

Unternehmensbewertung

Dozent: Dipl.-Kfm.
Tobias Vossel
Steuerberater

Vossel und Partner mbB Steuerberater
Hans-Brückmann-Str. 8
52351 Düren

Tel.: 02421 / 9442-0
t.vossel@stb-vossel.de
www.stb-vossel.de

Themen im Überblick

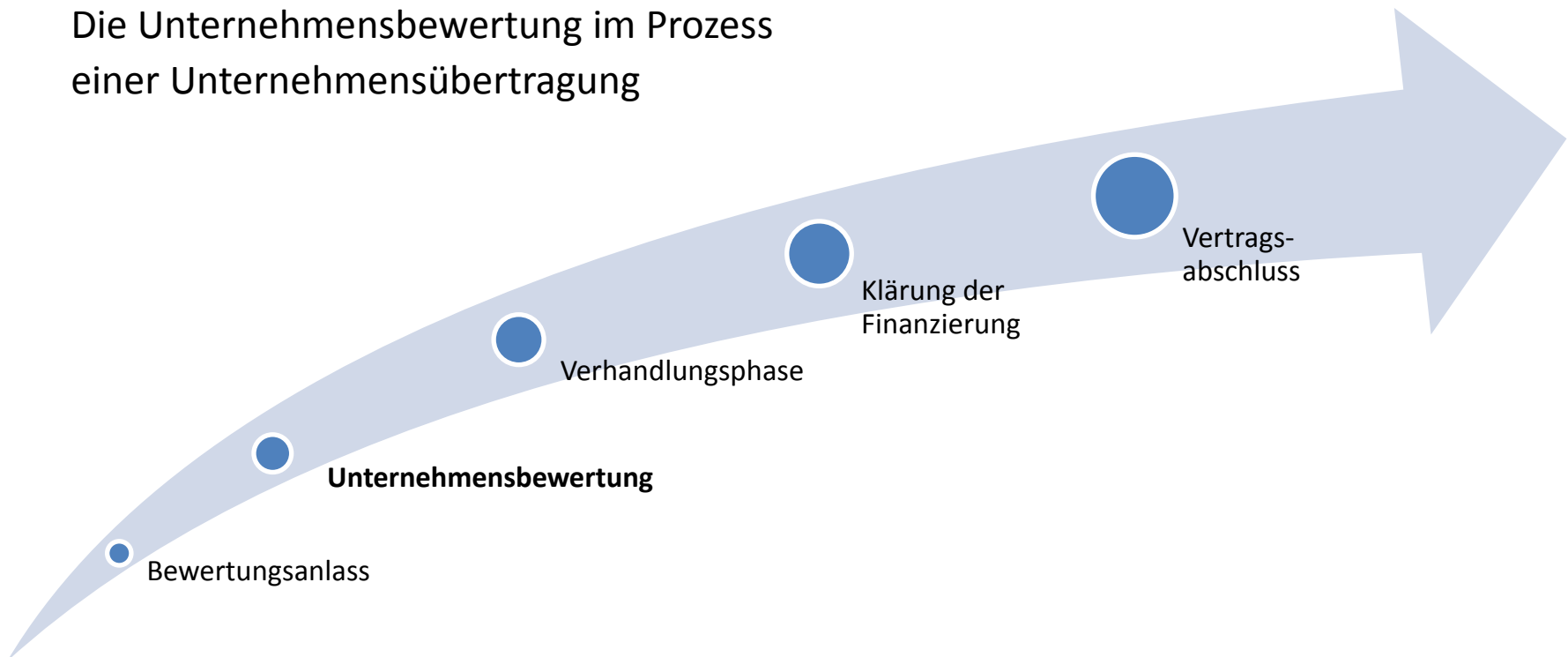
- I. Bewertungsanlässe
- II. Begriffsbestimmungen
- III. Bewertungsmethoden
- IV. Fazit

I. Bewertungsanlässe

- Kauf/Verkauf von Unternehmen oder Unternehmensteilen
- Unternehmensumstrukturierung, z.B. Wechsel/Ausscheiden von Gesellschaftern aus einem Unternehmen (Kündigung, Ausschließung, Erbfall)
- Beteiligung von Mitarbeitern am Unternehmen
- Schenkung und Erbschaft

I. Bewertungsanlässe

Die Unternehmensbewertung im Prozess einer Unternehmensübertragung



II. Begriffsbestimmungen

Bewertungsgegenstand

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

- 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 deshalb im Regelfall nicht (Ausnahme: börsennotierte Aktiengesellschaften)
- 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.

