

# Unternehmensbewertung

## - Was ist mein Unternehmen wert?

### Unternehmensnachfolge im ländlichen Raum

Vortragsprogramm

**11. Juni 2013**

**18:00 – 21:00 Uhr**

Kurhaus Titisee

Referent: Dr. Philipp Unkelbach  
Wirtschaftsprüfer  
Steuerberater

### Themenübersicht

1. Einleitung/Grundlagen
2. Liquidationswert als Untergrenze
3. Multiplikatorverfahren
4. Vereinfachtes Ertragswertverfahren
5. Unternehmensbewertung nach IDW S1
6. Besonderheiten bei KMU
7. Fazit

## 1. Einleitung/Grundlagen

2. Liquidationswert als Untergrenze
3. Multiplikatorverfahren
4. Vereinfachtes Ertragswertverfahren
5. Unternehmensbewertung nach IDW S1
6. Besonderheiten bei KMU
7. Fazit

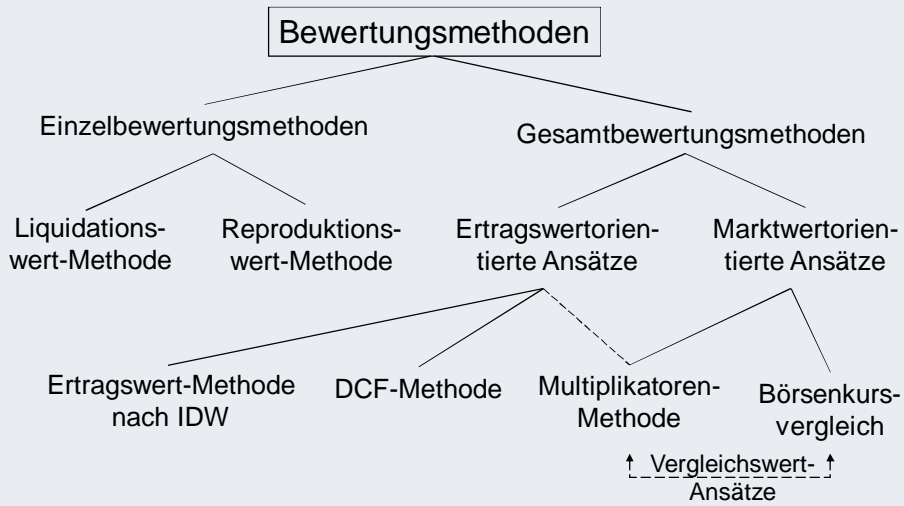
## **Anlässe einer Unternehmensbewertung**

- Unternehmerische Initiativen: Kauf/Verkauf von Unternehmen, MBO, Fusionen, Sacheinlagen, Zuführung von Eigen- oder Fremdkapital etc.
- Vertragliche Vereinbarungen: bei Ein- u. Austritt von Gesellschaftern in/aus PersG, bei Erbauseinandersetzungen, Erbteilungen, Abfindungsfällen im Familienrecht.
- Handels- und steuerrechtliche Gründe
- Gesetzliche Vorschriften (insb. aktienrechtliche Regelungen, Ermittlung von Barabfindungen bei Spaltung/Verschmelzung).

# 1. Einleitung/Grundlagen



# 1. Einleitung/Grundlagen



1. Einleitung/Grundlagen
2. Liquidationswert als Untergrenze
3. Multiplikatorverfahren
4. Vereinfachtes Ertragswertverfahren
5. Unternehmensbewertung nach IDW S1
6. Besonderheiten bei KMU
7. Fazit

Ermittlung des Substanzwerts unter Annahme der Fortführung (Substanzwert) oder der Liquidation (Liquidationswert) eines Unternehmens.

- **Bei Fortführung:** Berechnung in der Regel als Teilreproduktionswert (TRW): Ansatz des betriebsnotwendigen Vermögens und der Schulden zu Wiederbeschaffungswerten, Einbeziehung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens zu Liquidationswerten.
- **Bei Liquidation:** Ausgangspunkt ist die Auflösung/Zerschlagung des Unternehmens

## 2. Liquidationswert als Untergrenze

- 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.

