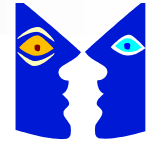


Unternehmensbewertung

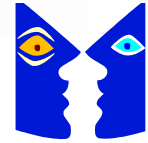
Dipl.-Volksw. Peter Unkelbach
Wirtschaftsprüfer Steuerberater

- Kurzfassung -



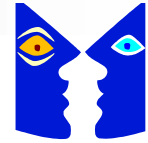
I. Unternehmensbewertung

1. Begriffliche Grundlagen
2. Grundlagen der Unternehmensbewertung
3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
4. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse
5. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren
6. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung
 - a) Bewertung ertragsschwacher Unternehmen
 - b) Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen
7. Praxis-Beispiel einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren
8. Renditeerwartungen von Kapitalgebern
9. Pauschales Ertragswertverfahren aus der Praxis



- 1) **Ertragswert:** Summe der diskontierten Gewinne aus dem Betriebsvermögen, vermindert um die persönlichen Ertragsteuern, und des Barwertes des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.
- 2) **Substanzwert:** Summe der Wiederbeschaffungswerte aller Vermögensgegenstände eines Unternehmens, eventuell noch ergänzt um den Firmenwert und korrigiert um die Verbindlichkeiten. Der Substanzwert gibt an, welcher Betrag aufgewendet werden müsste, um ein vergleichbares Unternehmen mit vergleichbarer Leistungsfähigkeit zu errichten.
- 3) **Firmenwert** = Ertragswert \cdot Substanzwert.
- 4) **Liquidationswert:** Veräußerungswert eines Unternehmens, wenn es aufgelöst (liquidiert) wird und die einzelnen Wirtschaftsgüter am Markt veräußert werden.
- 5) **Marktbewertungsverfahren:** Betrachtung zugänglicher Marktpreise für vergleichbare Transaktionen

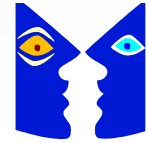
2. Grundlagen der Unternehmensbewertung



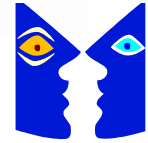
In Übereinstimmung mit der Auffassung des IDW bestimmt sich der **Unternehmenswert** bzw. der Zukunftserfolgswert als **Barwert** der Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Dieser lässt sich durch das **Ertragswertverfahren**, sowie anderen Bewertungsmethoden (Discounted-Cashflow-Verfahren) ermitteln.

Barwert (Kapitalwert): Wert des Unternehmens = auf die Gegenwart abgezinste erwartete Nettozuflüsse an die Unternehmenseigentümer. Abgezinst wird mit dem Kapitalisierungszinssatz einer risikoadäquaten Kapitalanlage. Der Substanzwert spielt keine Rolle!

2. Grundlagen der Unternehmensbewertung

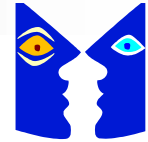


- Allgemein: Kapital x Zinssatz = Gewinn, oder
- Kapital = $\frac{\text{Gewinn}}{\text{Zinssatz}}$
- Sparguthaben = $\frac{\text{Jahreszins}}{\text{Zinssatz}}$
- Sparbuch: Wie hoch ist Guthaben, wenn Jahreszins 30,00 € und Zinssatz 1,5 %? Guthaben = 2.000,00 €.
- Unternehmenswert = $\frac{\text{Gewinn}}{\text{Zinssatz}}$
- Beispiel: Bei einem Kalkulationszinsfuß von 15% und einem jährlichen Gewinn von 150.000,00 € ergibt sich ein Ertragswert von 1.000.000,00 €.



Anlässe für Unternehmensbewertungen

- Gesetzliche Vorschriften wie Ermittlung von Barabfindungen bei Umwandlung/Spaltung/Verschmelzung.
- Vertragliche Vereinbarungen (bei Ein- u. Austritt von Gesellschaftern in/aus Personengesellschaften, bei Erbaueinandersetzungen, Erbteilungen, Abfindungsfällen im Familienrecht).
- Sonstige Gründe (aus unternehmerischen Initiativen: **Kauf/Verkauf von Unternehmen, MBO/MBI**, Fusionen, Zuführung von Eigen- oder Fremdkapital, Sacheinlagen, Börsengang,...).
- Steuerrechtliche Gründe (Stuttgarter Verfahren).



