

## Ertragswertverfahren ist schwer in die Praxis umzusetzen

Faustformel bietet nur Anhaltspunkt  
Von Harald Link

FRANKFURT. Die theoretischen Grundlagen von Unternehmensbewertungen wurden lange Zeit kontrovers diskutiert. Generell ist dabei auf eine reine Substanzbetrachtung oder aber ausschließlich auf die künftige Ertragskraft des Unternehmens abgestellt worden. Darüber hinaus wurden auch Mischverfahren mit unterschiedlicher Gewichtung beziehungsweise Verknüpfung von Substanz- und Ertragswert, beispielsweise Mittelwertmethode, UEC-Formel oder Stuttgarter Verfahren, vorgeschlagen und angewandt.

Heute besteht zumindest in der Theorie Einigkeit darüber, daß bei der Bewertung rentabler Unternehmen unter Fortführungsgesichtspunkten ein substanzorientierter Unternehmenswert ökonomisch nicht hinreichend begründet werden kann. Vielmehr berechnet sich der Wert eines Unternehmens mit zufriedenstellender Rendite nach dem Ertragswertverfahren als Barwert künftiger Einnahmeüberschüsse unter Zugrundelegung einer ewigen Rente. Jedoch bereitet die Umsetzung in die Praxis oft vielfältige Schwierigkeiten. Eine wesentliche resultiert aus der Notwendigkeit einer zukunftsbezogenen Betrachtung, wobei eine exakte Prognose künftiger Ergebnisse kaum beziehungsweise nur unter bestimmten Prämissen überhaupt möglich ist.

Als Hilfslösung werden in der Praxis daher oft die (bereinigten) Vergangenheitsergebnisse der vorausgehenden drei bis fünf Jahre ermittelt, die auch für die Zukunft zugrunde gelegt werden. Andere Ansätze gehen dahin, daß Planungsrechnungen erstellt werden beziehungsweise aus vergangenheits- und zukunftsorientierter Betrachtung ein durchschnittlicher Unternehmensgewinn errechnet wird. Es wird unterstellt, daß der – wie auch immer ermittelte – Unternehmensgewinn nachhaltig erzielbar ist.

Eine zusätzliche Schwierigkeit ergibt sich bei der Bemessung des Kapitalisierungsfaktors (Kalkulationszinsfuß) für die Diskontierung der künftigen Ergebnisse. Grundsätzlich setzt sich der Kapitalisierungsfaktor aus dem Zinssatz für risikoarme Rentenpapiere sowie Zuschlägen für die Immobilität des im Unternehmen eingesetzten Kapitals und dem unternehmerischen Risiko zusammen, das wiederum durch die drei wesentlichen Einflußgrößen Eigenkapitalausstattung, Branchensituation sowie Personengebundenheit des unternehmerischen Know-how bestimmt wird. Es ist offensichtlich, daß bei der Ermittlung der einzelnen Zinskomponenten allein der Rentenmarktzins zu einem bestimmten Zeitpunkt bemessen werden kann, während die übrigen Einflußgrößen in der Praxis kaum quantifizierbar sind. Gleichwohl ist es für den Unternehmenswert von erheblicher Bedeutung, ob die Diskontierung mit einem Kalkulationszinsfuß von 10 Prozent oder aber 25 Prozent mit dem Resultat erfolgt, daß der Unternehmenswert entweder dem zehnfachen („Faktor zehn“) oder nur dem vierfachen Gewinn („Faktor vier“) entspricht.

Demzufolge kann der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte und in einem Bewertungsgutachten begründete Unternehmenswert lediglich als Entscheidungshilfe beziehungsweise als Grundlage für die Preisverhandlungen dienen. Denn letztlich wurde er durch eine Modellrechnung unter bestimmten Prämissen ermittelt, die nicht frei von Ermessen und subjektiven Einschätzungen ist. Der wesentliche Vorteil eines Gutachtens zur Ermittlung des Unternehmenswertes liegt – vor allem, wenn das strategische Ressourcenpotential explizit herausgearbeitet worden ist – darin, daß die Ermittlung des tatsächlichen Unternehmenswertes in den einzelnen Schritten nachvollziehbar und damit überprüfbar wird. In der Bewertungspraxis wird die Ertragswertermittlung also auf zwei Komponenten grob verdichtet:

- nachhaltig erzielbarer Reingewinn (vor Körperschaftsteuer)
- Faktor, mit dem er multipliziert wird.

Daraus hat die Bewertungspraxis sogenannte Faustformeln abgeleitet, insbesondere:

- Unternehmenswert = nachhaltig erzielbarer Reingewinn  $\times$  Faktor.

Gegenwärtig liegt dieser Faktor im deutschen Beteiligungsmarkt generell zwischen vier und zehn, im Durchschnitt bei circa sechs. Die Bemessung dieser beiden Komponenten der Unternehmenswertermittlung setzt allerdings erhebliche Spezialkenntnisse und praktische Erfahrungen voraus.