



Unternehmensbewertung

Was ist mein Unternehmen wert?

Dipl.-Volksw. **Peter Unkelbach**
Wirtschaftsprüfer Steuerberater

14. 4. 2010

Unternehmensbewertung Inhalt



1. Begriffliche Grundlagen
2. Grundlagen der Unternehmensbewertung
3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
4. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse
5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse
6. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren
7. Überblick über die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem DCF-Verfahren
8. Liquidationswert

Unternehmensbewertung Inhalt

Unternehmer-Dialog
Freiburg



9. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung
 - a) Bewertung ertragsschwacher Unternehmen
 - b) Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen
 - c) Substanzwert
10. Multiplikatorverfahren
11. Unternehmensbewertung im Handwerk
12. Steuerliche Unternehmensbewertung
13. Verträge mit Investoren
14. Risikominimierung durch Prüfung, Garantien und Nachbewertung
15. Praxis-Beispiel einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren

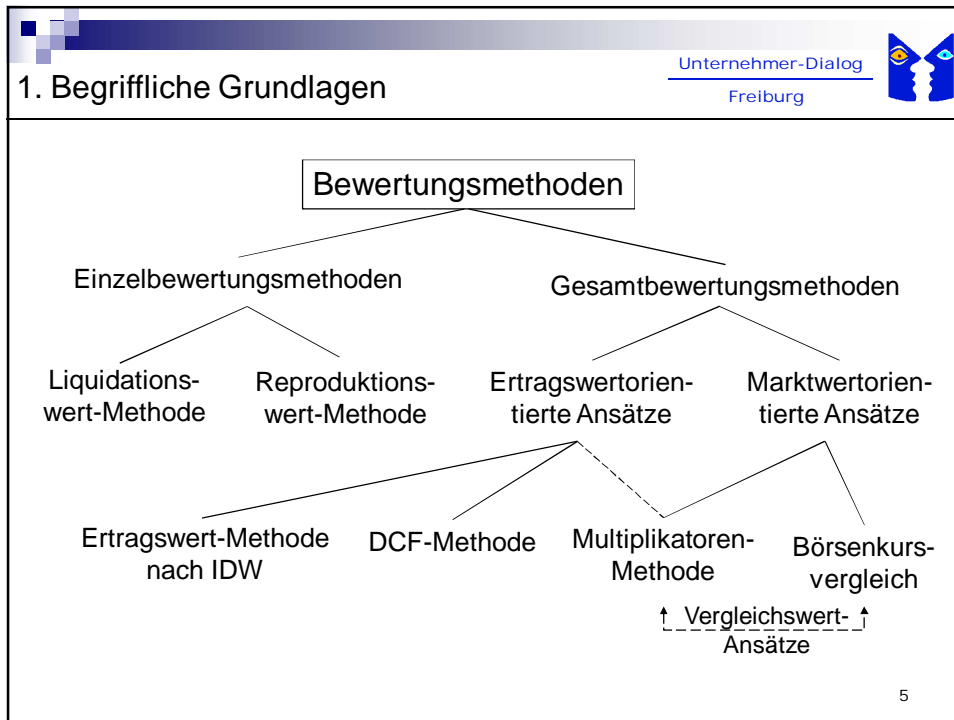
Unternehmensbewertung Inhalt

Unternehmer-Dialog
Freiburg




1. Begriffliche Grundlagen
2. Grundlagen der Unternehmensbewertung
3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
4. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse
5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse
6. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren
7. Überblick über die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem DCF-Verfahren
8. Liquidationswert

4



- **Ertragswert:** Summe der diskontierten Gewinne aus dem Betriebsvermögen, vermindert um die persönlichen Ertragsteuern, und des Barwertes des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.
- **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.
- **Firmenwert = Ertragswert ./. Substanzwert.**
- **Liquidationswert:** Veräußerungswert eines Unternehmens, wenn es aufgelöst (liquidiert) wird und die einzelnen Wirtschaftsgüter am Markt veräußert werden.
- **Marktbewertungsverfahren:** Betrachtung zugänglicher Marktpreise für vergleichbare Transaktionen.
- **Marktwert:** Bestimmt durch **Angebot und Nachfrage.**


1. Begriffliche Grundlagen

Unternehmer-Dialog
Freiburg 

- **pre vs. post money-Bewertung:** Unternehmen ist in der Lage Kapital zu akquirieren, dann post money-Bewertung, ansonsten pre money-Bewertung; auch: Bewertung vor und nach Kapitalzuführung.
- **post money:** Finanzbedarf ist in Planung berücksichtigt
Beispiel: Unternehmenswert 10 Mio. €, Investor will Anteil von 25 %, dann Geldzufluss in das Unternehmen 2,5 Mio. €.
- **Funktionen von Wirtschaftsprüfern:**
 - neutraler Gutachter (objektivierter Unternehmenswert)
 - Berater (subjektiver Entscheidungswert, Synergien)
 - Schiedsgutachter (Vermittlungsfunktion)

7

Unternehmensbewertung
Inhalt

Unternehmer-Dialog
Freiburg 

1. Begriffliche Grundlagen
2. Grundlagen der Unternehmensbewertung
3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
4. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse
5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse
6. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren
7. Überblick über die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem DCF-Verfahren
8. Liquidationswert

8



- In Übereinstimmung mit dem IDW-Standard bestimmt sich der Unternehmenswert bzw. der Zukunftserfolgswert als **Barwert** der Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Dieser lässt sich durch das **Ertragswertverfahren**, sowie andere Bewertungsmethoden (Discounted-Cashflow-Verfahren, Multiplikatorverfahren etc.) ermitteln.
- **Barwert (Kapitalwert):** Wert des Unternehmens = auf die Gegenwart **abgezinste** erwartete Nettozuflüsse an die **Unternehmenseigentümer**.
Abgezinzt wird mit dem Kapitalisierungszinssatz einer **risikoadäquaten Kapitalanlage**. – Rein finanzielle Ziele, der Substanzwert spielt keine Rolle!
- **Unternehmensbewertung = Bewertung des Eigenkapitals.**

9



Wichtige Formeln:

