

Unternehmensbewertungen in der Bankenpraxis – Eine empirische Untersuchung deutscher Sparkassen und Genossenschaftsbanken

von Dr. Uwe Kehrel | Dr. Paul Markus Konrad

► CFB0560727

» Executive Summary

» Der vorliegende Beitrag untersucht die Durchführung von Unternehmensbewertungen in der Bankenpraxis. Hierzu wurden 183 Vorstandsvorsitzende von deutschen Sparkassen und Genossenschaftsbanken mittels eines strukturierten, internetbasierten Fragebogens befragt. Die erhobenen Daten bieten einen umfassenden Überblick über praxisrelevante Bewertungsanlässe und die zum Einsatz kommenden Bewertungsverfahren.

» The present paper investigates the performance of business valuation in banking practice. A total of 183 chief executive officers of German Sparkassen and Genossenschaftsbanken were included in the study. The collected data provides an overview of important practical valuation purposes and valuation methods.

» AUTOREN Dr. Uwe Kehrel | Dr. Paul Markus Konrad

Dr. Uwe Kehrel ist Akademischer Rat am Institut für betriebswirtschaftliches Management im Fachbereich 12 der Westfälischen Wilhelms-Universität. Dr. Paul Markus Konrad, Fischer | Bussmann | Konrad GmbH, Münster.

I. Einleitung

Unternehmensbewertungen werden im Rahmen verschiedenster Bewertungsanlässe durchgeführt. Als mögliche Bewertungszwecke können beispielsweise der Unternehmenskauf bzw. -verkauf, die Beteiligung an Kapitalgesellschaften bzw. der Gesellschafterwechsel bei Personengesellschaften, die Bewertung von Beteiligungen, die Erstellung von Gutachten, Aufgaben im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung sowie steuerrechtliche Fragestellungen genannt werden¹. Durchgeführt werden entsprechende Unternehmensbewertungen meist von Wirtschaftsprüfern, Unternehmens- und Steuerberatern, aber auch Banken sehen sich mit dieser Aufgabe konfrontiert.

Zur Ermittlung des Unternehmenswertes steht aus theoretischer Sicht eine Vielzahl unterschiedlichster Instrumente zur Verfügung². Je nach Bewertungszweck können schnelle, dafür möglicherweise unpräzisere Methoden oder aufwendigere, aus theoretischer Sicht angemessenere Modelle zur Anwendung kommen. Die aus methodischer Sicht fortschrittlichen *Gesamtbewertungsverfahren*, wie die Ertragswertmethode und das Discounted Cash Flow (DCF)-Verfahren, basieren auf dem Kapitalwertkalkül der Investitionsrechnung und zeichnen sich durch die Diskontierung erwarteter, zukünftiger Zahlungsmittelzuflüsse aus. *Substanzwert-* und *Liquidationswertverfahren* berücksichtigen hingegen im Allgemeinen nur Vergangenheitsdaten. Auch bei den in der Praxis häufig zur Anwendung kommenden *Multiplikatorverfahren* wird die individuelle zukünftige Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens ausgeklammert. Außerdem ist der Analyst häufig mit dem sogenannten Peergrouping Problem konfrontiert: Die aus dem Börsenhandel oder aus anderen Unternehmens-

transaktionen abgeleiteten Multiples sind meist nicht repräsentativ für das vom Analysten zu bewertende Unternehmen. Die Berücksichtigung individueller Rahmenbedingungen und ein Einbezug künftiger Zahlungsströme kann – meist unzureichend – nur indirekt über die gewählte Vergleichsgruppe (Peergroup) erfolgen.

Aus akademischer Sicht gelten daher die Gesamtbewertungsverfahren als Mittel der Wahl. Diskussionen werden vor allem über einzelne methodische Aspekte, wie beispielsweise die Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten, geführt³. Welche Verfahren in der Praxis zum Einsatz kommen und welches die vom Praktiker wahrgenommenen Problemfelder sind, wird jedoch meist aus den Überlegungen ausgeklammert. Dieser Artikel bietet einen Beitrag für eine realistische Vorstellung der in der Praxis angewandten Verfahren. Die empirisch-explorative Untersuchung realer Bewertungsvorhaben liefert eine fundierte Beschreibung der Praxis der Unternehmensbewertung im Bankenumfeld.