Ermittlung Liquidationswert:

$$\begin{array}{l} \Sigma \text{ Veräußerungspreise aller Vermögensgegenstände} \\ \text{./. Schulden} \\ \underline{\text{./. Liquidationskosten}} \\ = \text{Liquidationswert} \end{array}$$

Dabei ist ggf. zu berücksichtigen, dass zukünftig entstehende Ertragsteuern diesen Barwert mindern können.

## 2. Liquidationswert als Untergrenze

### Vorteile

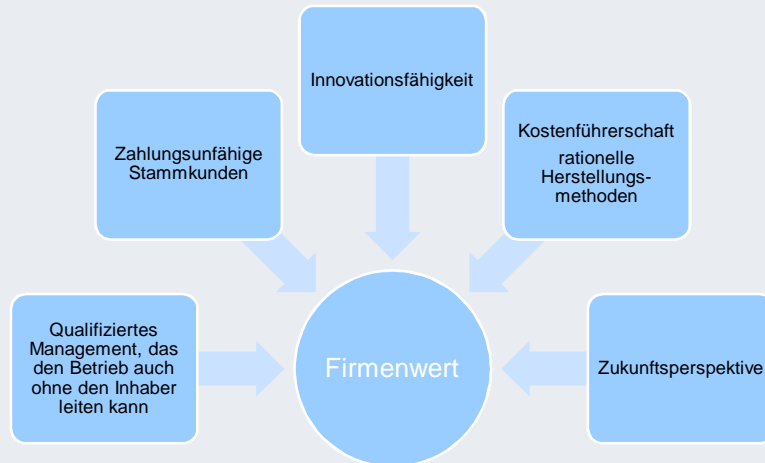
- Keine Unternehmensplanung notwendig
- Geringe Komplexität
- Einfache Bewertung, sofern Marktwerte vorhanden sind
- Dient als Kontrollgröße

### Nachteile

- Keine Berücksichtigung von Ertragskraft und künftigen Zahlungsüberschüssen
- Zukunftsaussichten (künftige Wachstumschancen und Risiken) des Unternehmens werden nicht berücksichtigt
- Ungeeignet für Unternehmen, die fortgeführt werden sollen

## 2. Liquidationswert als Untergrenze

➔ „Weiche“ Faktoren determinieren den Firmenwert, werden aber beim Substanzwert nicht berücksichtigt  
**Firmenwert = Ertragswert ./. Substanzwert**



## Themenübersicht

1. Einleitung/Grundlagen
2. Liquidationswert als Untergrenze
- 3. Multiplikatorverfahren**
4. Vereinfachtes Ertragswertverfahren
5. Unternehmensbewertung nach IDW S1
6. Besonderheiten bei KMU
7. Fazit

### 3. Multiplikatorverfahren

#### Marktorientierter Ansatz

- Große Bedeutung der Multiplikatorenverfahren in der Praxis
- Branchenorientierte Ausprägung, z. B. Arztpraxen, Steuerberatungskanzleien
- Bezugsgrößen
  - Umsatz
  - Ertrag, z.B. EBIT
- Bezugszeitraum
- Unternehmenswert  $\div$  Schulden = Eigenkapital
- Branchenzuordnung
- Spanne