- **Barwert (Kapitalwert)**

$$C_W = \sum_{t=1}^n \frac{U_t}{(1+i)^t} - a_0$$

U = Einzahlungsüberschuss (konst.)
t = Zeitindex
i = Kalkulationszinsfuß
C_w = Kapitalwert (Barwert)
a₀ = Anfangsauszahlung

- **Ertragswertmethode (ewige Rente)**

$$EW = \frac{g \cdot t_0}{i}$$

EW = Ertragswert
g₀ = Gewinn (konst.)
i = Kalkulationszinsfuß

- **Discounted Cashflow-Methode**

$$UW = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+waac)^t} - \sum_{t=1}^T \frac{\text{Zins}_t + \text{Tilgung}_t}{(1+r_{FK})^t}$$

FCF = Free Cashflow
waac = weighted average cost of capital (gewogene durchsch. Kapitalkosten)
r_{FK} = Fremdkapitalkosten

10



Anlässe für Unternehmensbewertungen

- Gesetzliche Vorschriften (insb. aktienrechtliche Regelungen, Ermittlung von **Barabfindungen** bei Spaltung/Verschmelzung).
- Vertragliche Vereinbarungen (bei **Ein- u. Austritt** von Gesellschaftern in/aus PersG, 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,...).
- **Handels- und steuerrechtliche Gründe.**

Generell gilt: Bei gesetzlichen und freiwilligen Unternehmensbewertungen herrscht grundsätzlich **Methodenfreiheit**. Bei vertraglichen Unternehmensbewertungen liegt hingegen meist eine **Methodenfixierung** vor.



Asset Deal vs. Share Deal und Problembereiche

- **Asset Deal:** Kaufgegenstände müssen im Kaufvertrag genannte werden, Bezug auf Bilanz möglich. Zustimmung von Vertragspartnern, wie Kunden, zur Weiterführung von Verträgen notwendig. Firmenwert wird aktiviert und abgeschrieben, über Steuerminimierung Finanzierungsbeitrag, **höherer** Kaufpreis.
- **Share Deal:** Kauf von Anteilen, Vertrag bei Kapitalgesellschaftsanteilen beurkundungspflichtig. Verbindlichkeiten und Haftungsrisiken bleiben bestehen. Vergüteter Firmenwert ist Kaufpreisbestandteil der Anteile, Aufwand erst bei Verkauf, kein Finanzierungsbeitrag, **geringerer** Kaufpreis.
- **Schwierigkeitsbereiche:**
 - Prognose der Erträge
 - Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes
 - Unternehmensgröße



1. Begriffliche Grundlagen
2. Grundlagen der Unternehmensbewertung
3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
4. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse
5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse
6. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren
7. Überblick über die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem DCF-Verfahren
8. Liquidationswert

13

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
Zusammenwirkung finanzielle
Überschüsse erwirtschaftet
werden.

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

Bei der Bewertung gilt das
Stichtagsprinzip.

14

3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten

Unternehmer-Dialog
Freiburg

The diagram illustrates the components of company valuation. At the top is a green triangle labeled 'Berücksichtigung des Risikos'. Below it is a light green rectangle labeled 'Planung der zukünftigen Erträge'. The base is a red rectangle labeled 'Fähigkeit, dem Investor zukünftig Erträge zu erbringen'. Below this are three rows of factors in yellow boxes: 'Mitarbeiter', 'Know-How', 'Umsatzpotential', and 'Synergie'; 'Macht', 'Kunden', 'Prozesse', 'Standort', and '...'; and 'Sachwerte', 'Wachstum', 'Lieferanten', and 'Strategie'.

15

3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten

Unternehmer-Dialog
Freiburg

- **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.
- Nicht mehr Vollausschüttungsthese (notwendige **Thesaurierungen**)
- Berücksichtigung von **Ertragsteuern** auf Ebene des Unternehmens und auf Ebene der Unternehmenseigner.

16



1. Begriffliche Grundlagen
2. Grundlagen der Unternehmensbewertung
3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
4. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse
5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse
6. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren
7. Überblick über die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem DCF-Verfahren
8. Liquidationswert

17

4. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse



Prognose der finanziellen Überschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen erfordert:

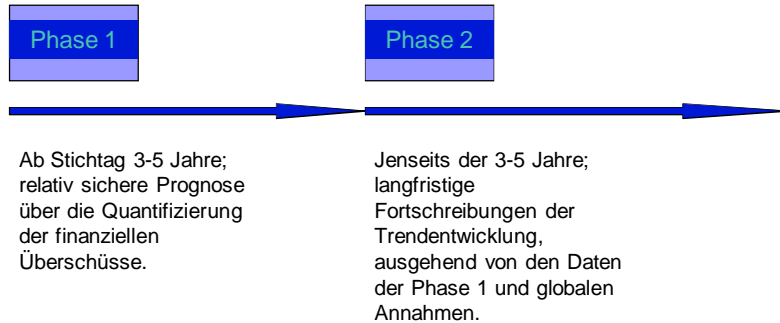
- Umfangreiche **Informationsbeschaffung** als Basis für vergangenheits-, stichtags- und zukunftsorientierte Unternehmensanalysen.
- Neben **unternehmensinternen** Informationsquellen (Planbilanzen, Kapitalflussrechnungen etc.) sind auch **marktbezogene** Daten über branchenspezifische Märkte und volkswirtschaftliche Zusammenhänge von Bedeutung.
- Inhaltliche Qualität der Unternehmensanalyse korreliert eng mit **Qualität** und Quantität der Informationen → Fokus auf zukunftsbezogene Informationen.

18

4. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse



- Das Kernproblem der Prognostizierbarkeit künftiger finanzieller Überschüsse wird nach der *Phasenmethode* in zwei (oder mehrere) Phasen geteilt.



