

# Unternehmensbewertung und -übernahme

Dozent: Dipl.-Kfm.  
**Heinz Vossel**  
Steuerberater  
vereidigter Buchprüfer  
Hans-Brückmann-Str. 8  
52351 Düren  
Tel. 02421 / 94420  
Fax 02421 / 944250  
h.vossel@vossel-hecking.de

Nachdruck, Vervielfältigung, Weitergabe und Veröffentlichung bedürfen der Zustimmung des Autors

# Unternehmensbewertung

## **Bewertungsanlässe**

- Kauf eines Unternehmens (Kaufpreisfindung)
- Betriebsübernahme
- Erwerb einer Beteiligung am Unternehmen  
(Kaufpreisfindung)
- Verkauf eines Unternehmens
- Ausscheiden aus einem Unternehmen  
(Kündigung, Ausschließung, Erbfall)
- Schenkung, Erbfolgeregelung
- Unternehmensumstrukturierung

# Unternehmensbewertung

## Unterscheidung share deal und asset deal

**Asset deal** ist der Erwerb von Eigentum an einzelnen Vermögensgegenständen im Wege der Einzelrechtsnachfolge. Eine vertragliche Risikominimierung ist möglich.

**share deal** ist im Gegensatz dazu der Erwerb von Anteilsrechten (shares) an einem Unternehmen.

Der Erwerber hat damit zwangsläufig sämtliche Rechte und Verpflichtungen des Unternehmens ohne Einzelregelung übernommen; z. B. Anlagevermögen, Warenvorräte, Forderungen, sämtliche Verbindlichkeiten einschließlich nicht bilanzierter Verpflichtungen aus z. B. Vertragsverhältnissen. Da im Außenverhältnis diese Verpflichtungen nicht ausgeschlossen werden können, sind im Vorfeld der Erwerbs eingehende Untersuchungen des Unternehmens in Form einer Due Dilligence erforderlich und im Innenverhältnis mit dem Veräusserer vertraglich zu regeln.

# Unternehmensbewertung

## Unternehmenswertdefinition

- Gesamtheit von Gütern und Rechten, die in einem Unternehmen genutzt werden
- Unternehmenswert repräsentiert den Nutzen in Form finanzieller Überschüsse, die das Unternehmen zukünftig erwirtschaftet und an die Eigentümer auszahlen kann

# Unternehmensbewertung

## Unternehmenswert

- Die vorstehende Definition verdeutlicht den subjektiven Charakter des Unternehmenswertes, da die Ziele und Pläne des Entscheidungsträgers (Erwerber / Veräusserer) in die Bewertung einfließen
- Daraus resultiert die Notwendigkeit der Aufgabenanalyse zu Beginn eines Bewertungsprozesses
  - z.B. - Käuferseite
  - Verkäuferseite

# Unternehmensbewertung

## Unternehmenswert

- Ein Unternehmen ist eine komplexe Zusammenfassung von materiellen und immateriellen Einzelwirtschaftsgütern zu einer Gesamtheit und ist damit einmalig in dieser Konstellation.
- Eine Marktpreisbildung aus Angebot und Nachfrage gibt es für Unternehmen (mit Ausnahme börsennotierter Aktiengesellschaften) i. d. R. nicht.
- Vergleichswerte, Tabellen etc., aus denen man den Wert eines Unternehmens ablesen kann (wie z. B. bei Kfz., Maschinen oder Bodenrichtwerte für unbebaute Grundstücke) gibt es nicht.
- Daraus resultiert die Notwendigkeit einer am Einzelfall orientierten Unternehmensbewertung.

