

1. Einführung

1.1 Anlässe für eine Unternehmensbewertung

Ein Unternehmen stellt in der Regel einen erheblichen Wert dar und es gibt zahlreiche Anlässe, bei denen der tatsächliche Wert des Unternehmens festgestellt werden muss. Die Anlässe für die Bewertung von Unternehmen können sehr unterschiedlich sein, weswegen das Thema der Unternehmensbewertung diese unterschiedlichen Anlässe zu berücksichtigen hat.

In Betracht kommen insbesondere die Bewertung von Unternehmen oder Unternehmensanteilen aus folgenden Anlässen und zu folgenden Zwecken:

1.1.1 Bewertung durch den Unternehmer

Die häufigsten Anlässe zur Bewertung von Unternehmen kommen von dem Unternehmer bzw. den daran Beteiligten selbst. Der Unternehmer stellt sich insbesondere die nachfolgenden Fragen. Der typische Unternehmer für diese Fragen ist hier meist ein Klein- oder mittelständischer Unternehmer und das Unternehmen ist z.B. ein Einzelunternehmen, eine GmbH oder GmbH & Co. KG, oftmals auch als Familienunternehmen gestaltet oder ein partnerschaftlich geführtes Unternehmen.

- Zu welchem Preis lässt sich das Unternehmen verkaufen?
- Wie kann der Anteilswert am Unternehmen zur gerechten Aufteilung des Vermögens auf die Erben im Falle des Erbfalles oder einer vorweggenommenen Erbfolge durch Schenkungen angesetzt werden?
- Welcher Wert des Unternehmens kann im Rahmen eines Kreditantrags eines Gesellschafters angeben werden?
- Zu welchem Preis können Anteile am Unternehmen an Investoren angeboten werden, die sich am Unternehmen beteiligen möchten?
- Nach welchem Schlüssel kann die Realteilung des Unternehmens zwischen den Gesellschaftern durchgeführt werden?
- Wie bemessen sich die angemessenen Anteilsverhältnisse an einem durch Fusion mit diesem Unternehmen entstehendem Gesamtunternehmen?
- Welche Ansprüche hat der Ehepartner des Unternehmers im Rahmen des Zugewinnausgleichs bei der Scheidung seiner Ehe?
- Wie hoch sind Schadenersatzansprüche gegen Dritte wegen Verletzung oder Zerstörung des Unternehmens?

- Wie hoch ist das Abfindungsguthaben eines Gesellschafters bei Ausschluss oder sonstigem Ausscheiden aus der Gesellschaft?
- Zu welchem Wert können die Beteiligungen an dem Unternehmen in der Bilanz des Gesellschafters angesetzt werden?
- Wie errechnet das Finanzamt den Unternehmenswert des Unternehmens?
- Wie wirken sich steuerliche Gestaltungsmöglichkeiten auf die Höhe des Unternehmenswertes aus, um gegebenenfalls zur Vorbereitung einer Unternehmensnachfolge andere steuer- und gesellschaftsrechtliche Organisationsformen zu wählen?
- Wie kann der Wert des Unternehmens an das Konzept der Nachfolge angepasst werden, um so den Wert des Unternehmens zu steigern, z.B. im Falle des beabsichtigten Verkaufs des Unternehmens, oder ihn zur Vermeidung von Steuerzahlungen zu senken, z.B. im Falle der Schenkung an Abkömmlinge?
- Welche Faktoren beeinflussen in welcher Weise den Wert des Unternehmens?
- Wie wirken sich außergewöhnliche Umstände auf den Wert des Unternehmens aus?

1.1.2 Bewertung durch einen Kaufinteressenten

Der Kaufinteressent eines Unternehmens ist daran interessiert zu wissen, welchen Wert das Unternehmen hat, das er kaufen möchte und wie er argumentieren kann, dass er den vom Verkäufer vorgegebenen Verkaufspreis für zu hoch hält. Er will erkennen, wo die Schwachpunkte bei der Unternehmensbewertung durch den Verkäufer liegen, um so seine Verhandlungsposition zu verbessern. Er berechnet den Wert des Unternehmens nach den einzelnen Bewertungsverfahren und argumentiert mit dem Verfahren, das den niedrigsten Wert ermittelt.

1.1.3 Bewertung durch Erben

Gehört zur Erbmasse ein Unternehmen sind durch die Unternehmensbewertung die Ansprüche der einzelnen Erben im Rahmen der Auseinandersetzung oder die Ansprüche der Pflichtteilsberechtigten festzustellen. Es stellt sich die Frage, wie hoch der Zahlungsanspruch des Pflichtteilberechtigten ist oder nach welchem Verhältnis die einzelnen Erben am Unternehmen beteiligt sind, insbesondere, wenn die einzelnen Vermögenswerte, wie z.B. Immobilien, Wertpapiere und Unternehmen unterschiedlich verteilt werden. Meist wird der Wert nach dem Ertragswert- oder DCF-Verfahren ermittelt.

1.1.4 Bewertung durch das Finanzamt

Das Finanzamt benötigt den Wert eines Unternehmens insbesondere bei steuerrelevanten Veräußerungen, beispielsweise zur Errechnung eines zu versteuernden Veräußerungsgewinns oder zur Berechnung von Erbschafts- oder Schenkungssteuern. Oder das Finanzamt benötigt den Wert einer Familienpersonengesellschaft zur Prüfung der Frage, ob eine Gewinnverteilungsabrede bei Schenkung eines Gesellschaftsanteils steuerlich anzuerkennen ist. Denn eine steuerliche Anerkennung findet nur statt, wenn die durchschnittliche Rendite nicht mehr als 15 % des tatsächlichen Werts der Beteiligung des beschenkten, nicht mitarbeitenden Familienmitglieds beträgt.