Unternehmensbewertung Inhalt

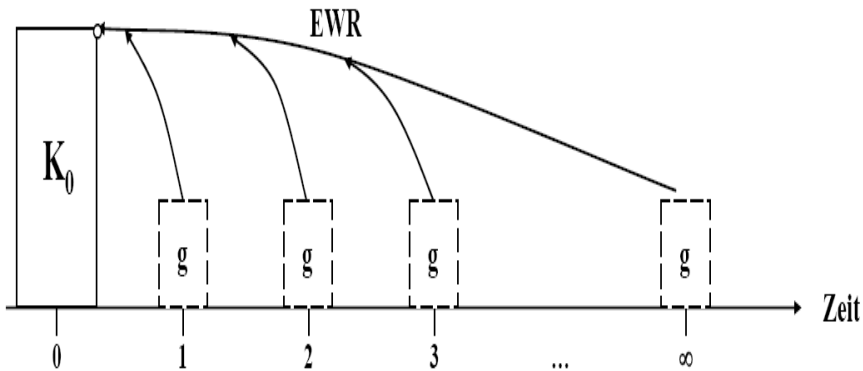


- Begriffliche Grundlagen
- Grundlagen der Unternehmensbewertung
- Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
- Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse
- Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse
- Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren
- Überblick über die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem DCF-Verfahren
- Liquidationswert

5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse



Barwert einer ewigen Rente: Heutiger Wert einer ewigen Rente (unendl. Periode) in Höhe von g unter Berücksichtigung von Zins und Zinseszins.

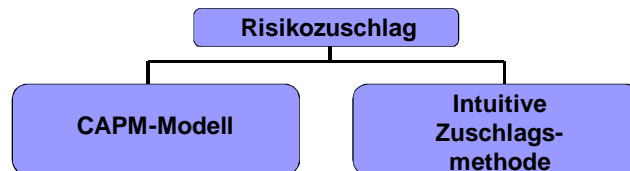


21

5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse



Kapitalisierung der Gewinne durch Abzinsung



Vergleich der unternehmensindividuellen Rendite mit der Rendite des gesamten Aktienmarkts
 Risikozuschlag = Beta-Faktor x Marktrisikoprämie

unternehmensindividuell

Ermittlung?
Prognosegenauigkeit?

Differenz zwischen Rendite des Marktportfolios und risikolosem Basiszinssatz

22

5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse



Kapitalisierungszins

Zuschlag zur Erfassung des Unternehmerrisikos

Marktrisikoprämie in der Regel 4% bis 6%, abgeleitet aus empirischen Studien über Vergangenheitsentwicklungen

Praxis / Empirie Rendite öffentl. Anleihen
(festverzinsliche Wertpapiere)

Kapitalkosten	2010-2013	ab 2014 ewige Rente
Kapitalisierungszinssatz:		
Risikoloser Zinssatz	3,80%	5,00%
Marktrisikoprämie	5,00%	5,00%
Beta	0,8	0,8
Kapitalisierungszins vor Steuern	7,80%	9,00%
Typisierte persönliche Ertragsteuer 26,37%	2,05%	2,37%
Wachstumsabschlag		1,00%
Eigenkapitalkosten nach Steuern und Wachstumsabschlag	5,75%	5,63%

Problem :

Marktrisikoprämien schwanken und sind nur schwer zu ermitteln !

5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse



Renditeerwartungen von Kapitalgebern im Mittelstand vor Steuern p. a.

Mezzanin-Kapital					Eigenkapital
Nachrangige Darlehen/Anleihen	Typisch stille Beteiligung	Wandel-/Optionsanleihe	Genussrecht	Atypisch stille Beteiligung	
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 %



1. Begriffliche Grundlagen
2. Grundlagen der Unternehmensbewertung
3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
4. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse
5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse
6. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren
7. Überblick über die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem DCF-Verfahren
8. Liquidationswert

25

6. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren



- Allgemein bekannt: **Kurs-/Gewinnverhältnis** bei Börse, DAX z. B. 13
- Gewinn (nach Steuern), daher Equity-Bewertung
- $\text{Kurs/Gewinn} = 13$ oder **Kurs = Gewinn x 13 = 13-facher Jahresgewinn**
- $\text{Kurs} = \text{Unternehmenswert} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Zinssatz}}$ (bei ewiger Rente)
- $\frac{\text{Gewinn}}{\text{Zinssatz}} = \text{Gewinn} \times 13 = \frac{\text{Gewinn}}{7,7\%}$

26

6. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren



Ertragswertorientierte Ansätze der Unternehmensbewertung

Ertragswertmethode nach IDW

- Ewige Rente (Formel 2)
- Variable Ausschüttungen
- Phasenmodell

Discounted Cashflow Verfahren (DCF)

- Konzept der gewogenen Durchschnittskosten (waac) (Formel 3)
- Variable Ausschüttungen
- Phasenmodell


27

6. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren



- **Ertragswertverfahren** und **DCF-Verfahren** beruhen auf der **gleichen** konzeptionellen **Grundlage**. Sie ermitteln den **Barwert** künftiger finanzieller Überschüsse unter Einsatz eines Kapitalisierungszinssatzes (Kalkulationszinsfuß), der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentiert (Basiszinssatz + Risikoaufschlag).
- Beide Verfahren kommen bei **gleichen** Annahmen zum gleichen Ergebnis.
- In der Praxis auftretende Unterschiede beim Bewertungsergebnis resultieren aus unterschiedlichen Annahmen hinsichtlich Zielkapitalstruktur, Risikozuschlag und sonstiger Plandaten.

28


Unternehmer-Dialog
Freiburg 

6. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren

Bereinigung der **Vergangenheit**serfolgsrechnung als Grundlage der Unternehmensplanung

- Eliminierung der Aufwendungen und Erträge des **nicht betriebsnotwendigen** Vermögens.
- Bereinigung zur Ermittlung eines periodengerechten Erfolgsausweises (z. B. **periodengerechte** Bewertung **halbfertiger** Arbeiten zu anteiligen Erlösen).
- Bereinigung zum Ausgleich ausgeübter **Bilanzierungswahlrechte**.
- Bereinigung um personenbezogene und andere spezifische Erfolgsfaktoren (z. B. **kalkulatorischer Unternehmerlohn** bei Personenunternehmen).
- Erfassung von Folgeänderungen vorgenommener Bereinigungsvorgänge.
- Die Bewertung des **nicht** betriebsnotwendigen Vermögens erfolgt zum **Liquidationswert**.

