

# Bewertung von KMU

## Die Bedeutung des Restwerts

*Der bezahlte Preis für ein Unternehmen kann aufgrund von Verhandlungen sowie im Kaufpreis berücksichtigter potenzieller Synergien und/oder erwarteter Verbesserungspotenziale signifikant vom ermittelten Eigenkapitalwert des Unternehmens abweichen. Dennoch ist eine sorgfältig erstellte Unternehmensbewertung sowohl als objektivierte Basis für die Preisverhandlung als auch für das Verständnis der wesentlichen Werttreiber und der dahinterstehenden Annahmen sehr wichtig.*

### Discounted-Cashflow-Methode

In der Wissenschaft hat sich die Discounted-Cashflow-Methode (DCF-Methode) für die Bewertung von Unternehmen zu Fortführungswerten durchgesetzt. Bei der DCF-Methode werden die den Investoren in der Zukunft zustehenden Nettzahlungseingänge (Free Cashflows – FCF) bewertet. Nur im Rahmen detaillierter

Finanzpläne können diese FCF sorgfältig ermittelt und z. B. Investitionszyklen korrekt abgebildet werden. Der Finanzplan eines Unternehmens wird in eine explizite, detailliert modellierte Prognoseperiode und eine residuale Periode mit sogenannten normalisierten FCF aufgeteilt. Die Länge der expliziten Prognoseperiode ist dabei von Fall zu Fall zu beurteilen. Je kürzer diese ist, desto höher liegt in der Regel der Anteil des Restwertes am Gesamtunternehmenswert: Bei einer expliziten Prognoseperiode von zehn Jahren beträgt der Anteil des Restwertes ca. 60% bzw. bei fünf Jahren ca. 80%.

### Ewige Rente zur Berechnung des Restwertes (Continuing Value)

In der Praxis wird der Restwert vielfach mittels „ewiger Rente“ bestimmt. Damit werden folgende beiden



Annahmen unterstellt: (i) keine Handlungsflexibilität des Managements im Vergleich zu den Plänen und (ii) ewige Lebensdauer des Unternehmens.

Gerade das Engagement von Private Equity-Investoren im Management kann zu Outperformance führen, da dem Unternehmen Handlungsmöglichkeiten entstehen, die es unter dem früheren Eigentümer nicht gehabt hätte (reale Optionen). Andererseits kann gefragt werden, inwieweit und wie nachhaltig insbesondere bestehende immaterielle Werte wie Wettbewerbsvorteile, Marken, Produkte, Arbeitskräfte etc. entscheidend für die Wertschöpfung in der Zukunft sind.

**Der Enterprise Life Cycle: Annuität statt ewige Rente**

Die zweite Annahme einer ewigen Lebensdauer und eines positiven normalisierten FCF unterstellt, dass das Management unendlich in neue Projekte investieren kann, die mindestens die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital – WACC) decken und somit Wert generieren. In der Praxis ist diese Annahme insbesondere im KMU-Umfeld eher unwahrscheinlich. Viele Unternehmen werden zur Realisierung eines interessanten Projektes gegründet. Der anfängliche Erfolg kann mit der Zeit nicht mehr repliziert werden, und das Unternehmen stagniert oder schrumpft gar. Die unsichere Zukunftsentwicklung von KMU, das höhere Konkursrisiko, mögliche Nachfolgeprobleme und die damit verbundenen, erschwerten Ausstiegsmöglichkeiten sind im Rahmen der Bewertung von KMU zu berücksichtigen.

Die beschränkte Handelbarkeit und die höhere Konkurswahrscheinlichkeit können in Form eines Liquiditätsabschlages auf den Eigenkapitalwert, der auf Basis von Marktdaten ermittelt werden kann, berücksichtigt werden. Ein alternativer Ansatz ist die Anwendung eines von Unternehmensgröße und -alter abhängigen WACC-Zuschlags, dessen Ermittlung aber vielmehr subjektiv und schwer nachvollziehbar ist.

Das Unternehmen kann somit als Portfolio verschiedener materieller und immaterieller Werte gesehen werden. Mittels akkurater Werttreiberanalysen können wesentliche Lebenszyklen erkannt und der Enterprise Life Cycle abgeschätzt werden. Die Bewertung des Restwertes mittels wachsender, konstanter oder gar sinkender Annuität sollte deshalb den Unternehmenslebenszyklus von kleineren- und mittleren Unternehmen in den meisten Fällen realistischer abbilden können als ewige Renten.

**Der Hebeleffekt des Kapitalkostensatzes**

Die Kapitalkosten beinhalten unternehmens-, branchen- und länderspezifische Risikoprämien. Die Höhe der realen Kapitalkosten hat einen bedeutenden Einfluss auf den Restwert, wie in diesem vereinfachten Beispiel mit inflationsbereinigten Werten ersichtlich wird:

KONSTANTE ANNUITÄT					
FCF REAL	WACC REAL	5 JAHRE	10 JAHRE	15 JAHRE	EWIGE RENTE
1.000	5%	4.329	7.722	10.380	20.000
1.000	10%	3.791	6.145	7.606	10.000

In Ländern mit tieferen realen Zinsen (zu denen die Schweiz historisch gehört) ist folglich die Bedeutung des Restwertes verhältnismäßig höher.

**Fazit:**

Die Annahme einer unbegrenzten Unternehmenslebensdauer ist insbesondere bei Bewertungen im KMU-Umfeld kritisch zu hinterfragen. Der Restwert (Continuing Value) verkörpert einen wesentlichen Teil des Unternehmenswerts und erfordert bei der Modellierung größte Aufmerksamkeit. Entsprechende Anhaltspunkte ergeben sich aus der detaillierten Analyse von Produkt- und Investitionszyklen sowie der wesentlichen materiellen und immateriellen Werttreiber. Bei tendenziell niederen realen Kapitalkosten, kurzer expliziter Planungsperiode oder ermittelbarem Enterprise Life Cycle ist die Verwendung einer Annuität zur Ermittlung des Restwertes empfehlenswert. ■

**Zu den Autoren**



**Markus Ochsner (links)**, lic. rer. pol, dipl. Wirtschaftsprüfer, ist Partner und **Dr. Luca Schenk Senior** Manager der OLZ & Partners Asset & Liability Management AG (www.olz.ch).