### 3. Multiplikatorverfahren

#### EBIT- und Umsatzmultiplikatoren für den Unternehmenswert, April 2013

Branche	Börsen-Multiples		Experten-Multiples Small-Cap*			
	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple	EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple	
			von	bis	von	bis
Beratende Dienstleistungen	-	-	5,6	7,7	0,57	0,95
Software	15,7 ↑	4,89 ↑	6,4	8,3	0,75	1,14
Telekommunikation	16,4 ↑	1,17 ↓	5,5	7,7	0,62	1,00
Medien	10,4 ↑	1,59 ↑	6,1	8,0	0,64	1,10
Handel und E-Commerce	11,4 ↓	1,54 ↑	5,5	7,8	0,55	0,96
Transport, Logistik und Touristik	10,8 ↑	0,75 ↑	5,0	7,2	0,47	0,88
Elektrotechnik und Elektronik	10,9 ↑	1,25 ↑	5,4	7,1	0,61	0,94
Fahrzeugbau und -zubehör	10,5 ↑	0,92 ↑	5,0	6,9	0,42	0,71
Maschinen- und Anlagenbau	11,8 ↑	0,93 ↑	5,5	7,3	0,55	0,84
Chemie und Kosmetik	10,4 ↓	1,36 ↓	6,1	8,1	0,57	0,88
Pharma	10,1 ↑	1,29 ↑	6,4	8,7	0,74	1,34
Textil und Bekleidung	12,7 ↑	1,24	4,7	6,4	0,44	0,69
Nahrungs- und Genussmittel	9,6 ↑	1,02 ↑	5,3	7,1	0,51	0,88
Gas, Strom, Wasser	10,0 ↓	0,65 ↓	5,8	8,0	0,58	0,90
Umwelttechnologie und erneuerbare Energien	-	-	5,1	7,2	0,59	0,98
Bau und Handwerk	12,8 ↑	1,02 ↓	4,0	5,5	0,38	0,58

Quelle: Finance-Expertenpanel April/Mail 2013  
Small-Cap: Umsatz < 50 Mio. Euro

### 3. Multiplikatorverfahren

Ermittlung Unternehmenswert:  
Bezugsgröße des zu bewertenden Unternehmens x Multiplikator

Beispiel (Chemie, klein, in T€):

Umsatz: 2.500

Vorsteuerergebnis: 210

Zinsaufwand: +40

EBIT: 250

Nettofinanzverschuldung: 0

➤ Unternehmenswert auf EBIT-Basis:

$250 \text{ T€} \times 7,1 = 1.775 \text{ T€}$

➤ Unternehmenswert auf Umsatzbasis:

$2.500 \text{ T€} \times 0,725 = 1.812 \text{ T€}$

Bandbreite Unternehmenswert auf Umsatzbasis:

1.425 T€ - 2.200 T€

### 3. Multiplikatorverfahren

#### Vorteile

- Zeit- und Kostensparend
- Viele branchenübliche Multiplikatoren und Erfahrungswerte öffentlich zugänglich
- Anhaltspunkte für Plausibilitätskontrolle nach fundamentaler Bewertungen oder im Rahmen der Verkaufsanbahnung
- Unmittelbar verständlich

#### Nachteile

- Multiplikatoren statisch, läuft Preisentwicklung hinterher
- Keine ausreichende Berücksichtigung zukünftiger Entwicklung
- Vergleichbarkeit von Bewertungsobjekt und Referenzunternehmen?
- Individuelle Anpassung notwendig (angemessener Unternehmerlohn, nachhaltiger Umsatz etc.)