29

Unternehmer-Dialog
Freiburg 

6. Ermittlung der Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren

Kapitalisierung

Fallstudie X-AG

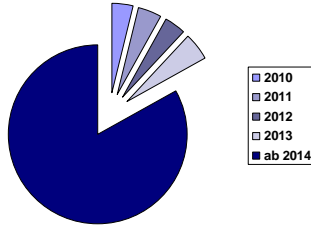
X-AG, Köln	2010 T €	2011 T €	2012 T €	2013 T €	ab 2014 T €
Nettoausschüttung	8.000	9.000	10.000	11.000	12.000
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern	5,75%	5,75%	5,75%	5,75%	5,63%
Diskontierungsfaktor	0,946	0,894	0,846	0,800	13,430
Barwerte	7.565	8.048	8.456	8.796	161.165
Ertragswert zum 01.01.2010	194.029				
Anteil des Ertragswerts	4%	4%	4%	5%	83%

Eine geringfügige **Veränderung** der Nettoausschüttung oder des Kapitalisierungszinssatzes im Bereich der **ewigen Rente** führen zu deutlicher Veränderung des Ertragswerts

Bsp.1: Erhöhung der **Nettoausschüttung** 2014 ff. um 5 % führt zu Erhöhung des Ertragswerts um 5 %.

Bsp.2: Verringerung des Kapitalisierungszinssatzes für die **ewige Rente** um 0,5 %-Punkte führt zu Erhöhung des Ertragswerts um 10 % (ab 2014).

Bsp.3: Verringerung des Kapitalisierungszinssatzes **insgesamt** um 0,5 %-Punkte führt zu Erhöhung des Ertragswerts um 12 %.



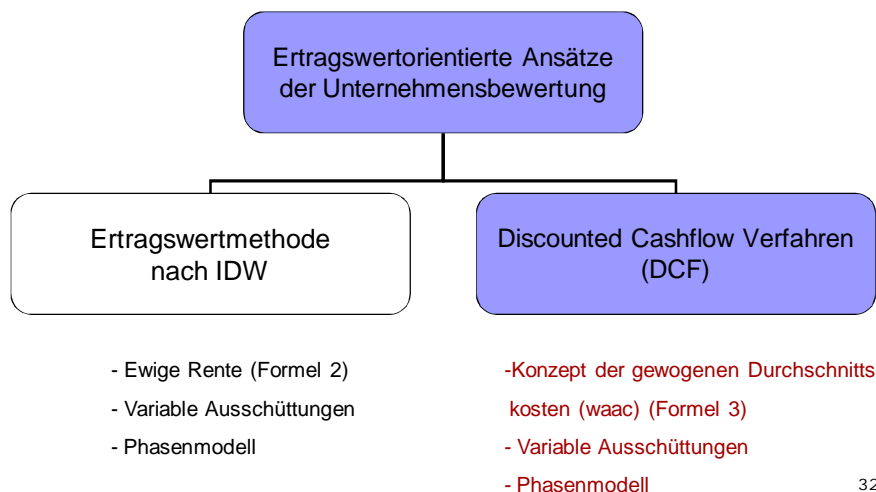
30




1. Begriffliche Grundlagen
2. Grundlagen der Unternehmensbewertung
3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
4. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse
5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse
6. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren
7. Überblick über die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem DCF-Verfahren
8. Liquidationswert

31

7. Überblick über die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem DCF-Verfahren




32

Unternehmer-Dialog
Freiburg 

7. Überblick über die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem DCF-Verfahren

- Die Summe der abgezinsten **Free-Cashflows** ergibt den Marktwert des Unternehmens für Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber. Von ihm wird der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen, um zum Wert des Eigenkapitals zu gelangen.
 - Handelsrechtliches **Jahresergebnis**
 - + **Fremdkapitalzinsen**
 - Unternehmenssteuer-Ersparnis (infolge Abzugsfähigkeit Fremdkapitalzinsen)
 - + **Abschreibungen** und andere zahlungsunwirksame Aufwendungen
 - zahlungsunwirksame Erträge
 - **Investitionsauszahlungen**
 - +/- Verminderung/Erhöhung des Nettoumlaufvermögens einschl. des Zahlungsmittelbestandes
 - = Free Cashflow (FCF)

33

Unternehmer-Dialog
Freiburg 

Unternehmensbewertung


Inhalt

1. Begriffliche Grundlagen
2. Grundlagen der Unternehmensbewertung
3. Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
4. Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse
5. Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse
6. Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren
7. Überblick über die Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem DCF-Verfahren
8. Liquidationswert

34

8. Liquidationswert

Unternehmer-Dialog
Freiburg




- Insbesondere bei **schlechter Ergebnislage** kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den **Fortführungswert übersteigen**.
- In diesem Fall bildet der Liquidationswert die **Wertuntergrenze** für die Unternehmensbewertung.
- Der Liquidationswert wird ermittelt als **Barwert** der Nettoerlöse, die sich aus der Veräußerung der Vermögensgegenstände **abzügl. Schulden** und Liquidationskosten ergeben. Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende **Ertragsteuern** diesen Barwert mindern können.

35

Unternehmensbewertung
Inhalt

Unternehmer-Dialog
Freiburg



9. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung
 - a) Bewertung ertragsschwacher Unternehmen
 - b) Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen
 - c) Substanzwert
10. Multiplikatorverfahren
11. Unternehmensbewertung im Handwerk
12. Steuerliche Unternehmensbewertung
13. Verträge mit Investoren
14. Risikominimierung durch Prüfung, Garantien und Nachbewertung
15. Praxis-Beispiel einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren

9. 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 zu Insolvenz wegen Zahlungsunfähigkeit und Überschuldung führen (**negativer Unternehmenswert**).
- Falls **Zerschlagungskonzepte** im Einzelfall eine mögliche Handlungsalternative sind, müssen diese neben den **Fortführungskonzepten** beurteilt werden.
- Wird von einer **Fortführung** ausgegangen, so müssen die geplanten **Maßnahmen** auf Plausibilität und Realisierbarkeit untersucht werden (**Sanierungskonzept, Planverprobungsrechnung**).

