

Sie fragen – Experten antworten

Haben Sie eine Frage auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung?

Sofern Sie eine Frage zur Unternehmensbewertung haben, und Sie diese Frage kostenlos von unserem Expertenpanel beantwortet haben wollen, schicken Sie uns an folgende Adresse ein E-Mail: fb.redaktion@vvhb.de. Beachten Sie bitte: Mit der Zusendung Ihrer Frage stimmen Sie zu, dass Ihre Frage, sofern Sie wünschen anonymisiert, veröffentlicht werden darf. Die Beantwortung der Frage wird voraussichtlich vier bis sechs Wochen in Anspruch nehmen. Es kann sein, dass wir Fragen redaktionell anpassen und sie lediglich sinngemäß wiedergeben.

Excess Cash oder Wasting Cash im Anlagenbau?

Im Rahmen der Unternehmensbewertung wird oftmals unterschieden zwischen freier und betrieblicher (=operativ notwendiger) Kasse. Speziell im Anlagenbau haben die Unternehmen einen hohen Bestand an liquiden Mitteln, der sich zu einem großen Teil aus den erhaltenen Anzahlungen generiert.

Meine Frage lautet nun: Wie kann ein Unternehmen im Anlagenbau vor dem Hintergrund der erhaltenen Anzahlungen die Unterscheidung in freie und betriebliche Kasse treffen und ist es überhaupt notwendig, diese Unterteilung vorzunehmen? Ist es sinnvoller, wie Prof. Damodaran vorschlägt, eine Unterteilung in "wasting" und "non-wasting-cash" vorzunehmen und nur den wasting-cash als Working Capital zu betrachten?

Christian Ledig, Beteiligungscontroller bei der SMS Demag AG, Düsseldorf

► In der Bewertungspraxis wird in der Regel zwischen betriebsnotwendiger Liquidität und freier Liquidität (Excess Cash) unterschieden. Es gibt Branchen, wie in dem von Ihnen zitierten Anlagenbau, die typischerweise über sehr hohe Bestände an Liquidität verfügen. Darüber hinaus gibt es jedoch eine Vielzahl anderer Gründe, weshalb Unternehmen über hohe Liquiditätsbestände verfügen. So kann beispielsweise eine handelsrechtliche Verlustausgleichsverpflichtung aufgrund eines bestehenden Ergebnisabführungsvertrages wegen Wertminderungen von

Vermögenswerten zu Excess-Cash-Beständen führen. Thesaurierte und nicht wieder reinvestierte Cash wirksame Gewinne können ebenfalls über die Jahre hinweg zu hohen Liquiditätsbeständen bei Unternehmen führen. Außerdem kann der Liquiditätsbestand von Unternehmen auch viele Jahre nach einem Börsengang noch recht hoch sein.

Damodaran unterscheidet zwischen „wasting-cash“ und „non-wasting-cash“. Liquiditätsbestände, die als „wasting-cash“ qualifiziert werden, sind dem Working Capital zuzuordnen und im Rahmen der Bewertung dort zu erfassen. „Non-wasting-cash“-Bestände werden mit Ihrem Nominalbetrag zum Wert der operativen Gesellschaft hinzuaddiert.

Nach Damodaran entsteht dann „wasting-cash“, wenn finanzielle Mittel sich unter Berücksichtigung des jeweiligen Risikos in der entsprechenden Asset-Anlagekategorie nicht kapitalmarktgerecht verzinsen. Ein kleines Beispiel soll die Sichtweise von Damodaran verdeutlichen. Sofern ein Unternehmen über hohe Liquiditätsbestände verfügt und das Management die Gelder kapitalmarktgerecht anlegt, würde nach Damodaran kein „non-wasting-cash“ entstehen. „Wasting-cash“ entstünde jedoch in folgendem Beispiel (siehe Tab.1).

In diesem Beispiel verzinst sich der Liquiditätsbestand des Unternehmens lediglich mit 3,0%, wohingegen bei kapitalmarktgerechter Verzinsung 3,5% realisiert werden können. 14,3% des Cash-Bestandes verzinsen sich demnach

Tabelle 1: Ermittlung des „wasting-cash“ nach Damodaran

Cash-Bestand: 100 Mio. €	Verzinsung	in Mio. €
kurzfristige kapitalmarktgerechte Verzinsung für 1 Jahr:	3,5%	3,5
tatsächliche Verzinsung des Cash Bestandes im Unternehmen:	3,0%	3,0
Differenz:	-0,5%	-0,5
Ermittlung des "wasting-cash" in %: $1 - (3\%/3,5\%)$ bzw. 0,5/3,5	14,3%	

nicht kapitalmarktgerecht bzw. suboptimal. Damodaran würde 14,3 Mio. € als „wasting-cash“ bezeichnen und dem Working-Capital zuordnen. 85,7 Mio. € würde Damodaran als „non-wasting-cash“ bezeichnen und sie dem Wert der operativen Assets gesondert hinzurechnen.

