

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

Themen im Überblick

- I. Bewertungsanlässe
- II. Begriffsbestimmungen
- III. Bewertungsverfahren
- IV. Fazit

I. 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

II. Begriffsbestimmungen

Unterscheidung Share Deal und Asset Deal

Asset Deal

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

Share Deal

Erwerb von Anteilsrechten („shares“) an einem Unternehmen.

Hinweis:

Beim Share Deal übernimmt der Erwerber grundsätzlich sämtliche Rechte und Verpflichtungen des Unternehmens ohne Einzelregelung, z. B. betreffend Anlagevermögen, Warenvorräten, Forderungen, Verbindlichkeiten (einschließlich nicht bilanzierter Verpflichtungen aus z. B. Vertragsverhältnissen).

Da diese Verpflichtungen im Außenverhältnis nicht ausgeschlossen werden können, sind zur Risikominimierung im Vorfeld des Erwerbs eingehende Untersuchungen des Unternehmens in Form einer Due Dilligence erforderlich und im Innenverhältnis mit dem Veräußerer ggfs. ergänzende vertragliche Regelungen zu treffen.

II. Begriffsbestimmungen

Unternehmenswert

- 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

Hinweis:

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

II. Begriffsbestimmungen

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.

II. Begriffsbestimmungen

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)

II. Begriffsbestimmungen

Beispiel zu Buchwert und Zeitwert

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

vorstehendes Beispiel zeigt stille Reserven im Anlagevermögen von 150

II. Begriffsbestimmungen

Beachte:

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

- Firmenwert
- Kundenstamm
- Know-How / Technologie / Patente
- Marktstellung
- Marktanteil
- Humankapital (Mitarbeiter)
- betriebliche Organisationsstruktur

Hinweis:

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

II. Begriffsbestimmungen

Exkurs: Liquidationswert

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

III. Bewertungsverfahren

(1) Ertragswertverfahren

Definition „Ertragswert“:

Barwert (abgezinst auf den Bewertungsstichtag) aller

- zukünftigen
- nachhaltigen

Einnahmeüberschüsse aus dem Unternehmen

III. Bewertungsverfahren

Ertragswertermittlung:

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

- a. Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse um einmalige und außerordentliche Aufwendungen und Erträge (z. B. Anlagenverkäufe, Bildung und Auflösung von Rückstellungen oder Wertberichtigungen)

- b. 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 inkl. 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

III. Bewertungsverfahren

- c. 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)
- d. neben der Berücksichtigung der oben genannten kalkulatorischen Kosten sind insbesondere folgende Abschlüsse 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
- e. Im Übrigen gilt der Grundsatz der Finanzierungsneutralität im Rahmen der Bewertung, d.h. bestehende Finanzierungen und damit zusammenhängende Aufwendungen werden neutralisiert.

III. Bewertungsverfahren

f. Steuerneutralität

Die Steuerbelastung der Erträge wird pauschal 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

III. Bewertungsverfahren

- g. 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
- h. subjektive Bewertungseinflüsse z. B. aufgrund von Synergien auf Seiten des Kaufinteressenten können ggfs. Wert erhöhend aus Käufersicht zur Ermittlung einer Preisobergrenze durch einen Aufschlag in die Bewertung einfließen

III. Bewertungsverfahren

Exkurs: 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

Hinweis:

Diese Risiken 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.

III. Bewertungsverfahren

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

III. Bewertungsverfahren

Kapitalisierungszinsfuß: (Fortsetzung)

Daraus ergeben sich in der Praxis Kapitalisierungszinssätze in der Größenordnung von z. Zt. über 10 %.

Die Finanzverwaltung geht für erbschaftsteuerliche Bewertungszwecke im Rahmen des vereinfachten Ertragswertverfahrens (§§ 203 ff. BewG) ab 2016 von einem Kapitalisierungszinsfuß von 7,27 % (2,77 % Basiszins + 4,5 % Risikozuschlag) aus. Dies entspricht einem fixen Vervielfältiger von 13,75 des Jahresertrages und führt insbesondere bei KMUs zu überhöhten Unternehmenswerten.

III. Bewertungsverfahren

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>
zukünftig nachhaltig erzielbarer Einnahmeüberschuss		75.000 €

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	(ewige Rente)	500.000 €
--	----------------------	------------------

III. Bewertungsverfahren

(2) Mischwerte

Mittelwertverfahren

Arithmetisches Mittel zwischen Substanzwert und Ertragswert

Stuttgarter Verfahren

Bewertung von Kapitalgesellschaften für erbschaftsteuerliche Zwecke **bis 31.12.2008**
(heute vereinzelt noch in alten Gesellschaftsverträgen zur Ermittlung von Abfindungswerten für ausscheidende Gesellschafter zu finden)

Vorgehen:

- 1. Schritt: Ermittlung Vermögenswert
- 2. Schritt: Ermittlung Ertragswert auf Basis der steuerlichen Ergebnisse der letzten 3 Jahre vor dem Bewertungsstichtag

Kritik: Das Verfahren ist ausschließlich vergangenheitsorientiert. Positive wie negative Ertragsentwicklungen und –erwartungen bleiben unberücksichtigt.

III. Bewertungsverfahren

(3) Multiplikatorverfahren

Multiplikatorverfahren dienen der überschlägigen Unternehmenswert-ermittlung auf Basis von Branchenerfahrungswerten bzw. Branchen-vergleichswerten

Umsatzmultiplikatoren

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

Gewinnmultiplikatoren

z.B. fünf- bis achtfacher bereinigter durchschnittlicher Gewinn (EBIT oder EBITDA)

Hinweis:

Multiplikatorverfahren sind isoliert 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 Unternehmenswertes herangezogen werden.

Verweis auf KMU-Multiples der **Deutsche Unternehmensbörse** für kleine Unternehmen bis 20 Mio EUR Umsatz <https://www.dub.de/kmu-multiples/>

IV. 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.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!