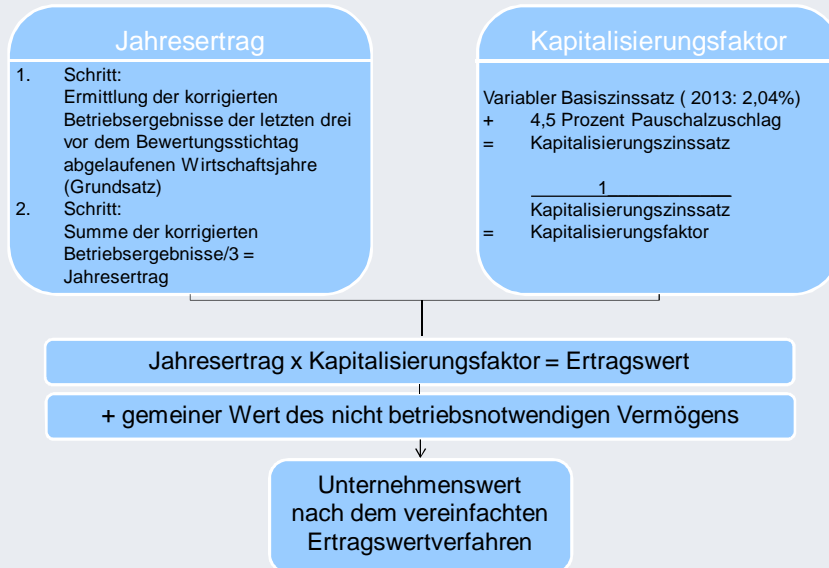


1. Einleitung/Grundlagen
2. Liquidationswert als Untergrenze
3. Multiplikatorverfahren
4. Vereinfachtes Ertragswertverfahren
5. Unternehmensbewertung nach IDW S1
6. Besonderheiten bei KMU
7. Fazit

**Die steuerliche Unternehmensbewertung für Zwecke der Erbschaft-/Schenkungsteuer sieht vor:**

- Bewertung von Unternehmen einheitlich für alle Rechtsformen
- Ableitung aus Verkäufen innerhalb eines Jahres vor der Übertragung.
- 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).

#### 4. Vereinfachtes Ertragswertverfahren



-19-

#### 4. Vereinfachtes Ertragswertverfahren

- Rechnerisch vergleichbar, aber konzeptionelle Unterschiede zu IDW S 1
- Mittelweg zwischen Einzelfallgerechtigkeit und pauschaler Typisierung

#### Wo wurden Vereinfachungen vorgenommen?

- Der voraussichtlich zukünftig nachhaltig zu erzielende Jahresertrag wird aus den in der Vergangenheit tatsächlich erzielten Jahreserträgen abgeleitet
- Basiszinssatz jeweils zu Jahresbeginn, von BMF fest vorgegeben, in 2013: 2,04 %
- Marktrisikoprämie mit 4,5 % pauschal berücksichtigt
- Kein unternehmensspezifisches Risiko enthalten

-20-

#### 4. Vereinfachtes Ertragswertverfahren

#### Ertragswert: Jahresertrag x Kapitalisierungsfaktor

250 T€ EBIT

./. 60 T€ Unternehmerlohn

./. 57 T€ Fiktiver Ertragsteueraufwand 30 %

= 113 T€ korrigiertes Betriebsergebnis

x 15,29 Kapitalisierungsfaktor

= 1.728 T€ Ertragswert

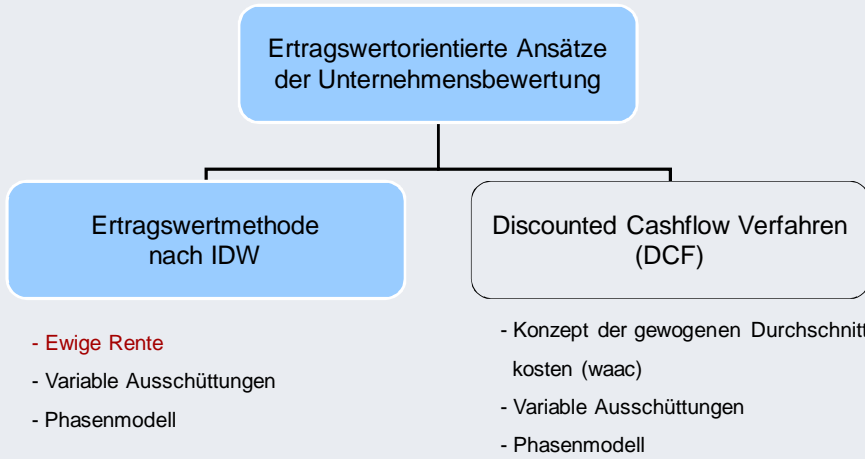
→ Regelmäßig viel **zu hohe** Bewertung.