II. Konzeptionelles Vorgehen und Datenbasis

Die Untersuchung basiert zunächst auf einer detaillierten Literaturrecherche, deren Ergebnisse in die Entwicklung eines internetbasierten, modularen Fragebogens einfließen. Der so entwickelte Fragebogen bildete die Grundlage für eine umfassende Befragung deutscher Sparkassen und Genossenschaftsbanken. Die Durchführung der anonymen Befragung erfolgte vom 01.09.2010 bis zum 01.01.2011. Hierzu wurden Vorstandsvorsitzende von Sparkassen und Genossenschaftsbanken per Email kontaktiert und gebeten, an der Erhebung teilzunehmen. Insgesamt wurde der Fragebogen von 183 Personen auswertbar beantwortet. Dabei ist zu beachten, dass die Beantwortung der Fragen nicht zwingend erforderlich war und einzelne Fragen daher unbeantwortet übersprungen werden konnten. Der Stichprobenumfang fällt daher je nach Fragekomplex unterschiedlich aus. Zu ergänzen ist hier, dass nicht alle befragten Sparkassen und Genossenschaftsbanken Unternehmensbewertungen selbstständig durchführen. Alternativ werden externe Unternehmenswertgutachten von Wirtschaftsprüfern, Steuer- und Unternehmensberatern verwendet. In einigen Fällen ist ein kombiniertes Vorgehen zu ver-

1 Moxter, Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983.

2 Matschke/Brösel, Unternehmensbewertung: Funktionen – Methoden – Grundsätze, 3. Aufl. 2007.

3 Kehrel, ZfCM 2011 S. 372; Knoll/Tartler, CFB 2011 S. 409.

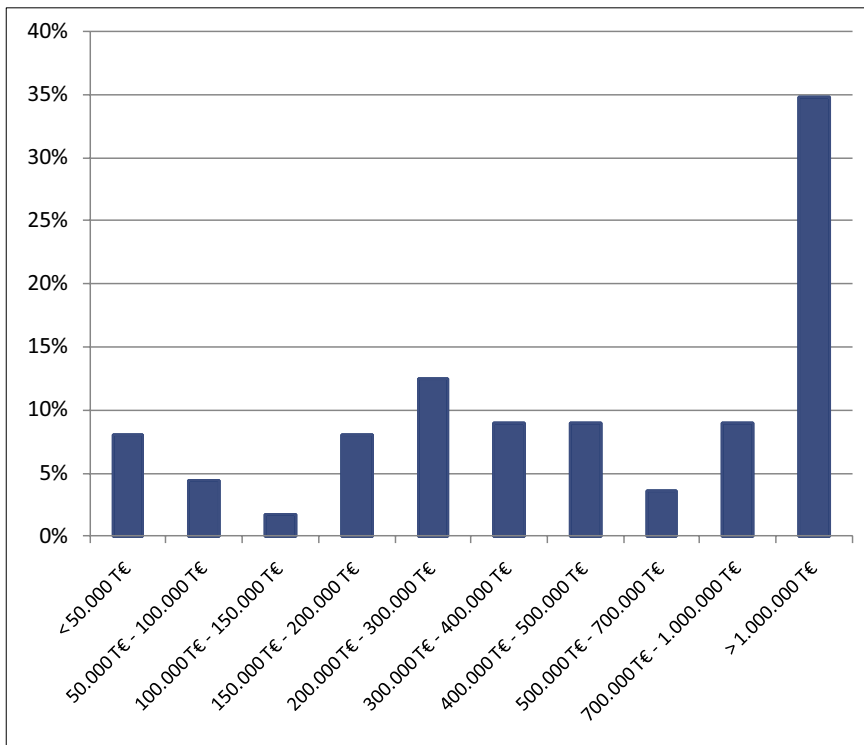


Abb. 1: Größenklassen gemäß Bilanzsumme (N = 112)