# Unternehmensbewertung

## Buchwert

- bilanzielle Werte der einzelnen Vermögensgegenstände nach handels- /steuerrechtlichen Bewertungsvorschriften

praktische Anwendung z. B. in Fällen der Ausschließung eines Gesellschafters aus einem Unternehmen soweit im Gesellschaftsvertrag so geregelt

## Substanzwert (Zeitwert/Verkehrswert)

- Einzelbewertung des betriebsnotwendigen Inventars (alle Vermögensposten wie Anlagevermögen, Vorräte, Forderungen) zu Zeitwerten abzüglich betrieblicher Schulden unter Annahme der Unternehmensfortführung (going-concern-Prinzip)

# Unternehmensbewertung

Beispiel zu Buchwert und Zeitwert

		<b>Bilanz</b>				
<b>Aktiva</b>		<b>Buchwert</b>	<b>Zeitwert</b>		<b>Passiva</b>	
				<b>Buchwert</b>	<b>Zeitwert</b>	
Grundstück u. Gebäude		100	200	Eigenkapital	100	250
Maschine		50	100			
Vorräte		50	50	Bankverbindlichk.	100	100
Forderungen		100	100	Lieferantenverb.	100	100
		<u>300</u>	<u>450</u>		<u>300</u>	<u>450</u>

vorstehendes Beispiel zeigt stille Reserven im Anlagevermögen von 150



# Unternehmensbewertung

## Exkurs:

### Liquidationswert

- Einzelveräußerungspreis (nicht als Gesamtheit) von Vermögensgegenständen unter Aufgabe der going-concern-Prämisse
  - Insolvenzverkauf
  - Räumungsverkauf
  - Verkauf nicht genutzter Maschinen, Immobilien etc.
- Liquidationswert ist i. d. R. niedriger als der klassische Substanzwert
- Wertuntergrenze

# Unternehmensbewertung

## **Substanzwert beinhaltet nicht die immateriellen Wertbestandteile eines Unternehmens :**

- Firmenwert
- Kundenstamm
- know-how / Technologie / Patente
- Marktstellung
- Marktanteil
- Humankapital (Mitarbeiter)
- betriebliche Organisation

Diese werthaltigen Bestandteile des Unternehmens spiegeln sich wieder im Gewinn. Nachhaltige gute Gewinne sprechen für hohe Werte in diesem Bereich. Kein Gewinn oder Verluste deuten auf fehlende Werte in diesem Bereich hin.

# Unternehmensbewertung

## Ertragswert

### Definition:

**Barwert** (abgezinst auf den  
Bewertungsstichtag) aller

» zukünftigen

» nachhaltigen

*Einnahmeüberschüsse* aus dem  
Unternehmen

# Unternehmensbewertung

## Ertragswertermittlung

### Vorgehensweise:

Analyse der Vergangenheitsergebnisse aus den letzten 3- 5 Jahren  
(Referenzperiode)

- Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse um einmalige und außerordentliche Aufwendungen und Erträge (z. B. Anlagenverkäufe, Bildung und Auflösung von Rückstellungen oder Wertberichtigungen)
  
- Abzug von kalkulatorischen Kosten
  - kalkulatorische Miete bei mietfreier Nutzung oder reduzierter Miete von betrieblichen Räumen, die im Eigentum des bisherigen Unternehmers oder seiner Familie stehen und künftig gemietet werden
  - kalkulatorischer Unternehmerlohn incl. Lohnnebenkosten; häufig bei Einzelunternehmen und Personengesellschaften, bei denen der Inhaber oder Gesellschafter kein angemessenes Gehalt erhält
  - angemessene Gehälter für Familienangehörige
  - zinslose Darlehensgewährung an das Unternehmen oder Bürgschaften gegenüber Banken durch Gesellschafter oder nahestehende Personen