37


9. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung



b) Bewertung kleinerer und mittlerer Unternehmen

- Meist ist Unternehmenseigner auch „Manager“, daher kommt der unternehmerischen Fähigkeit der **Eigner erhebliche Bedeutung** zu.
- Abgrenzung von **betrieblicher und privater** Sphäre wichtig!
- Eventuell sind steuerliche **Sonderbilanzen** zur Ermittlung von nicht bilanziertem, aber betriebsnotwendigen Vermögen heranzuziehen
- Im **Privatvermögen** gehaltenes Anlagevermögen (z. B. Patente, Grundstücke) sind bei der Unternehmensbewertung zu erfassen.
- **Substanzerhaltungsmaßnahmen** sind zu erfassen, da sie den Unternehmenswert steigern, auch wenn die Eigenkapitalausstattung niedrig ist.
- Höhe der zukünftigen finanziellen Überschüsse hängt nicht zuletzt vom **persönlichen Engagement**, Kenntnissen, Fähigkeiten und Beziehungen des Unternehmenseigners ab.
- Größere **Unsicherheiten** in der Ertragsprognose, da von kleineren und mittleren Unternehmen oft **keine Planungsrechnungen** erstellt werden.

38


Unternehmer-Dialog
Freiburg 

9. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung

c) Substanzwert

- Abzugsgrenzen vom Liquidationswert („Gegenteil“).
- Keine eigenständige Bedeutung bei der Ermittlung des Unternehmenswertes (Ertragsüberschüsse).
- Substanzwert ist **Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert** aller im Unternehmen vorhandenen immateriellen und materiellen Werte.
- Abschläge wegen **Alter** der Substanz im Verhältnis von Restnutzungszeit zu Gesamtnutzungszeit.
- Dient der Ermittlung des **Firmenwertes**.
- **Firmenwert = Ertragswert ./ Substanzwert**.
- Ebenfalls Neubewertung des **Eigenkapitals**.
- Kontrollgröße zur **Plausibilisierung** der Bewertung.

39

Unternehmer-Dialog
Freiburg 

Unternehmensbewertung

Inhalt

9. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung
 - a) Bewertung ertragsschwacher Unternehmen
 - b) Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen
 - c) Substanzwert
10. Multiplikatorverfahren
11. Unternehmensbewertung im Handwerk
12. Steuerliche Unternehmensbewertung
13. Verträge mit Investoren
14. Risikominimierung durch Prüfung, Garantien und Nachbewertung
15. Praxis-Beispiel einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren



Marktorientierter Ansatz

- Bezugsgrößen
 - Umsatz
 - Ertrag, z.B. EBIT
- Bezugszeitraum
- Entity-Multiplikatoren (Gesamtkapitalwert)
- Unternehmenswert \div Schulden = Eigenkapital
- Branchenzuordnung
- Spanne
- KGV ist Equity-Multiplikator.

41



Experten-Multiples Small-Caps

(Umsatz unter 50 Mio. €)

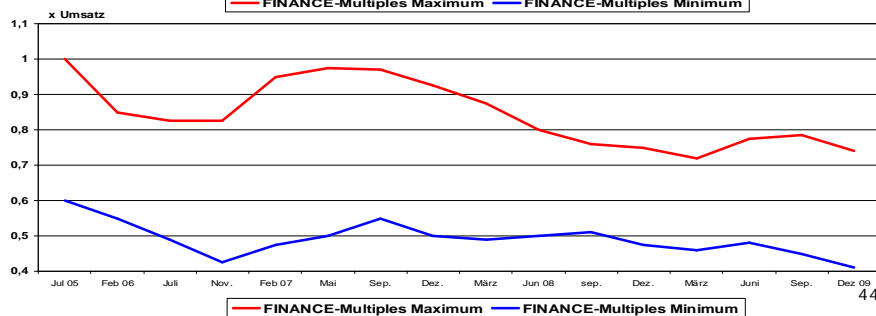
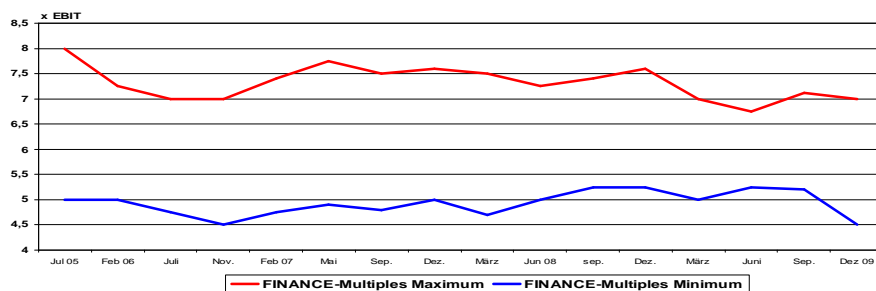
Branche	EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple	
	von	bis	von	bis
Beratende Dienstleistungen	5,0	7,2	0,47	0,90
Software	6,0	7,8	0,60	1,03
Handel / E-Commerce	4,2	7,3	0,34	0,84
Elektrotechnik / Elektronik	4,5	6,2	0,45	0,76
Maschinen- und Anlagenbau	4,3	5,8	0,35	0,63
Pharma	5,1	7,8	0,72	1,39
Nahrungs- und Genussmittel	4,6	7,0	0,41	0,74
Bau und Handwerk	3,6	5,4	0,27	0,51

42



Die Einordnung innerhalb des Multiple-Korridors ist abhängig von der Bewertung der Aspekte:

- Kunden
- Lieferanten
- Wettbewerb
- Neue Produkte
- Patentschutz
- Life Cycle Management
- Forschung und Entwicklung
- Marktposition
- Anteilseigner
- Nicht betriebsnotwendiges Vermögen
- Kapitalbedarf/ Wertschöpfungstiefe
- Human Resources
- Besondere Risiken