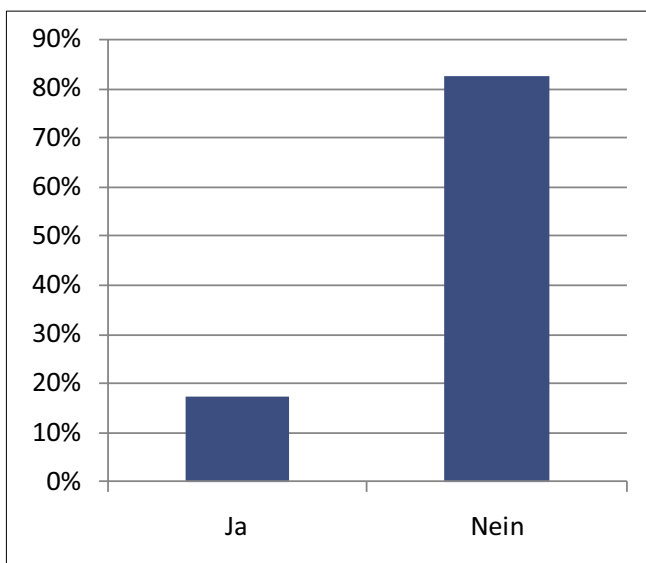


Abb. 2: Einsatz spezieller Softwareprodukte (N = 40)

zeichnen, bei dem selbsterstellte Unternehmensbewertungen anhand von externen Gutachten plausibilisiert werden.

Um die Größenstruktur der an der Erhebung teilnehmenden Banken einschätzen zu können, wurden diese zu Beginn der Befragung gebeten, eine Einordnung anhand der jeweiligen Bilanzsummen vorzunehmen. Abb. 1 stellt die Häufigkeitsverteilung der genannten Größenklassen grafisch dar. Über ein Drittel der befragten Banken weisen eine Bilanzsumme von mehr als 1 Mrd. € auf. Es sind somit tendenziell eher die großen Sparkassen und Genossenschaftsbanken, die sich an der Untersuchung beteiligten.

III. Ergebnisse

Die Ergebnisse der Befragung werden im Folgenden dem Fragebogen entsprechend präsentiert. Untersucht wurden

die Bewertungsanlässe, der Einsatz von speziellen Softwareprodukten bei der Bewertung, die Bewertungsverfahren, die dabei verwendete Gewinngröße und – für Verfahren, die eine Diskontierung erfordern – die Bestimmung des Kalkulationszinses. Abschließend wurden in einem Freitextfeld spezifische Problemfelder abgefragt, die von den beantwortenden Analysten als besonders bedeutend erachtet werden.

Bewertungsanlässe

Die von Banken durchgeführten Bewertungen betreffen in über einem Viertel der Fälle den Kauf oder Verkauf von Unternehmen (vgl. Tab. 1). Weitere ca. 40% teilen sich auf Gesellschafterwechsel in einer Personengesellschaft, Beteiligungen an einer Kapitalgesellschaften und Bewertungen von Beteiligungen auf. Von untergeordneter Bedeutung sind Unternehmensbewertungen, etwa im Rahmen der wertorientierten Unternehmensführung, der Venture Capital Finanzierung und im Rahmen von Bör-

sengängen (Initial Public Offering, IPO).

Einsatz von Softwareprodukten

Als ein Grad für die Standardisierung des Bewertungsprozesses kann der Einsatz von speziellen Softwareprodukten herangezogen werden. Abb. 2 ist zu entnehmen, dass mit 17,5% nur in Ausnahmefällen derartige Spezialsoftware eingesetzt wird. In über 80% der Fälle wird hingegen auf Standardsoftwareprodukte wie Microsoft Excel zurückgegriffen. Es ist zu vermuten, dass in diesen Fällen auch eine hohe Individualität der verwendeten Bewertungsmodelle vorliegt.

Bewertungsverfahren

In der Praxis ist ein weites Spektrum von Bewertungen verbreitet. Abb. 3 auf Seite ■■ zeigt diejenigen Bewertungsverfahren, die in den repräsentierten Banken zum Einsatz kommen.

Anlass	Anteil
Unternehmenskauf/-verkauf	27,32%
Gesellschafterwechsel Personengesellschaft	14,21%
Beteiligung Kapitalgesellschaft	13,66%
Bewertung von Beteiligungen	12,02%
Erbschaft	6,01%
Vermögensübertragung	6,01%
Gutachten	5,46%
Scheidung	4,92%
Abfindung/Entschädigung	4,37%
Wertorientierte Unternehmensführung	2,73%
Venture Capital Finanzierung	2,73%
IPO	0,55%

Tab. 1: Anlässe der Unternehmensbewertung (N = 183)