# Unternehmensbewertung

## Ertragswertermittlung

- basierend darauf Erstellung einer Ertragsprognose nach dem 3-Phasenmodell zur Ermittlung der nachhaltigen Einnahmeüberschüsse unter Berücksichtigung der zu erwartenden Umsatz- und Kostenstruktur
  1. Phase 1. - 3. Jahr Detailplanung
  2. Phase 4. - 5. Jahr Grobplanung
  3. Phase ab dem 6. Jahr Pauschalplanung (Annahme konstanter Überschüsse)
- neben der Berücksichtigung der oben genannten kalkulatorischen Kosten sind insbesondere folgende Kürzungen vorzunehmen:
  - zukünftige Investitionen soweit diese zur Fortführung des Unternehmens im bisherigen Rahmen notwendig (z. B. bei Investitionsstau); Abschreibungen werden im Gegenzug nicht abgezogen
  - zukünftige daraus resultierende Belastungen aus Finanzierungen
  - grundsätzliche Zugrundelegung des vorhandenen Eigenkapitals
  - Zugrundelegung nur der übertragbaren Ertragskraft
- im übrigen gilt der Grundsatz der Finanzierungsneutralität im Rahmen der Bewertung; d.h.: bestehende Finanzierungen und damit zusammenhängende Aufwendungen werden neutralisiert.

# Unternehmensbewertung

## Ertragswertermittlung

### ➤ Steuerneutralität

Die Steuerbelastung der Erträge wird durch Berücksichtigung folgender Ertragsteuern erfasst:

- Gewerbesteuer rd. 15 % abhängig vom Hebesatz der Kommune
- Körperschaftsteuer 15 % bei Kapitalgesellschaften (z. B. GmbH)
- pauschaler Ertragsteuersatz 35 % bei Einzelunternehmen oder Personengesellschaften
- bei Kapitalgesellschaften 25 % Kapitalertragsteuer auf Gesellschafterebene

# Unternehmensbewertung

## Ertragswertermittlung

- nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände (z. B. nicht genutzte Maschinen oder Gebäude) werden auch im Rahmen einer Ertragsbewertung mit dem Liquidationswert angesetzt und zwar als Einnahme im Jahr der voraussichtlichen Veräußerung
- subjektive Bewertungseinflüsse z. B. aufgrund von Synergien auf Seiten des Kaufinteressenten können ggf. Wert erhöhend aus Käufersicht zur Ermittlung einer Preisobergrenze durch einen Aufschlag in die Bewertung einfließen

# Unternehmensbewertung

## spezifische Risiken bei KMUs

- Unternehmen sind häufig von der Person des Inhabers /Gesellschafters abhängig, da keine eigentümerunabhängige Managementstruktur vorhanden ist.
- Nur die übertragbare Ertragskraft fließt in die Bewertung ein
- fehlendes bzw. unzureichendes betriebswirtschaftliches Informationswesen
- fehlende betriebswirtschaftliche Planungsgrundlagen

Diese Faktoren können im einzelnen bei der Prognose der zukünftigen Ergebniserwartungen und soweit dies nicht möglich oder kalkulierbar ist, bei der nachfolgenden Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes in die Bewertung einfließen.



# Unternehmensbewertung

## Kapitalisierungszinsfuß

- Die geplanten Einnahmeüberschüsse (entnahmefähige Liquiditätsüberschüsse) werden im Anschluss mit dem Kapitalisierungszinsfuß auf den Bewertungsstichtag abgezinst.
- Ausgehend vom langfristigen risikofreien Kapitalmarktzins werden auf diesen über sog. BETA-Faktoren Risikozuschläge, die nicht in die Planung eingegangen sind, vorgenommen. Die nachfolgende Übersicht zeigt beispielhaft die Faktoren für Zuschläge insbesondere für kleinere u. mittlere Unternehmen (KMU)
  - allg. Unternehmensrisiko (Marktrisikoprämie 5,5 – 7%)
  - Branchenrisiken
  - Wettbewerbsrisiken und Konkurrenzrisiken
  - Abhängigkeit von wenigen Kunden
  - Geringe Produktdiversifikation
  - Managementrisiko, Inhaberabhängigkeit
  - Risiko der kleinen Unternehmensgröße
  - Kapitalstrukturrisiko
  - Fungibilitätszuschlag wg. begrenzter Veräusserbarkeit
- Daraus ergeben sich in der Praxis Kapitalisierungszinssätze in der Größenordnung von z. Zt. über 10 %.
- Im Rahmen des vereinfachten Ertragswertverfahrens für erbschaftsteuerliche Zwecke geht die Finanzverwaltung von einem Kapitalisierungszinsfuß für 2016 von 5,49 % (1,1 % Basiszins + 4,5 % Risikozuschlag) aus. Dies entspricht dem 17,857-fachen Jahresertrages und führt zu überhöhten Unternehmenswerten.