10. Multiplikatorverfahren



Multiples und Betriebsgröße

Beispiel: Bau und Handwerk

	EBIT-Multiple	%
börsennotiertes Unternehmen	11	100
Unternehmen Umsatz > 250 Mio. €	4,6 - 6,1 ø 5,35	49
Umsatz 50 - 250 Mio. €	4,3 - 5,5 ø 4,9	45
Umsatz < 50 Mio. €	3,6 - 5,4 ø 4,5	41

45

Unternehmensbewertung Inhalt



9. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung

- a) Bewertung ertragsschwacher Unternehmen
- b) Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen
- c) Substanzwert

10. Multiplikatorverfahren

11. Unternehmensbewertung im Handwerk

12. Steuerliche Unternehmensbewertung

13. Verträge mit Investoren

14. Risikominimierung durch Prüfung, Garantien und Nachbewertung

15. Praxis-Beispiel einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren



Bewertungsbeispiel für kleinere Unternehmen

- Kein vom Inhaber unabhängiges Management, so dass die Ertragslage ganz entscheidend von der **Unternehmerpersönlichkeit** abhängig ist.
- Risikostrategie über **Zinshöhe**.
- Haftungs**verflechtung** von Privat- und Betriebsvermögen.
- **Mangelnde** betriebswirtschaftliche **Planungsmethoden**.
- Verfolgung **privat** motivierter Ziele im Rahmen der unternehmerischen Tätigkeit.

47



- Ist **vergangenheitsorientiertes** Ertragswertverfahren mit Anlehnung an IdW S 1-Standard mit Übergewinnkapitalisierung.
- Ausgang: Bilanz mit Neubewertung und Ansatz aller kalkulatorischen Kosten (**Unternehmerlohn**, Zinsen, Mieten), **3 Jahre, gewichtet**.
- Der Kapitalisierungszins bildet sich aus **3 Bereichen**:
 - 1) Basiszins
 - 2) Risikozuschläge
 - 3) Inhaberabhängigkeit

48

11. Unternehmensbewertung im Handwerk



Beispiel: Vorsteuerrenditen

Basiszins	4%
+ Summe der Risikozuschläge	9%
= Basis- und Risikozuschläge	13%
+ Inhaberabhängigkeit	12%
= Kapitalisierungszinssatz	25%

49

11. Unternehmensbewertung im Handwerk



Kategorie	Kennzeichen des Unternehmens	Risikozuschlag
1	Etabliertes Geschäft, gute Marktposition, gutes Management , stabile Erträge in der Vergangenheit, vorhersehbare Zukunft	6 - 10%
2	Genauso wie Kategorie 1, jedoch ist die Branche wettbewerbsintensiver	11 - 15%
3	Firmen in sehr wettbewerbsintensiven Branchen, mit wenig Eigenkapital und wenig erfahrenem Management , aber mit guten Erfolgen in der Vergangenheit	16 - 20%
4	Kleine Firmen, die von den Kenntnissen von ein oder zwei Personen abhängen oder große Firmen in stark zyklischen Branchen mit geringer Vorhersehbarkeit	21 - 25%
5	Kleine personenbezogene Dienstleistungsfirmen mit einem einzelnen Eigentümer-Unternehmer	26 - 30%

50



- Unternehmenswert (Ertragswert) = Neubewertg. Eigenkapital
$$\frac{\text{prognostizierter Gewinn}}{\text{Kapitalisierungszinssatz}}$$
- Rechtsform beachten:
 - Personenunternehmen: **Asset Deal**. Schulden werden üblicherweise nicht übernommen. Unternehmenswert ist somit Aktiva zzgl. Firmenwert („= E.-Wert ./ Subst.-Wert“).
 - Kapitalgesellschaften: **Share Deal**. Hier gehen regelmäßig alle Aktiven und Passiven mit den Anteilen über (aber üblich: Auslagerung von Pensionsrückstellungen). Share Deal-Wert umfasst somit alle Eigenkapitalpositionen, Sonderposten mit Rücklagenanteil und Firmenwert.

51

Unternehmensbewertung Inhalt



9. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung

- a) Bewertung ertragsschwacher Unternehmen
- b) Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen
- c) Substanzwert

10. Multiplikatorverfahren

11. Unternehmensbewertung im Handwerk

12. Steuerliche Unternehmensbewertung

13. Verträge mit Investoren

14. Risikominimierung durch Prüfung, Garantien und Nachbewertung

15. Praxis-Beispiel einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren



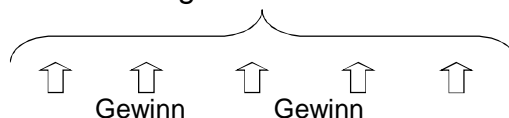
Bewertung von Unternehmen einheitlich für **alle** Rechtsformen

- Ableitung aus **Verkäufen** innerhalb eines Jahres vor der Übertragung.
- **Vereinfachtes Ertragswertverfahren**
Geregelt im Gesetz (Zinssatz)
Vereinfachtes Ertragswertverfahren
- **anerkanntes Verfahren**, das für nicht steuerliche Zwecke im gewöhnlichen Geschäftsverkehr üblich ist (**IDW S 1**).
- **Mindestwert** ist Summe der gemeinen Werte der Einzelwirtschaftsgüter (**Substanzwert**).

53



Vereinfachtes Ertragswertverfahren



Bewertungsverordnung: Durchschnittlicher Gewinn der letzten 3 Jahre x **Faktor (2009) 12,33**; Basiszins 3,61 % plus 4,5 % = 8,11 %; für Großunternehmen anderes Verfahren vorgesehen, Steuerpauschale 30 %.

Hinweise: KGV von Euro-Stoxx-Untern. rd. 10.

KGV Mittelstand 3 – 7.

Wert = Gewinn x Faktor (KGV).

Regelmäßig viel **zu hohe** Bewertung.