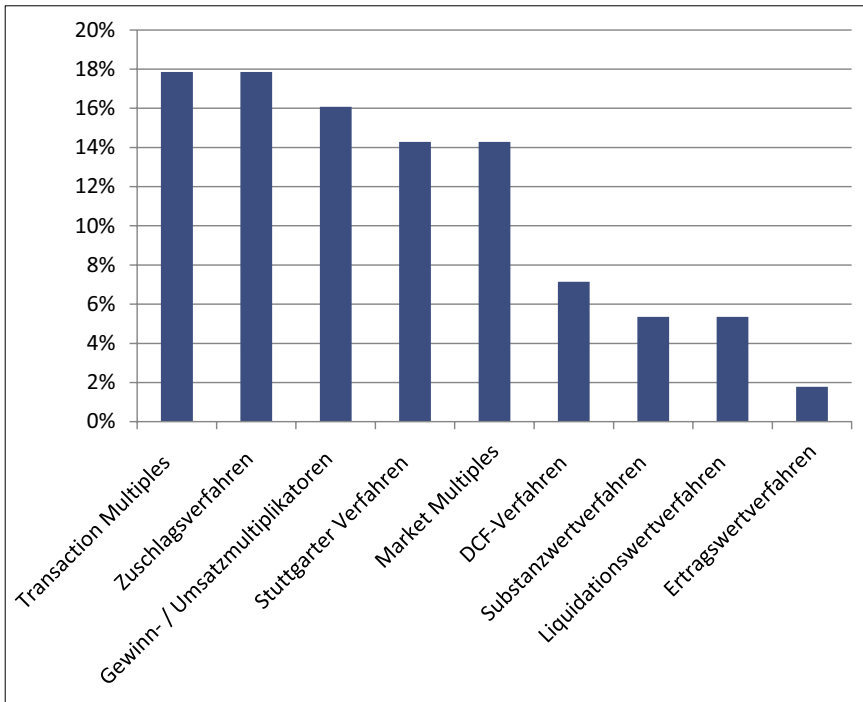


Abb. 3: Methodenauswahl (N = 56)

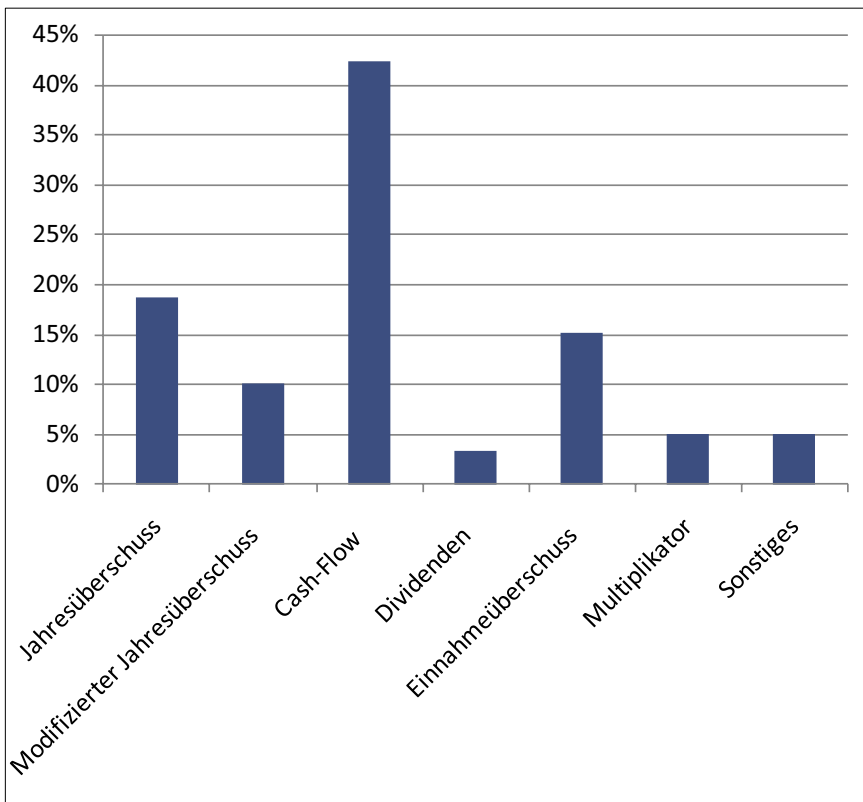


Abb. 4: Verwendete Gewinngrößen (N = 59)