# Unternehmensbewertung

## Beispiel für Ertragsbewertung (vereinfachtes Modell)

Betriebsergebnis vor Steuern		100.000 €
Ertragsteuern des Unternehmens (Gewerbsteuer+Körperschaftsteuer)	30%	-30.000 €
Abschreibungen		20.000 €
notwendige Investitionen		-15.000 €
Einnahmeüberschuss des Unternehmens		<u>75.000 €</u>
<b>zukünftig nachhaltig erzielbarer Einnahmeüberschuss</b>		<b>75.000 €</b>

## **Kapitalisierungszinsfuß**

risikofreier Kapitalmarktzins	1%
Zuschlag für Unternehmensrisiko (Marktrisikoprämie)	7%
Zuschlag für spezifisches Wettbewerbsrisiko	3%
Zuschlag für Inhaberabhängigkeit / Unternehmensgröße	4%
	<u>15%</u>

## **Unternehmenswert**

als Barwert der o.g. Einnahmeüberschüsse	<b>(ewige Rente)</b>	<b>500.000 €</b>
--	----------------------	------------------

# Unternehmensbewertung

## Mischwerte

### Mittelwertverfahren

- arithmetisches Mittel zwischen Substanzwert und Ertragswert

### Stuttgarter Verfahren

- Bewertung von Kapitalgesellschaften für erbschaftsteuerliche Zwecke **bis 31.12.2008** (geregelt in Abschn. 96-101 ErbStR)
- 1. Schritt: Ermittlung Vermögenswert
- 2. Schritt: Ermittlung Ertragswert auf Basis der steuerlichen Ergebnisse der letzten 3 Jahre vor dem Bewertungstichtag
- In der Unternehmenspraxis findet man dieses Bewertungsverfahren häufig in Gesellschaftsverträgen zur Ermittlung von Abfindungswerten für ausscheidende Gesellschafter, weil das Verfahren genau normiert ist, und keine Bewertungsspielräume lässt.
- Kritik: Das Verfahren ist ausschließlich vergangenheitsorientiert. Positive wie negative Ertragsentwicklungen und –erwartungen bleiben unberücksichtigt.

# Unternehmensbewertung

## Multiplikatorverfahren zur überschlägigen Unternehmenswertermittlung

- Auf Basis von Branchenerfahrungswerten bzw. Branchenvergleichswerten

### Umsatzmultiplikatoren

- z. B. Freiberufler (Ärzte, Rechtsanwälte, Steuerberater)

### Gewinnmultiplikatoren

- z. B. 5 – 8 facher bereinigter durchschnittlicher Gewinn (EBIT oder EBITDA)

Diese Verfahren sind isoliert für sich betrachtet unpräzise und führen mangels Zukunftsorientierung zu falschen Werten, die insbesondere bei Finanzierung eines Unternehmenserwerbs durch Banken unbrauchbar sind. In Verbindung mit einer Ertragsbewertung können Sie jedoch als Vergleichswert zur Plausibilisierung eines Unternehmenswerts herangezogen werden.

# Unternehmensbewertung

## Fazit

Das **Ertragswertverfahren** mit seiner Variante **discounted-cash-flow Verfahren** (i. d. R. für börsennotierte Kapitalgesellschaften) ist das Unternehmensbewertungsverfahren, welches in der Bewertungspraxis unter dem vom Institut der Wirtschaftsprüfer herausgegebenen **IDW S 1** Standard als allgemein anerkanntes Verfahren gilt und auch von kreditgebenden Banken für Finanzierungszwecke akzeptiert wird.