren, die eine zuverlässigere Unternehmensbeurteilung ermöglichen.

Qualitative Aspekte wie Strategie, Unternehmensablaufgestaltung und Prozessspezifika bedürfen ebenso wie quantitative, leistungserfassende Kenngrößen einer gesonderten Berücksichtigung bei der Berechnung des Unternehmenswertes und Beurteilung der Unternehmensassets.

Qualitative Aspekte müssen daher ebenfalls in die Berechnung von Unternehmenswerten einfließen, um eine zuverlässigere Beurteilung zu ermöglichen.

Im nächsten Newsletter stellen wir Ihnen ein prozess- und kennzahlenorientiertes Modell vor, welches Braincourt in Kooperation mit dem Karlsruher Institut für Technologie an der Universität Karlsruhe entwickelt hat.



Mehr Informationen über das prozess- und kennzahlenorientierte Modell erhalten Sie auch gerne persönlich von Ihrem Ansprechpartner:

Jörg Schwingel

Manager

Braincourt GmbH

Meisenweg 37

70771 Leinfelden-Echterdingen

Joerg.Schwingel@braincourt.com

Telefon: +49 (711) 75 85 80 42



3 LITERATURVERZEICHNIS

Literaturverzeichnis	
[ErHä07]	Ernst, D.; Häcker, J.: Applied International Corporate Finance. Franz Vahlen Verlag, München, 2007.
[Pieh07]	Piehler, M.: Kontraktgestaltung bei M&A-Transaktionen. GWV Fachverlage, Wiesbaden, 2007.
[ScFa05]	Schacht, U.; Fackler, M.: Praxishandbuch Unternehmensbewertung. Gabler Verlag, Wiesbaden, 2005.
[VVVV05]	Voigt, C.; Voigt, J.-F.; Voigt, R.; Voigt, J.: Unternehmensbewertung. Gabler Verlag, Wiesbaden, 2005.
[Winn08]	Winner, M.: Wert und Preis im Zivilrecht. Springer Verlag, Wien, 2008.