Auffällig ist zunächst, dass das Stuttgarter Verfahren, obwohl es bereits seit 2009 als nicht verfassungsgemäß durch die Erbschaftssteuerreform abgeschafft wurde, in der Praxis noch immer relativ weit verbreitet ist. Es ist jedoch zu vermuten, dass der Einsatz des Stuttgarter Verfahrens im Bankenumfeld höchstwahrscheinlich nicht aus steuerlichen Anlässen resultiert. Weiterhin hervorzuheben ist der Befund, dass sowohl Discounted Cash Flow (DCF)-Verfahren als auch Ertragswertverfahren relativ selten als Instrumente zur Un-

ternehmensbewertung ausgewählt werden. Eine große Bedeutung ist hingegen den Multiplikatorverfahren einzuräumen, die in verschiedenen Ausprägungen eingesetzt werden. Dies steht in auffälliger Diskrepanz zu gängigen Empfehlungen in der Literatur, nach denen die Gesamtbewertungsverfahren aus methodischer Sicht als Bewertungsinstrument der Wahl gelten und Multiplikatorverfahren als methodisch problematisch anzusehen sind⁴.

In der Bankenpraxis sind offenbar andere Kriterien ausschlaggebend für die Methodenwahl als in der Unternehmensbewertungstheorie. Insbesondere die schnelle und einfache Durchführbarkeit der Bewertung mittels Multiplikatoren und die geringen Anforderungen an die zur Verfügung stehenden Daten könnten die häufige Anwendung dieser Verfahren trotz der damit verbundenen methodischen Defizite erklären.

Gewinngröße

Einen wesentlichen Aspekt bei der Aufstellung eines Bewertungsmodells stellt die Auswahl der anzuwendenden Gewinngröße dar. Aus Abb. 4 wird ersichtlich, dass der Cash Flow mit über 40%, gefolgt vom Jahresüberschuss bzw. dem modifizierten Jahresüberschuss mit zusammen über 35%, die dominierenden Maßgrößen sind. Auffällig ist mit 15% auch die relativ häufige Verwendung des Einnahmeüberschusses. Dies deutet auf die Bewertung von Einnahme-Überschuss-Rechnern gem. § 4 Abs. 3 EStG hin. Da Einnahme-Überschussrechnungen in der Regel von kleinen Unternehmen und Freiberuflern durchgeführt werden, kann von diesem Befund tendenziell auf die Kundenstruktur der befragten Sparkassen und Genossenschaftsbanken geschlossen werden.

Bestimmung des Kalkulationszinses

Neben der Auswahl der geeigneten Gewinngröße stellt insbesondere bei den Gesamtbewertungsverfahren die Bestimmung des Kalkulationszinsfußes ein besonderes Problemfeld dar (vgl. Abb. 5

auf Seite ■■■)⁵. In der Bankenpraxis dominiert für die Bestimmung des Kalkulationszinssatzes die Verwendung eines risikolosen Zinses, der um einen Risikoaufschlag ergänzt wird. Auffällig ist, dass in einigen Fällen nur der risikolose Zinssatz als Kalkulationszins zum Einsatz kommt. In diesem

4 Ballwieser, Unternehmensbewertung – Prozeß, Methoden und Probleme, 3. Aufl. 2011.
 5 Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2009.

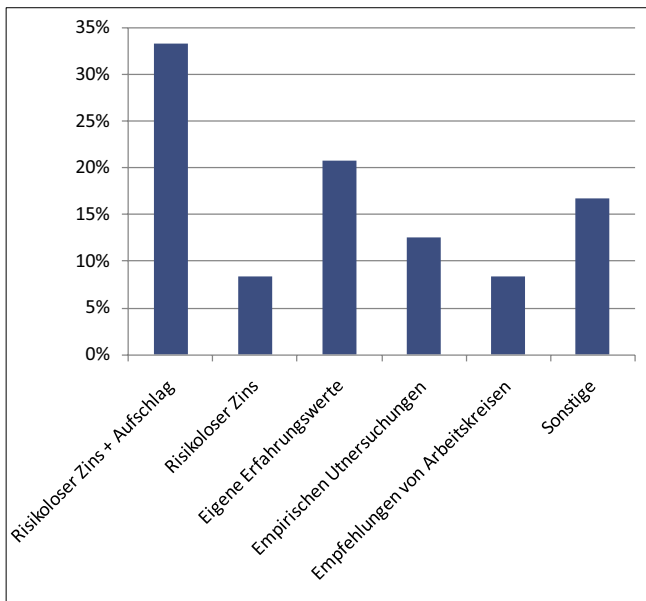


Abb. 5: Bestimmung des Kalkulationszinsfußes (N = 24)