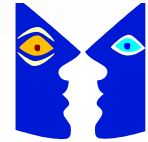
3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten

Unternehmenswert \neq
 \sum der Werte der **einzelnen**
Bestandteile des Vermögens.

Unternehmenswert =
Gesamtbewertung der
materiellen und immateriellen
Werte, durch deren Zusam-
menwirkung finanzielle Über-
schüsse erwirtschaftet werden.

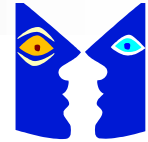
Notwendig: Annahmen über
Prognose und Diskontierung
der künftigen finanziellen
Überschüsse.

Bei der Bewertung gilt das Stich-
tagsprinzip.



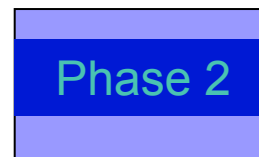
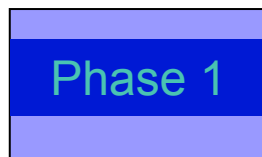
3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten

- **Zahlungsstromorientierung** bei der Bewertung des **betriebsnotwendigen Vermögens**.
- Abgrenzung des **nicht-betriebsnotwendigen Vermögens**, da dieses frei veräußert werden kann ohne Gefährdung des Betriebes.
- Ermittlung der **Nettoeinnahmen** der Unternehmenseigner erfolgt durch Einnahmeüberschussrechnung oder Ertragsüberschussrechnung auf Unternehmensebene.
- Aufeinander abgestimmte **Planbilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen** sowie **Finanzplanungen** sind Voraussetzung.
- Berücksichtigung des **Substanzerhalts** bei der Erfolgsermittlung durch den Wirtschaftsprüfer.
- Berücksichtigung von **Ertragsteuern** auf Ebene des Unternehmens und auf Ebene der Unternehmenseigner.



4. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse

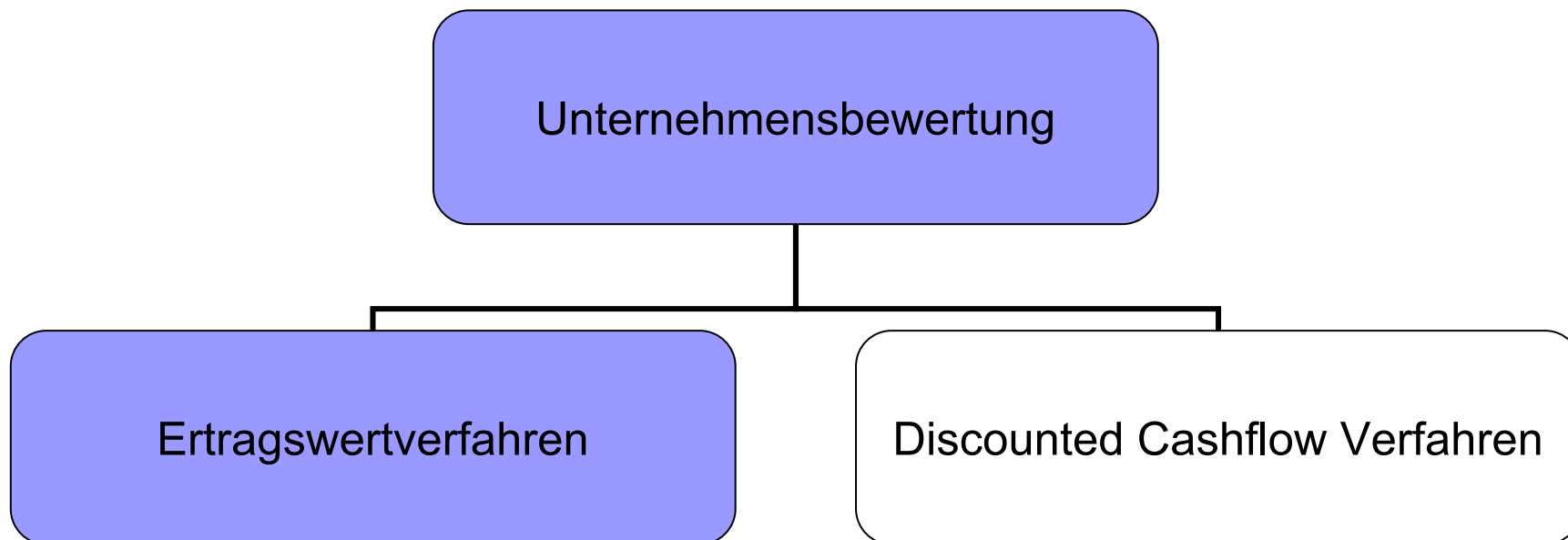
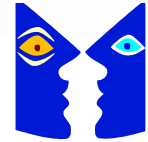
- Das Kernproblem der Prognostizierbarkeit künftiger finanzieller Überschüsse wird nach der **Phasenmethode** vom Wirtschaftsprüfer in zwei (oder mehrere) Phasen geteilt. Zuerst aber: **Vergangenheitsanalyse mit Normalisierung der Ergebnisse** zur Plausibilisierung der Planungsrechnungen (Vermeidung von „Hockeyschlägereffekt“).