II. Begriffsbestimmungen

Unternehmenswert

- Daraus resultiert die Notwendigkeit einer am Einzelfall orientierten Unternehmensbewertung.
- Unternehmenswert repräsentiert den Nutzen in Form von Gewinnen / finanziellen Überschüssen, die das Unternehmen **zukünftig** erwirtschaften / an die Eigentümer auszahlen kann.

Hinweis:

Die vorstehende Definition verdeutlicht den subjektiven Charakter des Unternehmenswertes, da die Ziele und Pläne der Entscheidungsträger den Unternehmenswert maßgeblich beeinflussen können.

Zweckmäßig ist deshalb im Regelfall die Ermittlung des Unternehmenswertes durch einen „neutralen“ Gutachter.

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“)

- praktische Anwendung z. B. bei Übernahmen im Rahmen eines Asset-Deals

II. Begriffsbestimmungen

Beispiel zu Buchwert und Zeitwert

Bilanz					
Aktiva	Buchwert	Zeitwert	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

vorstehendes Beispiel zeigt stille Reserven im Anlagevermögen von 150

II. Begriffsbestimmungen

Beachte:

Buchwert und Substanzwert beinhalten im Regelfall nicht die **immateriellen Wertbestandteile** eines Unternehmens:

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

Hinweis:

- Diese werthaltigen Bestandteile des Unternehmens spiegeln sich in der Regel im Gewinn wieder.
- Nachhaltig 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. Bewertungsmethoden

Die betriebswirtschaftliche Literatur bietet eine Vielzahl von Methoden zur Unternehmensbewertung, z.B.:

- „reine“ Ertragswertverfahren
- DCF-Verfahren
- Substanzwertverfahren
- Gewinn- / Umsatzmultiplikatoren
- Mittelwertverfahren
- Stuttgarter Verfahren

III. Bewertungsmethoden

(1) Ertragswertverfahren

Definition „reiner Ertragswert“:

Barwert (abgezinst auf den Bewertungsstichtag) aller

- zukünftigen
- nachhaltigen

Gewinne aus dem Unternehmen

Bewertung nach dem Ertragswertverfahren erfordert Planung der voraussichtlich erzielbaren Gewinne des Unternehmens.

III. Bewertungsmethoden

(1) Ertragswertverfahren

Variante: DCF-Verfahren

DCF = Discounted-Cash-Flow

Diskontierung zukünftig erwarteter **Einnahmen-Überschüsse** statt zukünftiger Gewinne.

Hintergrund:

Aus Sicht eines potenziellen Unternehmenskäufers sind insbesondere die tatsächlich entziehbaren (=ausschüttungsfähigen) Zahlungsüberschüsse bedeutsam und nicht Gewinne im Sinne einer Aufwands- und Ertragsrechnung, die ggfs. gar nicht ausschüttungsfähig sind.

III. Bewertungsmethoden

Ertragswertermittlung: (vereinfachtes Vorgehen)

- a. Analyse der Vergangenheitsergebnisse aus den letzten 3- 5 Jahren (sog. Referenzperiode) und Bereinigung um einmalige sowie außerordentliche Aufwendungen und Erträge (z. B. Anlagenverkäufe, Abschreibungen oder Wertberichtigungen die das übliche Maß überschreiten)

- b. Berücksichtigung kalkulatorischer 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
 - Kalkulatorische Zinsen bei zinslose Darlehensgewährung des Inhabers an das Unternehmen oder bei Bürgschaften gegenüber Banken durch Gesellschafter oder nahestehende Personen

III. Bewertungsmethoden

- c. basierend darauf Erstellung einer Ertragsprognose nach dem 3 - Phasenmodell zur Ermittlung der nachhaltigen Gewinne 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, sog. „ewige Rente“)
- d. neben der Berücksichtigung der oben genannten kalkulatorischen Kosten sind insbesondere folgende Abschläge vorzunehmen:
- Abschreibungen auf zukünftige Investitionen soweit zur Fortführung des Unternehmens im bisherigen Rahmen notwendig (z. B. bei Investitionsstau)
 - zukünftige daraus resultierende Belastungen aus Finanzierungen
 - Zugrundelegung nur der übertragbaren Ertragskraft, d.h. Abschmelzung wegen z.B. Eigentümerabhängigkeit erforderlich

III. Bewertungsmethoden

e. Berücksichtigung der Steuerbelastung

Die Steuerbelastung der Erträge wird pauschal durch Berücksichtigung folgender Ertragsteuern erfasst:

