

# Nicht unter Wert verkaufen

**Spätestens beim Firmenverkauf stellt sich der Unternehmer die Frage nach dem Wert seines Lebenswerkes.**

Das Institut Deutscher Wirtschaftsprüfer empfiehlt in seinem Standard zur Unternehmensbewertung (IDW S1) die Diskontierung zukünftiger Cashflows mittels eines risikoadjustierten Zinssatzes. Soweit die Theorie. Doch wie geht der Mittelständler damit in der Praxis um? Zunächst ist zu klären, wie hoch die aus eigener Kraft erwirtschafteten Einzahlungsüberschüsse, also ohne Außenfinanzierungsbedarf, sind. Mit vertretbarem Aufwand lassen sich die zu erwartenden Free Cashflows der Betriebs- und Investitionstätigkeit prognostizieren. Um Unsicherheiten in der Unternehmensbewertung angemessen zu berücksichtigen, empfiehlt sich das Denken in Szenarien. Wie aber bestimmt der Mittelständler den risikoadjustierten Faktor, mit dem die Free Cashflows auf den Barwert abzuzinsen sind?

Experten setzen hierzu auf die Erkenntnisse der modernen Kapitalmarkttheorie. Die Grundlage dabei bildet ein um den Verschuldungsgrad des Unternehmens gewichteter Zinssatz, der die Renditeansprüche der Eigen- und Fremdkapitalgeber widerspiegelt. Da Eigenkapitalgeber ein größeres Risiko tragen als etwa die Hausbank, fallen ihre Renditeforderungen entsprechend höher aus.

Der wertmäßige Unterschied in der Renditeforderung bemisst sich nach dem individuellen Unternehmensrisiko in Relation zu anderen Anlagealternativen der gleichen Risikoklasse. Bei börsennotierten Unternehmen wird häufig über die relative Veränderung des eigenen Aktienkurses zu dem des Gesamtaktienmarktes argumentiert. Nun ist aber nur ein Bruchteil der deutschen Mittelständler an der Börse aktiv. Abhilfe schafft der Blick auf Vergleichsunternehmen innerhalb einer Branche. S&P etwa orientiert sich an der wesentlichen Geschäftstätigkeit, gemessen am Umsatz des jeweiligen Unternehmens. Branchen mit einem Wert größer als „1“ sind demzufolge riskanter als der Gesamtmarkt (siehe Tabelle). Zwar stellt das Risiko einer Branche bereits eine gute Annäherung an das tatsächliche Risiko dar, doch existieren in jeder Branche Firmen, die ihr Geschäft besser im Griff haben als andere. Das Debitorenrisiko nimmt bei der Erkennung perspektivischer Handlungsspielräume eine wesentliche Rolle ein. Wie abhängig ist der Unternehmer von seinen Kunden? Um die schlechte Zahlungsmoral von Debitoren abzuschalten, empfiehlt sich die direkte und persönliche Kontaktaufnahme unmittelbar nach Verstreichen des Fälligkeitstermins. Alternativ lassen sich Forderungen auch an einen Factor verkaufen, was sowohl einen positiven Einfluss auf den Free Cashflow als auch auf die Bilanzstruktur hat.

Wer seine Kunden nicht im Griff hat, ist häufiger auf Kapital von außen angewiesen, dessen Intensität sich im Verschuldungsgrad niederschlägt. Gerade in investitionsintensiven Branchen begeben sich hoch verschuldete Unternehmen schnell in Abhängigkeiten von externen Kapitalgebern und laufen Gefahr die Eigenständigkeit und Gestaltungsfähigkeit zu verlieren. Dieses Finanzierungs- oder auch Kapitalstrukturrisiko kann rund 20 Prozent des unternehmensindividuellen Risikos erklären. Der Verkauf nicht betriebsnotwendiger Immobilien und stattdessen ein Leasing dieser Anlagegüter kann ebenso helfen wie eine radikale Reduzierung des Waren- und Lagerbestandes.

Unternehmen einer Branche werben häufig um dieselben Kaufinteressenten. Hohe Wirtschaftlichkeit und Ertragskraft bilden dabei Schlüsselgrößen für die Zukunftsfähigkeit des eigenen Geschäftsmodells. Wirtschaftlichkeit drückt sich dabei als relative Veränderung von Gewinn zu Umsatz aus. Schwankungen in der Nachfrage haben folglich eine größere Ergebnisauswirkung, je höher der Anteil fixer Kosten ist. Diesem leistungswirtschaftlichen Risiko lässt sich wirksam mit einer konsequenten Variabilisierung fixer Kosten begegnen. Die Kenntnis um unternehmenswertsteigernde Maßnahmen gepaart mit dem Wissen um das grundsätzlich nicht beeinflussbare Risiko einer Branche liefern also gute Argumente für einen angemessenen Kaufpreis. Schließlich möchte man sein geschaffenes Lebenswerk mit einem guten Gefühl abgeben.

Lars Böhle, CP Corporate Planning



## Berechnung des branchenindividuellen\* Risikos „Beta“

Industriegruppe	Beta
Software & Dienste	1,78
Investitionsgüter	1,14
Energie	1,07
Transportwesen	1,00
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	0,99
Automobile und Komponenten	0,98
Groß- und Einzelhandel	0,94
Versorgungsbetriebe	0,73
Lebensmittel, Getränke und Tabak	0,58
Haushaltsartikel und Körperpflegeprodukte	0,35

\* beispielhafte 10 von 20 Branchen, Einteilung von MSCI Barra/S&P  
Quelle: Eigene Berechnung von Lars Böhle