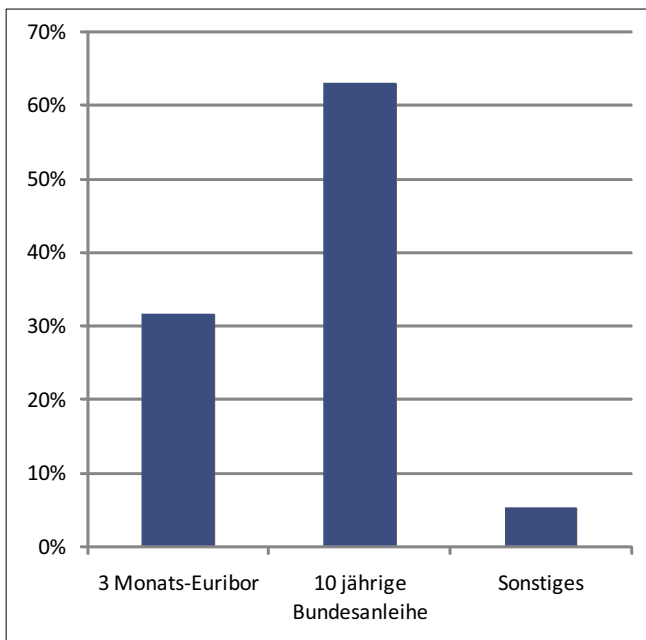


Abb. 6: Bestimmung des risikolosen Zinssatzes (N= 12)

Fall muss das Risiko zukünftiger Ertragsschwankungen bereits in der Schätzung der Erträge bzw. Cash Flows berücksichtigt werden. Die Verwendung eigener Erfahrungswerte deutet einerseits auf einen hohen Grad der Individualisierung spezifischer Analysen. Andererseits gilt es zu bedenken, dass die Abhängigkeit der Wahl des Kalkulationszinses vom jeweiligen Analysten, der sich auf der Basis früherer Bewertungen für einen Kalkulationszins entscheidet, zu starken Inkonsistenzen innerhalb der Bank führen kann.

Risikoloser Zins

Bei der Verwendung des risikolosen Zinssatzes im Bewertungskalkül stellt sich die Frage, auf welcher Grundlage dieser festzulegen ist. Die in Abb. 6 dargestellten Befunde zeigen, dass hierzu in der überwiegenden Anzahl der Fälle der Zinssatz der 10-jährigen Bundesanleihe herangezogen wird. Alternativ wird in einem Drittel der Fälle auch der 3-Monats-

Euribor als geeignetes Maß für den risikolosen Zinssatz angesehen. Die Verwendung alternativer risikoloser Zinssätze ist auf Basis der vorliegenden Befunde zu vernachlässigen.

Risikozuschlag

Die Ermittlung des Risikozuschlags ist erwartungsgemäß sehr heterogen. Abgefragt wurde der geschätzte Risikozuschlag für ein AA-, ein BB- und ein CC-Rating sowie ein Unternehmen in der Restrukturierung. Dabei wird deutlich, dass die Befragten die jeweiligen Risiken sehr unterschiedlich einschätzen. Insgesamt halten sich die Banken bei der Beantwortung dieser Frage sehr bedeckt, nur etwa 5% der Befragten äußerten sich zu diesem Thema.

Für ein AA-Rating liegt die Spanne der Risikozuschläge zwischen 0,3% und 2%, für ein BB-Rating zwischen 0,7% und 6% und für ein CC-Rating zwischen 3% und 10%. Für Restrukturierungsfälle wurde kein Zinssatz angegeben, was aufgrund der hohen Individualität einer Restrukturierungssituation durchaus verständlich erscheint. Dennoch muss festgehalten werden, dass die Wahl des Risikozuschlags mit hoher Unsicherheit behaftet ist und die angegebenen Spannen sich stark überschneiden. Darüber, welche Risikozuschläge für welche Risikogruppen adäquat sind, scheint es somit keine klaren, allgemeingültigen Vorstellungen zu geben.

Problemfelder

Zum Abschluss der Erhebung wurden die Befragungsteilnehmer gebeten, grundsätzliche Aspekte zu nennen, die im Rahmen von Unternehmensbewertungen mit größeren Problemen verbunden sind. Als ein wesentliches Problemfeld nannten die Befragten die Gewinnung der relevanten Bewertungsparameter und in diesem Kontext die individuelle Abstimmung der Bewertungskalküle auf spezifische Unternehmen. Ferner wurde die Datenbereitstellung durch den Kunden als kritischer Faktor genannt, der insbesondere in zeitlicher Hinsicht oftmals zu Verzögerungen im Bewertungsprozess führt. Kommen Multiplikatorverfahren zur Anwendung, so stellt insbesondere die Plausibilisierung der eingesetzten Multiplikatoren anhand von branchenbezogenen oder geographischen Kriterien ein wesentliches Hindernis in der Bewertungspraxis dar. Abschließend schätzten die Befragten die starke quantitative Orientierung der eingesetzten Bewertungsmodelle als kritisch ein und forderten, den Einbezug qualitativer Aspekte in der Bewertung zu ermöglichen.

IV. Zusammenfassung und Fazit

Die durchgeführte Befragung bietet einen ersten Einblick in die Unternehmensbewertungspraxis deutscher Sparkassen und Genossenschaftsbanken. Aus den gewonnenen Befunden ist abzuleiten, dass die Bewertung von Unternehmen in der Bankenpraxis eine bedeutende Rolle spielt, sofern Banken mit entsprechenden Bewertungsanlässen wie dem Unternehmenskauf, Gesellschafterwechseln oder Kapitalbeteiligungen konfrontiert werden. Dabei zeigen sowohl die Erhebung der in der Praxis zum Einsatz kommenden Bewertungsmethoden als auch die weiteren empirischen Befunde der Untersuchung ein sehr differenziertes Bild. Die befragten Banken verwenden die unterschiedlichsten Bewertungsmethoden und -modelle. Es existiert kein einheitlicher Standard für die Unternehmensbewertung in der Bankenpraxis auf den grundsätzlich zurückgegriffen werden könnte.

Die Ergebnisse der Befragung bestätigen auch die oftmals vermutete Diskrepanz zwischen akademischer Diskussion und praktischer Anwendung. Zunächst ist hier die Auswahl der Methoden zu nennen, die für die Erstellung von Bewertungsmodellen als besonders geeignet angesehen werden. Den aus methodischer Sicht problematischen Multiplikatorverfahren kommt in der Praxis eine erhebliche Bedeutung zu, während Gesamtbewertungsverfahren zwar zur Anwendung kommen, jedoch nicht die ihnen in der Theorie zugesprochene dominierende Stellung einnehmen.

Des Weiteren sind auch innerhalb der einzelnen Bewertungsverfahren erhebliche Unterschiede im individuellen Vorgehen der befragten Banken zu verzeichnen. So kommen beispielweise im Rahmen der Gesamtbewertungsverfahren unterschiedliche Ansätze zur Bestimmung des risikolosen Zinssatzes und des Kalkulationszinsfußes zur Anwendung. Dabei ist der Zusammenhang zwischen Risikozuschlag und Unternehmensrating anscheinend bisher wenig konsistent,

die Schwankungsbreite der Risikozuschläge bei gegebenem Rating ist erheblich.

Der Einsatz unterschiedlichster Bewertungsmethoden und die große Verbreitung auch einfacher, weniger komplexer Bewertungsverfahren ist im Spannungsfeld der Anforderungen und Rahmenbedingungen zu sehen, in dem die Bewertungen durchgeführt werden. Neben der theoretischen Fundierung der eingesetzten Methoden ist davon auszugehen, dass zusätzlich die Geschwindigkeit des Bewertungsprozesses, die methodische Komplexität und somit auch die verursachten Kosten sowie die Anforderungen an die für die Bewertung benötigten Daten eine besondere Rolle spielen. Gerade die letztgenannten Aspekte können im Kontext der Gesamtbewertungsverfahren problematisch sein und legitimieren in der Praxis möglicherweise den Einsatz weniger komplexerer Methoden. Ein mögliches theoretisches Defizit wird in diesen Fällen scheinbar als beherrschbar eingeschätzt, ist jedoch nicht auszuräumen.