54



9. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung

- a) Bewertung ertragsschwacher Unternehmen
- b) Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen
- c) Substanzwert

10. Multiplikatorverfahren

11. Unternehmensbewertung im Handwerk

12. Steuerliche Unternehmensbewertung

13. Verträge mit Investoren

14. Risikominimierung durch Prüfung, Garantien und Nachbewertung

15. Praxis-Beispiel einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren

13. Verträge mit Investoren

- a) Vorvertragliche Vereinbarungen

- **Investoren: Käufer, Mitgesellschafter, etc.**
- **Letter of Intend:** Inhalt entscheidend, teilweise mit Absteckung der Rahmenbedingungen wie **Preis**, wenn bestimmte Bedingungen (Umsatz, Ergebnis, etc.) erfüllt sind. Inhalt: **Vertraulichkeit, Exklusivität, break-up-fee**
- **Vorvertrag:** Bindungswille, vor Due Diligence, Kosten, etc.
- **Due Diligence:** Technologisch, Rechnungslegung, Planung, rechtliche Verhältnisse

13. Verträge mit Investoren

c) Gesellschaftsvereinbarung

Unternehmer-Dialog

Freiburg



- **Ausstiegsregeln für alle Gesellschafter:**
 - Vinkulierung (Verkauf nur mit **Zustimmung**),
 - **Andienungspflicht** (Öffnung),
 - Andienungspflicht zu Fremdkonditionen,
 - **Vorerwerbsrecht**,
 - **Mitveräußerungsrechte** des Investors
(zuerst, verhältnismäßig).

59

13. Verträge mit Investoren

c) Gesellschaftsvereinbarung


Unternehmer-Dialog

Freiburg



- **Exit-Absprachen:**
 - Reifeprozess vs. **Renditeüberlegungen** des Investors.
 - **Mitveräußerungspflicht** (GmbH: not. Beurkundung, enger Markt, trade sale in Beteiligungsbranche, Befristung),
 - Rücknahmerecht = **Ankaufverpflichtung** der Gründer,
 - **Put-/Call-Optionen**: Alt- zu Neugesellschafter,
 - **Börseneinführung** mit vorr. Platzierung des Investors,
 - **Liquidationspräferenz** (Share- und Asset-Deal):
Investor erhält Investition zzgl. Renditeaufschlag.

60


Unternehmer-Dialog
Freiburg 

13. Verträge mit Investoren
c) Gesellschaftsvereinbarung

- **Bindung des Managements:**
 - **Vesting:** Möglicher Verlust der Beteiligung bei Abgang der Gründer,
 - **Wettbewerbsverbot:** Anstellungsvertrag, nachvertraglich,
 - Einbringung von **Patenten** und Schutzrechten,
 - **Dienstverträge**, Risikolebensversicherung,
 - **Beratungsvertrag** des Kapitalgebers.

- **Hinweis:** Unternehmensbewertung erfasst die vom Management **losgelöste übertragbare Ertragskraft**, somit hat Investor **zeitlich divergierende** Interessen. Wechsel vom personalistischen zum **institutionellen** Unternehmen.

61

Unternehmer-Dialog
Freiburg 

Unternehmensbewertung
Inhalt

9. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung
 - a) Bewertung ertragsschwacher Unternehmen
 - b) Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen
 - c) Substanzwert
10. Multiplikatorverfahren
11. Unternehmensbewertung im Handwerk
12. Steuerliche Unternehmensbewertung
13. Verträge mit Investoren
14. Risikominimierung durch Prüfung, Garantien und Nachbewertung
15. Praxis-Beispiel einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren

14. Risikominimierung durch Prüfung, Garantien und Nachbewertung



Prüfung = Due Diligence

- Geschäftsbetrieb (Operational Due Diligence)
- Marktposition und -entwicklung (Market/Commercial Due Diligence)
- Technologie
- Umweltrisiken (Environmental Due Diligence)
- Währungs- und Zinsrisiken
- Rechnungslegung
- Pensionszusagen (Treasury/Pensions Due Diligence)
- Rechtliche Situation

63

14. Risikominimierung durch Prüfung, Garantien und Nachbewertung



Verschuldensunabhängige Garantien in Kauf- /Beteiligungsvertrag

- Errichtung und Bestand
- Jahresabschlüsse
- Sonstige Garantien (keine Schutzrechte außerhalb, keine Wettbewerbsverbote, Genehmigungen, keine Rechtsstreitigkeiten, Steuern und Abgaben bezahlt.
- Haftung, falls Garantien, Zusicherungen und Gewährleistungen nicht zutreffend sind durch Herstellung des vereinbarten Zustandes und/oder Geldzahlung mit Verjährungsfrist.

64

14. Risikominimierung durch Prüfung, Garantien und Nachbewertung



Nachbewertung (in Vertrag)

- Nachbewertungsstichtag in Zukunft
- Meist verbunden mit Erreichung von **Umsatz, Ergebnis oder Technologie**
- Zielabweichungen
 - besser: Käufer zahlt nach, verliert Anteile
 - schlechter: Verkäufer zahlt zurück, liefert mehr Anteile

65

Unternehmensbewertung Inhalt



9. Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung

- a) Bewertung ertragsschwacher Unternehmen
- b) Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen
- c) Substanzwert