- Gewerbesteuer rund 15 % (abhängig vom Hebesatz der Kommune)
- Körperschaftsteuer 15 % bei Kapitalgesellschaften (z. B. GmbH, AG)

Berücksichtigung persönlicher Steuern:

- pauschaler Ertragsteuersatz 35 % bei Einzelunternehmen oder Personengesellschaften
- bei Kapitalgesellschaften 25 % Kapitalertragsteuer auf Gesellschafterebene

III. Bewertungsmethoden

- f. 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

- g. je nach Bewertungszweck können subjektive Bewertungseinflüsse z. B. aufgrund von Synergien auf Seiten des Kaufinteressenten werterhöhend aus Käufersicht zur Ermittlung einer Preisobergrenze durch einen Aufschlag in die Bewertung einfließen

III. Bewertungsmethoden

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 Kapitalisierungszinssatzes in die Bewertung einfließen.

III. Bewertungsmethoden

Kapitalisierungszinssatz:

Die geplanten Einnahmeüberschüsse (entnahmefähige Liquiditätsüberschüsse) werden im Anschluss mit dem Kapitalisierungszinssatz 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. Bewertungsmethoden

Kapitalisierungszinssatz: (Fortsetzung)

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

Im Rahmen des vereinfachten Ertragswertverfahrens für erbschaftsteuerliche Bewertungszwecke, geht die Finanzverwaltung von einem Kapitalisierungszinssatz ab 2016 von 7,27 % (2,77 % Basiszins + 4,5 % Risikozuschlag) aus. Dies entspricht einem Vervielfältiger von 13,75 des Jahresertrages und führt in vielen Fällen zu überhöhten Unternehmenswerten.

III. Bewertungsmethoden

Beispiel für Ertragsbewertung (vereinfachtes Modell)

Unternehmenswert = Barwert der zukünftigen Gewinne

Unterstellt man ein unendlich langes Fortbestehen des Unternehmens, d.h.:

- unendlich lange wiederkehrende Gewinne („ewige Rente“)

und dafür

- keinen Liquidationserlös

ergibt sich der Unternehmenswert aus folgender vereinfachter Formel:

$$\text{Unternehmenswert} = \text{nachhaltig erzielbarer Gewinn} \times \frac{1}{\text{Kapitalisierungszins}}$$

III. Bewertungsmethoden

Beispiel für Ertragsbewertung (vereinfachtes Modell)

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

Kapitalisierungszinsfuß

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

Unternehmenswert

als Barwert der o.g. Einnahmeüberschüsse **(ewige Rente)** **500.000 €**

III. Bewertungsmethoden

(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 Bewertungstichtag

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

III. Bewertungsmethoden

(3) Multiplikatorverfahren

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

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 Unternehmenswerts herangezogen werden.

III. Bewertungsmethoden

DUB KMU-MULTIPLES

	Min.	Max.
Bau & Handwerk	3,7	5,7
Beratende Dienstleistung	4,1	5,8
Chemie & Kunststoffe	4,8	7,1
Elektrotechnik	4,5	6,3
Fahrzeugbau & -zubehör	4,3	6,3
Handel & e-Commerce	4,7	6,6
Maschinen- & Anlagenbau	4,7	6,8
Medien	4,4	6,1
Nahrungs- & Genussmittel	4,4	6,5
Pharma, Bio- & Medizintechnologie	5,3	7,7
Software	4,6	6,7
Telekommunikation	4,7	6,6
Textil & Bekleidung	3,7	5,5
Transport & Logistik	4,0	5,7
Umwelttechnik	4,5	6,7
Versorgungswirtschaft	4,5	6,5
Durchschnitt aller Branchen	4,4	6,4

Unternehmensumsatz unter 20 Millionen Euro.
Die KMU-Multiples werden in Kooperation mit
con|cess M-A Partner erstellt.
Stand: Oktober 2018

Beispiel:

„EBIT-Multiples“ für kleine Unternehmen

*Quelle: DUB Deutsche Unternehmerbörse
(<https://www.dub.de/kmu-multiples/>)*

IV. Fazit

Das **Ertragswertverfahren** mit seiner Variante **discounted-cash-flow Verfahren** 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.

In der Bewertungspraxis werden **vereinfachte Bewertungsverfahren** auf Basis von Multiplikatoren häufig zur **Plausibilisierung** der durch die Ertragswert- oder DCF-Methode gewonnenen Ergebnisse herangezogen. Als Ergebnis wird dann ein **Bandbreite** möglicher Unternehmenswerte präsentiert.

Dieses Vorgehen ist im Regelfall sachgerecht, denn:

Es gibt nicht den einen Unternehmenswert

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!