Die Grundproblematik hinter einer bislang üblicherweise in der Bewertungspraxis anzutreffenden Unterscheidung in betriebsnotwendige Liquidität und freie Liquidität soll zunächst einmal unter Bezugnahme auf das obige Beispiel dargestellt werden. Dabei wird jetzt unterstellt, dass das Unternehmen seine Cash-Bestände mit 3,5 % anlegt und die Eigenkapitalkosten des Unternehmens 10 % betragen. Im Rahmen der Unternehmensplanung würden bei einem Cash-Bestand von 100 Mio. € jährlich 3,5 Mio. € Zinserträge erwartet. Sofern man diese Zinserträge ergebniswirksam als finanziellen Überschuss in der Unternehmensbewertung berücksichtigt und sie mit Eigenkapitalkosten von 10 % dis-

kontiert, würde man „bewertungstechnisch“ Vermögen des Unternehmens „vernichten“. Folgendes vereinfachtes Beispiel einer Verrentung des Zinsertrages ohne Berücksichtigung von Steuern zeigt dies (siehe Tab.2).

Der Wert eines Liquiditätsbestandes über 100 Mio. € würde demnach im Rahmen dieser vereinfachten Bewertung eines Unternehmens nur noch mit 35 Mio. € zum Tragen kommen.

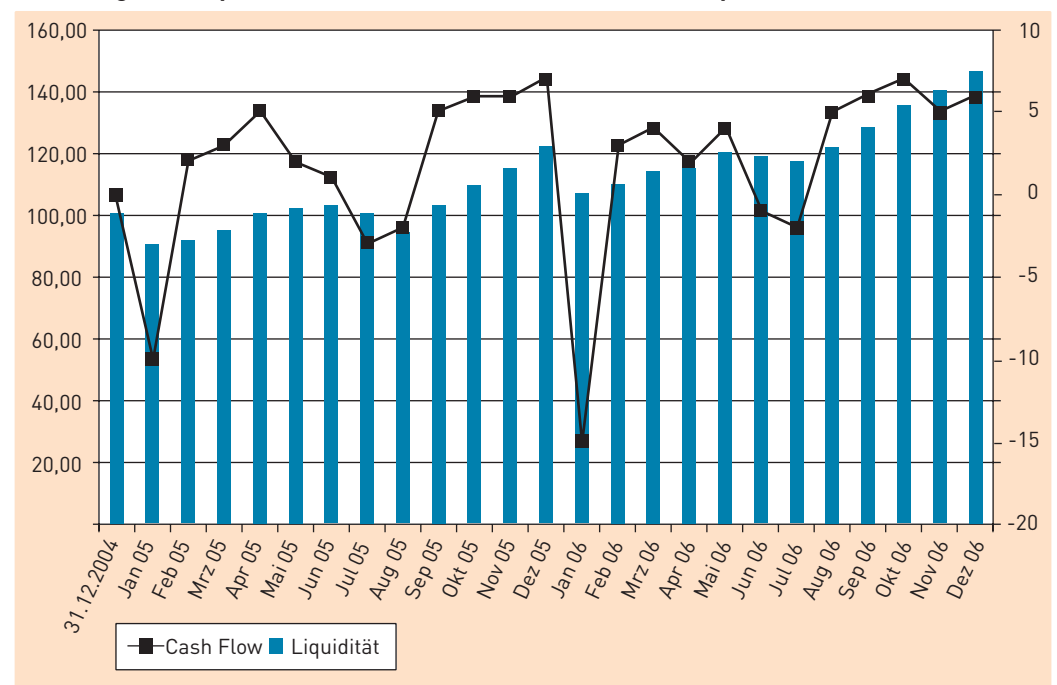
Insoweit ist die Unterscheidung in betriebsnotwendige Liquidität und freie Liquidität wichtig, sofern man sachgerecht den Unternehmenswert ermitteln will. Viel schwieriger zu beantworten ist jedoch die Frage, wie man plausibel die freie Liquidität eines Unternehmens ermittelt.

Hier gibt es m.E. keine allgemein gültige Lösung und es ist jeweils im vorliegenden Einzelfall eine sachgerechte Entscheidung zu treffen. Dabei kann es zweckmäßig sein, branchenübliche Gepflogenheiten zu erarbeiten; jedoch immer zu prüfen, ob diese Gepflogenheiten auch für das Bewertungsobjekt gelten. In der Praxis bietet es sich zunächst an, die Cash-Bestände und den Cash Flow über einen Zeitraum von 1-2 Jahren vor dem Bewertungsstichtag zu analysieren. Die folgende Grafik zeigt den monatlichen Verlauf der Cash Flows sowie der jeweiligen Liquiditätsstände eines fiktiven Unternehmens (siehe Abb.1).