Jahr	Basiszins-satz	Kapitalisierungs-zins	Kapitalisierungs-faktor	Ertragswert
2009	3,61%	8,11%	12,33	1.393 T€
2011	3,43%	7,93%	12,61	1.425 T€
2013	2,04%	6,54%	15,29	1.728 T€

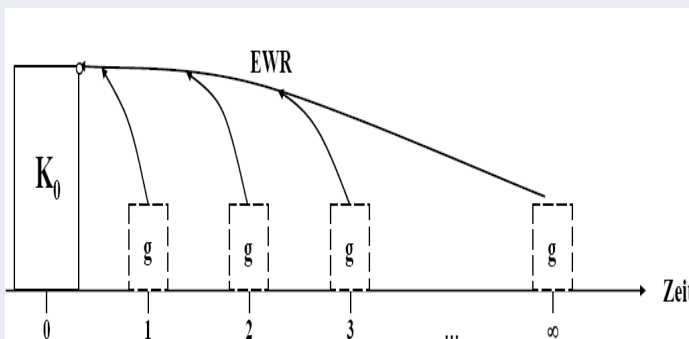
#### Themenübersicht

1. Einleitung/Grundlagen
2. Liquidationswert als Untergrenze
3. Multiplikatorverfahren
4. Vereinfachtes Ertragswertverfahren
- 5. Unternehmensbewertung nach IDW S1**
6. Besonderheiten bei KMU
7. Fazit

### Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren



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



**Bewerten heißt vergleichen!**

Prognose der finanziellen Überschüsse aus dem betriebsnotwendigen Vermögen erfordert:

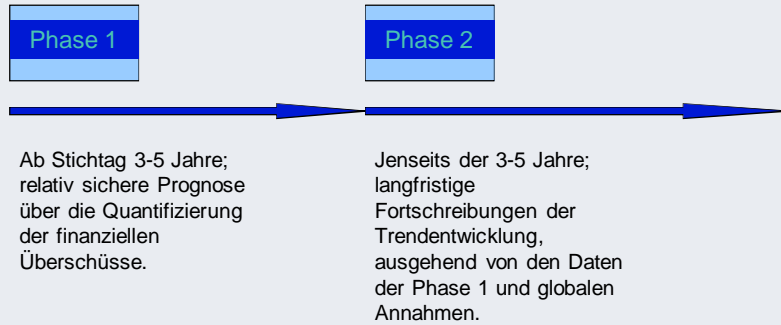
- Umfangreiche **Informationsbeschaffung** als Basis für vergangenheits-, stichtags- und zukunftsorientierte Unternehmensanalysen.
- Aufeinander abgestimmte **Planbilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen** sowie **Finanzplanungen**.
- Neben **unternehmensinternen** Informationsquellen (Planbilanzen, 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.

Bereinigung der **Vergangenheitserfolgsrechnung** als Grundlage der Unternehmensplanung

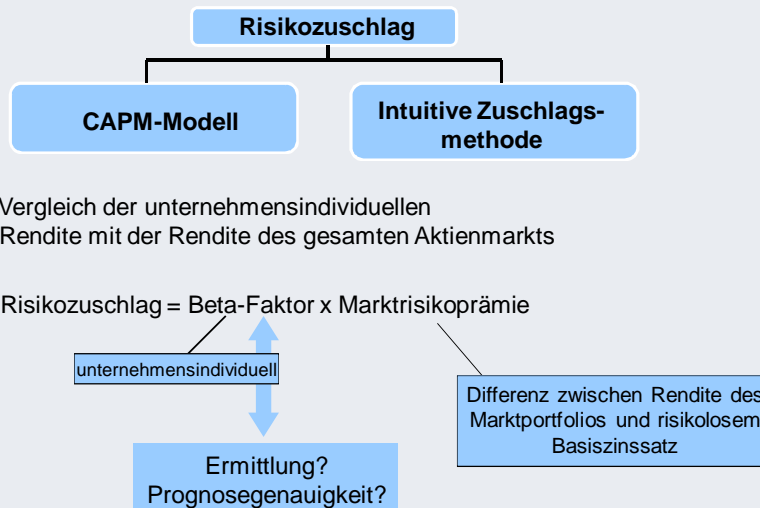
- Eliminierung der Aufwendungen und Erträge des **nicht betriebsnotwendigen** Vermögens.
- Bereinigung zur Ermittlung eines periodengerechten Erfolgsausweises (z. B. **periodengerechte** Bewertung **halbfertiger** Arbeiten zu anteiligen Erlösen).
- Bereinigung zum Ausgleich ausgeübter **Bilanzierungswahlrechte**.
- 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**.