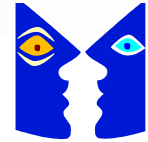


Ab Stichtag 3-5 Jahre;
relativ sichere Prognose
über die Quantifizierung
der finanziellen Über-
schüsse

Jenseits der 3-5 Jahre;
langfristige Fortschrei-
bungen der Trendentwick-
lung, ausgehend von den
Daten der Phase 1 und
globalen Annahmen

5. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren

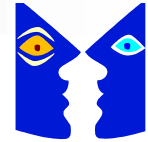




6. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung

a) Bewertung ertragsschwacher Unternehmen

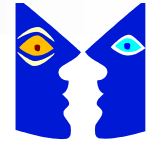
- Ertragsschwäche ist gegeben, wenn die Kapitalverzinsung des Unternehmens nachhaltig geringer ist als der Kapitalisierungszinssatz. Eine andauernde Ertragsschwäche kann zur Insolvenz wegen Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung führen.
- Falls Zerschlagungskonzepte im Einzelfall eine mögliche Handlungsalternative sind, müssen neben den Fortführungskonzepten auch diese beurteilt werden. Kriterium: Höhe des Barwertes. Liquidationswert = Einzelveräußerungswerte = Wertuntergrenze.
- Wird von einer Fortführung ausgegangen, so müssen die geplanten Maßnahmen auf Plausibilität und Realisierbarkeit untersucht werden.



6. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung

b) Bewertung kleinerer und mittlerer Unternehmen

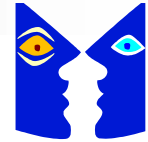
- Meist ist Unternehmenseigner auch „Manager“, daher kommt der unternehmerischen Fähigkeit der Eigner (Unternehmerlohn) erhebliche Bedeutung zu. Höhe der zukünftigen finanziellen Überschüsse hängt nicht zuletzt vom persönlichen Engagement, Kenntnissen, Fähigkeiten und Beziehungen des Unternehmenseigners ab.
- Abgrenzung von betrieblicher und privater Sphäre wichtig! Eventuell sind steuerliche Sonderbilanzen zur Ermittlung von in Handelsbilanz nicht bilanziertem, aber betriebsnotwendigen Vermögen heranzuziehen. So ist z. B. im Privatvermögen gehaltenes Anlagevermögen (z. B. Patente, Grundstücke) bei der Unternehmensbewertung zu erfassen.
- Gewinnthesaurierungen oder Kapitalerhöhungen sind im Falle einer bei Nichtberücksichtigung der persönlichen Haftung zu niedrigen Eigenkapitalausstattung zu berücksichtigen. Ansonsten Avalprovisionen.
- Größere Unsicherheiten in der Ertragsprognose, da von kleineren und mittleren Unternehmen oft keine Planungsrechnungen erstellt werden.



7. Praxis-Beispiel einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren

1. Ableitung des Unternehmenswertes bei einer Personengesellschaft (Fall: GmbH & Co. KG)
2. Ableitung des Unternehmenswertes bei einer Kapitalgesellschaft (Fall: GmbH)

Problemfelder: Vergangenheitsanalyse und Plausibilisierung der Unternehmensplanung.



1.