10. Multiplikatorverfahren

11. Unternehmensbewertung im Handwerk

12. Steuerliche Unternehmensbewertung

13. Verträge mit Investoren

14. Risikominimierung durch Prüfung, Garantien und Nachbewertung

15. Praxis-Beispiel einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren



	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Gesamt
Umsatzerlöse	593.445 €	1.190.930 €	2.593.225 €	4.536.125 €	8.610.000 €	17.523.725 €
Materialaufwand						
Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe	-160.242 €	-321.765 €	-778.125 €	-1.397.819 €	-2.670.250 €	-5.328.200 €
Fremdleistungen	-26.950 €	-67.389 €	-300.023 €	-363.792 €	-380.150 €	-1.138.304 €
Rohertrag	406.253 €	801.777 €	1.515.077 €	2.774.514 €	5.559.600 €	11.057.221 €
Personalaufwand						
Löhne und Gehälter	-246.676 €	-447.190 €	-622.794 €	-787.118 €	-903.691 €	-3.007.469 €
soziale Abgaben	-54.269 €	-98.362 €	-137.015 €	-173.166 €	-198.812 €	-661.643 €
Abschreibungen	-15.299 €	-64.028 €	-102.935 €	-154.415 €	-233.418 €	-570.095 €
sonstige betriebl. Aufwend.	-133.899 €	-229.469 €	-326.052 €	-399.219 €	-507.963 €	-1.596.602 €
Zinserträge	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Zinsaufwendungen	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Ergebn. der gew. Geschäftstätg.	-43.890 €	-37.292 €	326.281 €	1.260.597 €	3.715.715 €	5.221.411 €
Tantieme	-5.079 €	-14.280 €	-37.246 €	-126.060 €	-371.572 €	-554.236 €
Ergebnis vor Steuern	-48.969 €	-51.572 €	289.035 €	1.134.537 €	3.344.144 €	4.667.175 €
Gewerbe- und Körperschaftsteuer zu 30 %	0 €	0 €	-56.548 €	-340.361 €	-1.003.243 €	-1.400.152 €
Jahresüberschuss	-48.969 €	-51.572 €	232.487 €	794.176 €	2.340.901 €	3.267.022 €
Cash-Flow						
Jahresüberschuss	-33.670 €	12.456 €	335.422 €	948.591 €	2.574.319 €	3.837.117 €
Abschreibungen	-48.969 €	-51.572 €	232.487 €	794.176 €	2.340.901 €	3.267.022 €
Abschreibungen	15.299 €	64.028 €	102.935 €	154.415 €	233.418 €	570.095 €
Barwert Jahresüberschüsse zu 17,5 %						
Jahresüberschuss	-48.969 €	-51.572 €	232.487 €	794.176 €	2.340.901 €	2.340.901 €
Barwert zum 1. 1. Jahr 1	-41.676 €	-37.354 €	143.313 €	416.644 €	1.045.186 €	5.972.492 €
Summe Barwerte zum 1. 1. Jahr 1	7.498.606 €					
Summe Barwerte zum 1. 7. Jahr 1	8.154.734 €					
Anteil bei Kapitalbedarf von 1,75 Mio. € in % des Unternehmenswertes	21,46%					


67



Anlagevermögen	158.862 €	542.334 €	802.899 €	1.108.984 €	1.553.566 €
Umlaufvermögen					
Vorräte	108.422 €	219.456 €	509.913 €	874.686 €	1.619.500 €
Debitoren	106.008 €	208.320 €	441.338 €	754.838 €	1.446.296 €
Bankguthaben	21.205 €	38.079 €	22.836 €	3.555 €	434.106 €
	394.497 €	1.008.190 €	1.776.986 €	2.742.063 €	5.053.468 €
Eigenkapital					
Nominalkapital	25.784 €	25.784 €	25.784 €	25.784 €	25.784 €
Rücklagen	280.000 €	980.000 €	1.550.000 €	1.750.000 €	1.750.000 €
Gewinnvortrag	0 €	-48.969 €	-100.541 €	131.946 €	926.122 €
Jahresüberschuss	-48.969 €	-51.572 €	232.487 €	794.176 €	2.340.901 €
Verbindlichkeiten					
Bankkredite	137.682 €	102.947 €	69.256 €	40.157 €	10.662 €
Kreditoren	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
sonst. Verbindlichkeiten, Sammelposten	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
	394.497 €	1.008.190 €	1.776.986 €	2.742.063 €	5.053.468 €
Kapitalflussrechnung					
Jahresüberschuss	-48.969 €	-51.572 €	232.487 €	794.176 €	2.340.901 €
Abschreibungen	15.299 €	64.028 €	102.935 €	154.415 €	233.418 €
Veränderung Vorräte	-10.295 €	-111.034 €	-290.457 €	-364.773 €	-744.814 €
Veränderung Debitoren	-53.040 €	-102.312 €	-233.018 €	-313.500 €	-691.458 €
Veränderung Kreditoren	-49.397 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Veränd. sonst. Verbindlichkeiten, Sammelposten	-39.683 €	0 €	0 €	0 €	0 €
laufende Geschäftstätigkeit	-186.085 €	-200.890 €	-188.053 €	270.319 €	1.138.046 €
Investitionen	-63.000 €	-447.500 €	-363.500 €	-460.500 €	-678.000 €
Einzahlungen Gesellschafter	280.000 €	700.000 €	570.000 €	200.000 €	0 €
Veränderung Bankkredite	-32.798 €	-34.735 €	-33.691 €	-29.099 €	-29.495 €
Finanzierungstätigkeit	247.202 €	665.265 €	536.309 €	170.901 €	-29.495 €
Liquiditätsveränderung insgesamt	1.883 €	16.875 €	15.244 €	19.280 €	430.551 €
Liquidität Beginn	23.088 €	21.205 €	38.079 €	22.836 €	3.555 €
Liquidität Ende	21.205 €	38.079 €	22.836 €	3.555 €	434.106 €

68


Literaturhinweise

Unternehmer-Dialog
Freiburg 

- IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008)
- Entwurf IDW Standard: Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions (IDW ES 8)
- Handbuch Unternehmensbewertung im Handwerk, Version 4.1
- FINANCE: EBIT- und Umsatzmultiplikatoren, Januar 2009, Heft Februar 2010
- **WP Handbuch 2008, Band II**
- Weitnauer: Handbuch Venture Capital, München 2007

69

Beratungsangebot

Unternehmer-Dialog
Freiburg 

Unsere Leistungen

- **Unternehmensbewertung (Funktionen)**
- **indikative Bewertungen**
- **Identifizierung von Kauf- und Verkaufsinteressenten**
- **Due Diligence**
- **Verhandlungsführung**
- **Finanzierungen**

Weitere Informationen über unser vollständiges Leistungsangebot und kostenloser Newsletter auf www.unkelbach-treuhand.de

70



Ende!

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit

Referent:
Peter Unkelbach

Wirtschaftsprüfer
Steuerberater
Diplom-Volkswirt

peter.unkelbach@unkelbach-treuhand.de

Unkelbach Treuhand GmbH

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Steuerberatungsgesellschaft
Kaiser-Joseph-Str. 260
79098 Freiburg
Telefon 0761/385420
Fax 0761/3854277
www.unkelbach-treuhand.de