### Kapitalisierung der künftigen finanziellen Überschüsse

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



### Kapitalisierung der Gewinne durch Abzinsung



### 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	2013-2016	ab 2017 ewige Rente
<b>Kapitalisierungszinssatz:</b>		
Risikoloser Zinssatz	2,40%	3,60%
Marktrisikoprämie	6,00%	6,00%
Beta	0,9	0,9
Kapitalisierungszins vor Steuern	7,80%	9,00%
Typisierte persönliche Ertragsteuer 26,37%	2,05%	2,37%
Wachstumsabschlag		1,00%
<b>Eigenkapitalkosten nach Steuern und Wachstumsabschlag</b>	<b>5,75%</b>	<b>5,63%</b>

### Kapitalisierung

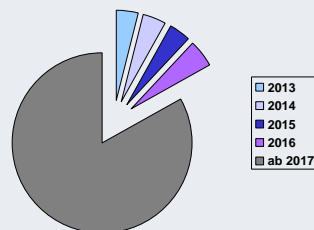
Fallstudie X-AG

X-AG, Titisee-Neustadt	2013 T €	2014 T €	2015 T €	2016 T €	ab 2017 T €
<b>Nettoausschüttung</b>	<b>8.000</b>	<b>9.000</b>	<b>10.000</b>	<b>11.000</b>	<b>12.000</b>
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
<b>Ertragswert zum 01.01.2013</b>	<b>194.029</b>				
Anteil des Ertragswerts	4%	4%	4%	5%	83%

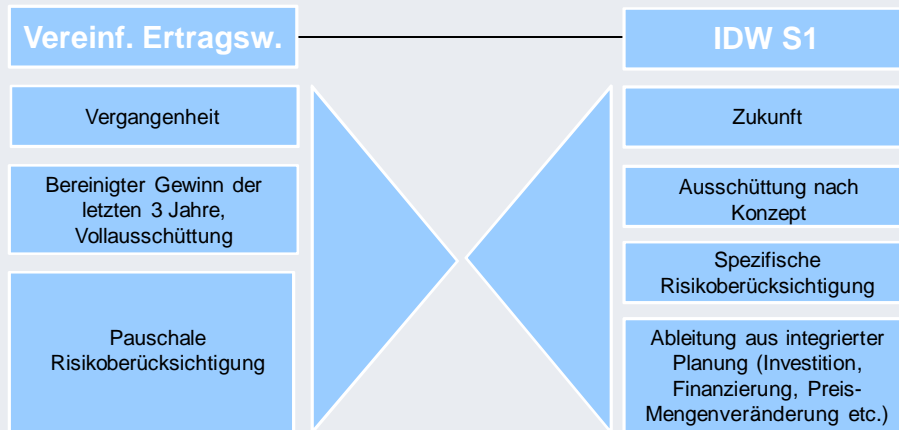
Eine geringfügige Veränderung der Nettoausschüttung oder des Kapitalisierungszinssatzes im Bereich der ewigen Rente führen zu deutlicher Veränderung des Ertragswerts

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

Bsp.2: Verringerung des Kapitalisierungszinssatzes **insgesamt** um 0,5 %-Punkte führt zu Erhöhung des Ertragswerts um 12 %.