**Unternehmensbewertung
Ermittlung Unternehmenswert
Fall: GmbH & Co. KG
€**

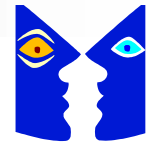
Ergebnis vor Gewerbesteuer	262.863		
Freibetrag	-24.500		
	<u>238.363</u>		
	-12.000	0,01	120,00
	-12.000	0,02	240,00
	-12.000	0,03	360,00
	-12.000	0,04	480,00
	<u>190.363</u>	0,05	<u>9.518,15</u>
			<u>10.718,15</u>

Ergebnis vor Gewerbesteuer			262.863
Gewerbesteuer zu 360 %			-32.699
10.718 x 360 % x 1/1,8			<u>230.164</u>
Ergebnis nach Gewerbesteuer			<u>230.164</u>

			<u>230.164</u>

	%		
Basiszinssatz	5,10		
Risikozuschlag	17,40		
Kapitalisierungssatz vor Steuern	<u>22,50</u>		
Typisierter Ertragsteuersatz von 35 %	-7,88		
Kapitalisierungssatz nach Steuern	<u>14,63</u>		
Inflations-/Wachstumsabschlag	0,00		
Kapitalisierungszinssatz	<u><u>14,63</u></u>		
Einkünfte aus Gewerbebetrieb			230.164
typisierte Einkommensteuer zu 35 %			-80.557
			<u>149.606</u>
Anrechnung Gewerbesteuer	10.718 x 1,8		19.293
			<u>168.899</u>

Unternehmenswert:	168.899 x 1/14,63 %		<u><u>1.154.470</u></u>



2.

Unternehmensbewertung
Ermittlung Unternehmenswert
Fall: GmbH/Halbeinkünfteverfahren
€

Ergebnis vor Ertragsteuern		262.863
Gewerbsteuer zu 360 %		
$237.808 \times 5 \% \times 360 \% \times 1/1,18$		-40.098
Ergebnis nach Gewerbsteuer		<u>222.765</u>
Körperschaftsteuer zu 25 %		-55.691
Solidaritätszuschlag zu 5,5 %		-3.063
		<u>164.011</u>

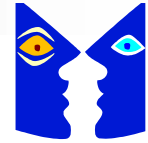
	%	
Basiszinssatz		5,10
Risikozuschlag		17,40
Kapitalisierungssatz vor Steuern		<u>22,50</u>
Typisierter Ertragsteuersatz von 35 %		-7,88
Kapitalisierungssatz nach Steuern		14,63
Inflations-/Wachstumsabschlag		0,00
Kapitalisierungszinssatz		<u><u>14,63</u></u>

Einkünfte aus Kapitalvermögen nach Halbeinkünfteverfahren		222.765
Ergebnis nach Gewerbsteuer		-55.691
Körperschaftsteuer zu 25 %		<u>167.074</u>

Einkünfte aus Kapitalvermögen nach Halbeinkünfteverfahren	83.537	
Typisierter Ertragsteuersatz von 35 %		-29.238
		<u>137.836</u>

Unternehmenswert:	$137.836 \times 1/14,63\%$	<u><u>942.146</u></u>
-------------------	----------------------------	-----------------------

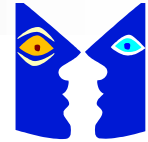
8. Renditeerwartungen von Kapitalgebern



Quelle: In Anlehnung an: NATUSCH (2003), S. 16; FINSTERER/GULDER (2001), S. 13.