Tabelle 2: Fehlerhafte Bewertung des Cash-Bestands

Cash-Bestand: 100 Mio. €	in Mio. €
Verzinsung bei 3,5 %	3,5
Eigenkapitalkosten 10 %	10
Barwert des Cash Bestandes	35

Abbildung 1: Beispiel zum Verlauf des Cash Flows und der Liquiditätsbestände



Der durchschnittliche Cash-Bestand der letzten 12 Monate lag bei diesem Unternehmen bei ca. 123 Mio. €. Der höchste Cash-Bedarf der letzten 12 Monate betrug im Januar 2006 15 Mio. €. Retrospektiv betrachtet sieht man, dass bezogen auf einen Bewertungsstichtag zum 31.12.2006 im Durchschnitt mindestens 108 Mio. € (123 Mio. € / 15 Mio. €) an freier Liquidität vorhanden ist. Da die sachgerechte Ableitung der freien Liquidität auch die Zukunft miteinbezieht, gilt es, den Verlauf der Cash-Bestände und des Cash Flows auch für die Detailplanungsperiode genau zu analysieren. Auf dieser Basis kann die freie Liquidität eines Unternehmens hergeleitet werden. Der so ermittelte Sonderwert ist dem Wert des operativen Geschäfts im Rahmen der Unternehmensbewertung hinzuzurechnen. Bei der Bewertung des operativen Geschäfts muss jedoch zuvor der als freie Liquidität ermittelte Cash-Bestand und seine Zinserträge aus den Planungsrechnungen (Plan-Bilanzen und Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen) eliminiert werden, da sonst eine Doppelerfassung stattfindet. Dabei gilt es zu beachten, dass für die fiktive Auskehrung der freien Liquidität auch ausreichend Eigenkapital zur Verfügung stehen muss.

Diese Vorgehensweise ist grundsätzlich unabhängig von der Branche und kann auch im Anlagenbau angewendet werden. Dies setzt jedoch voraus, dass der Bewerter Zugang zu internen Daten des Unternehmens hat und die monatliche Entwicklung der Liquidität und den Cash Flow eines Monats kennt. Ein Analyst hat häufig nur die veröffentlichten Quartals- bzw. Jahresabschlussdaten. Stichtagsbezogen kann es gerade im Anlagenbau zu erheblichen Abweichungen zwischen der unterjährigen Liquidität und der zum Jahresabschlussstichtag vorhandenen Liquidität kommen. Der in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesene Zinsertrag kann hierüber Anhaltspunkte liefern. Sollte beispielsweise die durchschnittliche Verzinsung der zum Stichtag vorhandenen Liquidität wesentlich unter einer kapitalmarkt-gerechten Verzinsung liegen, könnte dies ein Anhaltspunkt dafür sein, dass die Liquidität unterjährig im Durchschnitt deutlich geringer war als zum Jahresabschlussstichtag. Daraus abzuleiten, dass das Unternehmen über „wasting-cash“ verfügt, ist aus meiner Sicht jedoch nicht sachgerecht.

Auch die Auffassung, dass erhaltene Anzahlungen im Anlagenbau grundsätzlich für das

operative Geschäft verwendet werden und sie per se nicht bei der Ermittlung der freien Liquidität berücksichtigt werden dürfen, überzeugt nicht. Der Bewerter würde die Cash-Bestände aus erhaltenen Anzahlungen dann in der Regel dem Working Capital zuzurechnen, oder sie mit der Cash-Position des Unternehmens „netten“. Die von mir dargestellte Vorgehensweise zielt allein auf die Analyse des Liquiditätsbestandes und des Cash-Bedarfes eines Unternehmens ab. In dem von mir dargestellten Beispiel wird deutlich, dass das Unternehmen aufgrund der tatsächlichen Cash Flows eben gerade keine erhaltenen Anzahlungen zur Finanzierung des Working Capitals benötigt. Sie würden offensichtlich nicht zur Leistungserbringung benötigt.

Fazit: Es macht nach wie vor aus Sicht einer Unternehmensbewertung Sinn, in betriebsnotwendige und freie Liquidität zu unterscheiden. Die betriebsnotwendige Liquidität sollte auf Basis einer Analyse der Liquiditätsbestände und der monatlichen Cash Flows in der Vergangenheit unter Berücksichtigung der Liquiditätsentwicklung und der prognostizierten Cash Flows in der Zukunft erfolgen. Diese Analyse ist branchenunabhängig und kann auch für den Anlagenbau durchgeführt werden. Die Unterscheidung in „wasting-cash“ und „non-wasting-cash“ von Damodaran geht davon aus, dass einem externen Analysten nur öffentlich zugängliche Informationen vorliegen. Analytische Untersuchungen über die Höhe des Zinsertrages können Anhaltspunkte über Volatilitäten der Liquiditätsbestände eines Unternehmens geben. Da heute davon ausgegangen werden darf, dass die Unternehmen über ein professionelles Treasury verfügen und ihre liquiden Mittel kapitalmarktgerecht anlegen werden, könnte die Einteilung in „wasting-cash“ und „non-wasting-cash“ beim Aktionär - vor dem Hintergrund der Shareholder Value Analysen - das falsche Signal auslösen. Der Beteiligungscontroller verfügt über interne Informationen und sollte im Rahmen der Unternehmensbewertung diese auch verwerten.

Abschließend sei darauf hingewiesen, dass auch bei nicht gesonderter Bewertung des Excess Cashes und sachgerechter Adjustierung der Kapitalkosten durch Anpassung des Betafaktors eine gesonderte Bewertung der freien Liquidität entbehrlich ist.

Außerdem verfügen viele Unternehmen auch nach gesonderter Bewertung der nicht betriebsnotwendigen Liquidität noch über positive Cash-Bestände, die sich im Detailplanungszeitraum bei positiven Cash Flows und Gewinnthesaurierungen weiter aufbauen werden. Dies führt bei Ableitung periodenspezifischer Kapitalkosten auf Basis des CAPM zu einem Unternehmenswert steigernden Effekt, da das Asset-Beta (unlevered Beta) respektive die Kapitalkosten in der Detailplanungsphase sinken werden.

Prof. Andreas Creutzmann

WP StB CVA Dipl.-Kfm.

Arbeitsbereichsleiter Unternehmensbewertung und Value Based Management an der SRH Hochschule Calw

Haftungsausschluss

Alle Antworten basieren auf den in der Fragestellung gegebenen Informationen, so wie sie uns zugesendet wurden. Zusätzliche oder andere Informationen lagen dem Expertenpanel bei der Beantwortung der Frage nicht vor und könnten bei Kenntnis zu einer anderen Antwort führen.

Weder der Autor der Antwort noch die Herausgeber des BewertungsPraktikers können für unkorrekte oder fehlende Angaben bei der Fragestellung haftbar gemacht werden. Die Antworten stellen die Meinung der einzelnen Autoren dar. Es handelt sich nicht um die Meinung der IACVA-Germany oder des BewertungsPraktikers. Die Fragen und Antworten im Bewertungsfall-Service dienen ausschließlich Informationszwecken. Eine Steuer-, Rechts- oder Finanzberatung wird hiermit nicht angeboten.

¹ Unter Cash Flow wird hier der Free Cash Flow verstanden, d.h. unter Berücksichtigung der Investitionen, der Veränderung des Working Capitals sowie der nicht zahlungswirksamen Rückstellungen.

² Anzahlungen können beispielsweise auch aufgrund eines branchentypischen Verhaltens oder aus Bonitätsgründen des Kunden verlangt werden.

Praxisseminare 2007

Die IACVA-Germany bietet neben den CVA Trainingswochen und Examen folgende Praxisseminare an:

Praxisseminar: Reihe	Thema	Wann	Veranstaltungs- ort	Referenten
Unternehmens- bewertung	Grundlagense- minar Unternehmens- bewertung	05. bis 07. Juli 2007	Dorint Novotel Frankfurt am Main Taunus Zentrum, Sulzbach bei Frankfurt	Referententeam der IACVA- Germany: CVA Dipl.-Kfm. Wolf- gang Kniest, WP StB CVA Prof. Dr. Ulrich Mo- ser, CVA Egon Sachs alber, CVA Dipl.-Ökon. Jörg Vonnemann
Unternehmens- bewertung	Unternehmens- bewertung für Juristen	12. November 2007	ArabellaShe- raton Congress Hotel, Frankfurt	CVA Prof. Dr. Klaus Hensel- mann
Valuation Meets Accounting	Bewertung immaterieller Werte	6. und 7. Dezember 2007 *	ArabellaShera- ton Grand Ho- tel, Frankfurt (ab Herbst 2007 The Westin Grand Hotel)	WP StB CVA Prof. Dr. Ulrich Moser WP StB Dr. Jörn Schulte
* Tage getrennt buchbar				

Anfragen und Anmeldung (siehe auch Anzeigen in diesem Heft) oder: IACVA-Germany GmbH, Tel. 069 / 707 987 35, Email: info@iacva.de oder im Internet unter <http://www.iacva.de>. Haben Sie Interesse an einer Inhouse-Schulung ggf. kombiniert mit dem Examen zum CVA oder maßgescheiderte Seminare rund um das Thema Unternehmensbewertung und Bewertung immaterieller Werte, dann rufen Sie uns bitte an unter 069 / 707 987 35.