### Konzeptionelle Unterschiede



### Vorteile

- Künftige Unternehmensentwicklung wird berücksichtigt
- In Deutschland weit verbreitet und anerkannte Methode
- Anlehnung an Investitionsrechnung und damit Sichtweise eines Investors
- Fortführungsprinzip wird berücksichtigt

### Nachteile

- Aufwendige Ermittlung
- Erklärungsbedürftig
- KMU sind nicht börsennotiert
- Ewige Rente hat großen Einfluss auf den Unternehmenswert



1. Einleitung/Grundlagen
2. Liquidationswert als Untergrenze
3. Multiplikatorverfahren
4. Vereinfachtes Ertragswertverfahren
5. Unternehmensbewertung nach IDW S1
6. Besonderheiten bei KMU
7. Fazit

**Personenbezug:**

- Meist ist Unternehmenseigner auch „Manager“, daher kommt der unternehmerischen Fähigkeit der **Eigner erhebliche Bedeutung** zu.
- Die Höhe der zukünftigen finanziellen Überschüsse hängt nicht zuletzt vom **persönlichen Engagement**, Kenntnissen, Fähigkeiten und Beziehungen des Unternehmenseigners zu Kunden, Lieferanten und Mitarbeitern ab.



Quelle: [www.engadget.com](http://www.engadget.com)

### Weitere Besonderheiten:

- Fiktiver Lohnaufwand für bislang unentgeltlich tätige Familienangehörige
- Abgrenzung von **betrieblicher und privater** Sphäre wichtig.
- Im **Privatvermögen** gehaltenes Anlagevermögen (z. B. Patente, Grundstücke) sind bei der Unternehmensbewertung zu erfassen.
- Größere **Unsicherheiten** in der Ertragsprognose, da von kleineren und mittleren Unternehmen oft **keine oder grobe Planungsrechnungen** erstellt werden. Stärkere Vergangenheitsanalyse des Wirtschaftsprüfer und Ableitung von Entwicklungslinien für Ertragsprognose notwendig, eventuell Szenarioanalyse.
- Wertabschläge für mangelnde Fungibilität?
- Bei ertragsschwachen Unternehmen sind **Zerschlagungskonzepte** im Einzelfall eine mögliche Handlungsalternative. Wird von einer **Fortführung** ausgegangen, so müssen die geplanten **Maßnahmen** auf Plausibilität und Realisierbarkeit untersucht werden.

- Multiplikatormodelle sind zu pauschal, sie ersetzen eine Unternehmensbewertung nach IDW S1 nicht.
- Strukturell hohe Bewertungen durch das vereinfachte Ertragswertverfahren.
- Für eine Bewertung nach IDW S1 ist eine sachgerechte Schätzung der Parameter elementar.
- Besonderheiten bei KMU sind zu berücksichtigen.
- „Kein Geld für Herzblut“

## Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

**Referent:**

Dr. Philipp Unkelbach  
Wirtschaftsprüfer  
Steuerberater

[ph.unkelbach@unkelbach-treuhand.de](mailto:ph.unkelbach@unkelbach-treuhand.de)  
[www.unkelbach-treuhand.de](http://www.unkelbach-treuhand.de)

**Unkelbach Treuhand GmbH**

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft  
Steuerberatungsgesellschaft  
Kaiser-Joseph-Str. 260  
79098 Freiburg  
Telefon 0761/385420  
Fax 0761/3854277  
e-mail: info@unkelbach-treuhand.de

Die Seminarinhalte dienen lediglich der unverbindlichen Information. Sie sind für die individuelle Beratung daher weder bestimmt, noch geeignet. Es wird keine Gewähr und somit auch keine Haftung für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der Inhalte und Darstellungen übernommen.

## Unsere Leistungen im Bereich der Unternehmensbewertung:

- ✓ 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](http://www.unkelbach-treuhand.de)