Kriterien	Fremdkapital	Mezzanin-Kapital					Eigenkapital
		Nachrangige Darlehen/Anleihen	Typisch stille Beteiligung	Wandel-/ Optionsanleihe	Genussrecht	Atypisch stille Beteiligung	
Vergütung Kapitalgeber	Zinszahlungen	i.d.R. nur Zinszahlungen	Zinszahlungen und/oder Gewinnbeteiligung	Zinszahlungen und Bezugsrechte	Zinszahlungen, Gewinnbeteiligung und/oder Bezugsrechte möglich	Zinszahlung und/oder Gewinnbeteiligung; stets Teilhabe an Steigerungen des Unternehmenswerts	Gewinnbeteiligung und Teilhabe an Steigerungen des Unternehmenswerts
Renditeerwartung Kapitalgeber p.a.		ca. 9 - 17 %	ca. 10 - 18 %	ca. 10 - 18 %; bei Wandlung ca. 20 - 30 %	ca. 12 - 18 %	ca. 12 - 18 %; bei Equity Kicker >20 %	20 - 30%
Einwirkungs- und Informationsrechte der Kapitalgeber	Gläubigerstellung	Gläubigerstellung i.d.R. mit vertraglich vereinbarten Vetorechten	Gesetzliche Kontrollrechte in beschränktem Umfang, vertragliche Einräumung weitergehender Zustimmungs- und Kontrollrechte üblich	Gläubigerstellung; nach Wandlung bzw. Optionsausübung Gesellschafterstellung bzw. Gläubiger und Gesellschafterstellung	Vertraglich festgelegte Zustimmungs-, Kontroll- und Informationsrechte	Mitunternehmerstellung, vertraglich festgelegte, weitreichende Zustimmungs- und Kontrollrechte	Gesellschafterstellung
Haftung im Insolvenzfall	Nein	Nein, aber Rangrücktritt gegenüber Gläubigern	Nein, aber ggf. Rangrücktritt gegenüber Gläubigern	Nein, aber ggf. Rangrücktritt gegenüber Gläubigern	Nein, aber ggf. Rangrücktritt gegenüber Gläubigern	Ja	Ja
Bilanzielles Eigenkapital	Nein	Nein	Gestaltungsabhängig	Ab Wandlung bzw. Optionsausübung	Gestaltungsabhängig	Ja	Ja
	Nein	Ja	Ja, bei Rangrücktritt	Ja, bei Rangrücktritt	Gestaltungsabhängig	Ja	Ja
Unternehmensbewertung	Nicht erforderlich	Nicht erforderlich	Nicht erforderlich	Erforderlich bei Einstieg	Nicht erforderlich	Nicht erforderlich	Erforderlich bei Einstieg
Verlustteilnahme	Nein	Nein	Grundsätzlich ja, vertraglich ausschließbar	Nein	In der Regel ja	In der Regel ja	Ja

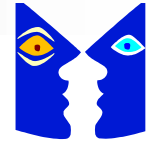
Finanzierungsinstrumente von Mezzanin-Kapital



9. Pauschales Ertragswertverfahren aus der Praxis

- Nachhaltiges Betriebsergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT) x branchenüblicher Multiplikator
zzgl. liquide Mittel (Bankguthaben)
abzgl. zinstragende Verbindlichkeiten (Kredite)
-

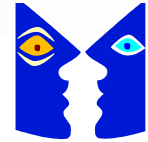
= Unternehmenswert



9. Pauschales Ertragswertverfahren aus der Praxis

Probleme dieses Verfahrens

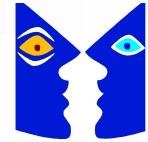
- Multiplikator schwankt zwischen 3 und 12, meist zwischen 5 und 8
- Einflussfaktoren auf Multiplikator
- Nachfragesituation Unternehmensmarkt
- Branche und deren Aussichten
- Zukunftsaussichten des Unternehmens
- Größe und Marktbedeutung des Unternehmens
- Synergieeffekte, strategische Vorteile des Käufers
- Substanz des Unternehmens
- Schutzrechte, Marken, Patente
- Inhaberabhängigkeit, Vorhandensein Fremdmanagement
- Abhängigkeit von Großkunden oder Lieferanten
- Standort, Altlasten
- Rechtsform des Unternehmens
- Verlustvorträge (§ 8 KStG (4): Kein Mantelkauf, aber Sanierung bei Behalt über 5 Jahre)
- Transparenz des Unternehmens



9. Pauschales Ertragswertverfahren aus der Praxis

Berücksichtigung von Nebenbedingungen

- Barzahlung sofort oder später, Ausfallrisiko
- Bezahlung in Anteilsscheinen/Beteiligung des Käufers mit Risiko fallenden Unternehmenswertes
- Besserungsschein
- Verkäuferdarlehen
- Verkäufergewährleistung, Höhe, Dauer und Absicherung durch Bankbürgschaft
- Steuerliche Gestaltung



Unser Dienstleistungsangebot:

- Unternehmensbewertungen
- Auswahl von Unternehmen für Käufer
- Auswahl von Kaufinteressenten für Verkäufer
- Gestaltung der Transaktion einschließlich der Finanzierung

Unkelbach Treuhand GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Steuerberatungsgesellschaft

Kaiser-Joseph-Straße 260

D-79098 Freiburg

Telefon 0761/38542- 0

Telefax 0761/38542-77

e-mail: info@unkelbach-treuhand.de

www.unkelbach-treuhand.de

HRB 3750 AG Freiburg i. Br.

USt.-Id.Nr.: DE142114604

Geschäftsführer:

Dipl.-Volkswirt Peter Unkelbach WP/StB

In Zusammenarbeit mit

Hansen Schnepfer

Rechtsanwälte

www.hansen-schnepfer.de

Ende!

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit