



Die Bestimmung der Werte von Unternehmen erfordert in der Praxis viel Rechenaufwand.

CHRISTOPH RUCKSTUHL / NZZ

Der Wert eines KMU wird nur selten wissenschaftlich ermittelt

Professor Hüttche von der Hochschule für Wirtschaft Basel über den Graben zwischen Theorie und Praxis bei Unternehmensbewertungen

sco. · Der zuweilen zwischen Theorie und Praxis klaffende Graben ist bei der Bewertung von Unternehmen besonders tief. Das sagt Tobias Hüttche, Professor und Leiter des Instituts für Finanzmanagement an der Hochschule für Wirtschaft in Basel. Was solche Gutachten angeht, gibt es in der Wissenschaft zwar relativ komplexe mathematische Modelle für alle möglichen Varianten, in der Praxis dominieren aber einfache Milchbüchleinrechnungen.

Drei-Klassen-Gesellschaft

Aus wissenschaftlicher Sicht sollte man bei der Ermittlung des Unternehmenswertes grundsätzlich von den künftig erwarteten Erträgen ausgehen. Wer etwa einem betagten Zahnarzt die Praxis abkauft, erwirbt nicht in erster Linie drei Stühle und fünf Bohrer, sondern eine Einkommensquelle. So weit die wirtschaftliche Theorie.

In der Praxis gibt es aber laut Hüttche bei der Firmenbewertung eine Drei-Klassen-Gesellschaft. In der «Amateur-Liga» befinden sich in erster Linie Selbständige, etwa Zahnärzte, Ingenieure, Architekten und Treuhänder. Sie wählen eher selten den theoretischen Ansatz und hantieren häufiger mit einem Mix aus Umsatz und Substanz: nicht weil dies richtig ist, sondern weil diese Vorgehensweise für den Unternehmer intuitiv nachvollziehbar ist. Die «Champions League» in Bewertungsfragen bil-

den die kotierten Unternehmen, die sich dabei von grossen Beratungsfirmen unterstützen lassen. Verwendet wird meist die Discounted-Cashflow-Methode (DCF), die sich auf künftige Geldflüsse abstützt. Im mittleren Bereich, gewissermassen der «Super League», herrschen gewerbliche und industrielle KMU vor. Sie orientieren sich entweder an den zukunftsorientierten Modellen der «Champions League» oder an den eher vergangenheitsbezogenen Methoden der «Amateur-Liga».

Typischerweise begleiten kleinere Beratungsfirmen die Eigentümer von KMU beim Firmenverkauf. Der klassische Treuhänder handelt dabei aber zuweilen gemäss dem Motto, dass die DCF-Methode zwar richtig, die Zukunft aber ungewiss ist. Auch deshalb ist das sogenannte Praktikerverfahren hierzulande weiterhin beliebt. Bei diesem wird der Ertragswert zum zweifach gezählten Substanzwert addiert und die Summe dann durch drei geteilt. Dieses Verfahren entspricht auch dem von der Steuerbehörde akzeptierten Vorgehen, um den Preis von Wertpapieren ohne Kurs zu ermitteln.

Die Wahl des Bewertungsmodells ist für die resultierende Grösse vorentscheidend. Denn in jede Berechnung fliessen nur bestimmte Daten eines Unternehmens ein. Deshalb ist es wichtig, zu verstehen, wie ein bestimmtes Modell funktioniert, welche Parameter berücksichtigt werden und ob diese vor-

teilhaft für das eigene Unternehmen aussehen. So resultiert etwa bei der Praktikermethode in gewissen Fällen eine systematische Überbewertung. Da für die Berechnung des Ertragswertes nur zwei Vorjahre einfließen, führt sie bei einer Firma mit «goldener» Vergangenheit und mageren Zukunftsaussichten zu überhöhten Werten. Ferner enthält die Praktikermethode im Vergleich zum Risikoprofil eines typischen KMU eher niedrige Kapitalkosten. Schliesslich werden im Substanzwert auch stille Reserven eingerechnet, etwa der Marktpreis einer vollständig abgedeckten Immobilie, was den Firmenwert in die Höhe treibt. Wer also seine Gesellschaft verkaufen will und zuletzt nur Verluste geschrieben hat, wird wohl dem DCF-Modell zuneigen.

Die Vergangenheit zählt nicht

Ein heikles Thema bei Bewertungen sei die Frage nach der Berücksichtigung der «Substanz» eines Unternehmens, sagt Hüttche. Ein Zahnarzt insistiert beispielsweise, er habe soeben neue Stühle und neue Bohrer erworben, weshalb der Käufer 1 Mio. Fr. für die Patienten und nochmals 1 Mio. Fr. für diese Substanz zu bezahlen habe. Hüttche führt aber aus, dass es aus theoretischer Sicht nicht sinnvoll ist, die Substanz gesondert zu bezahlen. Denn die Patienten erscheinen ja nur, weil der Arzt überhaupt über Stühle und Bohrer

verfügt. Diese sind also betriebsnotwendig. In der Theorie wird das als die Substanzbezogenheit des Erfolgs bezeichnet: Einnahmen lassen sich immer nur mit einer bestimmten Infrastruktur erzielen. Diese Überlegung sei aber zuweilen schwierig zu vermitteln, sagt Hüttche. So stellen sich Unternehmer zuweilen auf den Standpunkt, sie hätten 20 Jahre lang investiert, jedes Wochenende gearbeitet und nie Ferien gemacht, was in die Abrechnung einfließen müsse. Das ist aber laut Hüttche der falsche Ansatz: Ein Kaufmann bezahle nicht für die Vergangenheit, sondern schaue in die Zukunft. Die Substanz wird deshalb nur gesondert bezahlt, wenn sie nicht betriebsnotwendig ist.

Dieser Graben zwischen Theorie und Praxis ist aus wissenschaftlicher Sicht nicht ganz unproblematisch. Gemäss Hüttche muss man sich aber auch bewusst sein, dass die Modelle teilweise auf eher restriktiven Annahmen beruhen, etwa dem risikofreien Zinssatz. Wenn die Modelle keinen Erklärungsgehalt mehr hätten, müsste man sich schon fragen, ob sie überhaupt noch anwendbar seien und die Realität vernünftig abbildeten. Insofern sei es sicherlich gerechtfertigt, von dieser Modellwelt auch einmal abzuweichen.

Die Bewertung dient ja in einem Verkaufsprozess vor allem dazu, Unter- und Obergrenze des möglichen Preises zu definieren. Die Transaktionssumme ist dann bekanntlich Verhandlungssache.