1.1.5 Bewertung durch einen Investmentbanker

Der Investmentbanker ist daran interessiert, schnell und zielsicher eine Formel anwenden zu können, mit der er die Größenordnung des Werts eines Unternehmens einschätzen und so schnell entscheiden kann, ob er dem Kauf oder Verkauf von Unternehmensanteilen an diesem Unternehmen nähertreten soll.

1.1.6 Bewertung durch einen vom Gericht beauftragten Sachverständigen

Das Gericht ist oftmals angerufen, um über die Höhe von Ansprüchen zu entscheiden, die sich aus dem tatsächlichen oder vereinbarten Wert von Unternehmensbeteiligungen errechnen und beauftragt hierzu einen Sachverständigen zur Feststellung des maßgeblichen Wertes.

1.2 Überblick über die Methoden der Wertermittlung

In allen Fällen stellt sich die Frage, wie der Wert des Unternehmens ermittelt wird, welche Ermittlungsmethoden vorhanden sind, wie sie sich gegenseitig abgrenzen und auf welche Daten es jeweils ankommt. Für die Bewertung eines Unternehmens oder eines Anteils daran gibt es unterschiedliche Methoden.

2. Ermittlung der Ertragspotenziale des Unternehmens

Die Bestimmung des Unternehmenswerts ist nicht in erster Linie eine Rechenaufgabe, sondern die Darstellung und Begründung, warum der künftige Nutzen des Unternehmens in der angesetzten:

- Höhe,
- Dauer und
- Sicherheit

eintreten soll. Je plausibler die Begründung ist, dass die angesetzten Zahlen eintreten werden, desto sicherer ist die Richtigkeit des ermittelten Unternehmenswerts. Deshalb muss sich der Schwerpunkt einer Unternehmensbewertung auf die Begründung konzentrieren, warum die angesetzten Zahlen realistisch sind und nicht von Wunschdenken und Schönfärberei geprägt sind.

2.1 Vergangenheitsanalyse

Um die Höhe des künftigen Nutzens des Unternehmens, insbesondere seiner künftigen Ein- und Auszahlungen bemessen und den Grad der Sicherheit für die Erzielung dieses künftigen Nutzens bewerten zu können sind insbesondere auf der Grundlage der Ereignisse und Entwicklungen in der Vergangenheit die vorhandenen Ertragspotenziale des Unternehmens zu ermitteln und in der Ausarbeitung zur Unternehmensbewertung detailliert darzustellen. Je sorgfältiger der stabile Trend in der Vergangenheit und die Ertragspotenziale des Unternehmens in der Gegenwart herausgearbeitet werden, desto überzeugender wird die Prognose der künftigen Erträge sein. Die Gefahr von Spekulationen und Beschönigungen kann so reduziert werden.

Je kürzer die Vergangenheitszeiträume sind, die zur Grundlage der Analyse der bisherigen Unternehmensentwicklung gemacht werden, desto unschärfer wird die Aussage über die Situation des Unternehmens, weil Zufallsergebnisse und kurzfristige Trendveränderungen in der Vergangenheit zu sehr als langfristige „Wahrheit“ interpretiert werden.

Eine besondere Sorgfalt verlangt die Korrektur von Werten, wie z.B. das Herauslösen nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Hier sind auch alle Folgen zu eliminieren, die in Zusammenhang mit dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen standen. Besonders schwierig ist die Korrektur der Vergangenheitswerte, wenn ein Unternehmen aus einem Konzernverbund herausgelöst werden soll, um nach dem Verkauf als

eigenständiges Unternehmen weiter zu existieren. Hier werden viele Kunden und andere Ressourcen dem Unternehmen nicht mehr zur Verfügung stehen. Andererseits ist das Unternehmen freier in der Entscheidung über ihre Ziele und Wege der Unternehmensstrategie.

Zur Darstellung und Bewertung der Historie gehören mindestens insbesondere:

- die Entwicklung des Unternehmens innerhalb der letzten drei Jahre,
- das Zahlungsverhalten innerhalb der letzten drei Jahre,
- das Finanzierungsverhalten innerhalb der letzten drei Jahre und vor allem die
- langfristige Unternehmensentwicklung.

Insbesondere gehört hierzu die Darstellung der Stärken und Schwächen des Unternehmens im Rahmen einer SWOT-Analyse. Die SWOT-Analyse ist Teil einer strategischen Analyse. Sie verknüpft die Stärken-Schwächen-Analyse der externen Umwelt mit der Stärken-Schwächen-Analyse der internen Potenziale. SWOT steht für Strengths-Weakness-Opportunities-Threats.

Die SWOT-Analyse nimmt daher zwei Perspektiven ein, nämlich einerseits die Perspektive des Unternehmens von außen und andererseits die Perspektive des Unternehmens von innen. In beiden Fällen werden die Stärken und Schwächen festgestellt und analysiert. Beides wird verglichen und der Vergleich verdeutlicht, welche Chancen und Risiken das Unternehmen hat.

Die SWOT-Analyse ist auf jeden Teil des Unternehmens gesondert anzuwenden, so insbesondere auf:

- die Märkte,
- die Produkte und Dienstleistungen,
- die Absatzwege und das Marketing,
- die gewerblichen Schutzrechte,
- die technische Ausstattung,
- die Geschäftsstrategien,
- die Vermögenslage,
- die Ertragslage,
- die Liquiditätslage.

Als Grundlage der Prognose der künftigen Erträge des Unternehmens sind daher die Stärken und Schwächen des Unternehmens zu beschreiben. Im Hinblick auf die Stärken ist zu beschreiben, was getan wurde und wird, um diese Stärken weiterhin aufrechtzuerhalten und gegen die Konkurrenz zu schützen. Im Hinblick auf die

Schwächen ist zu beschreiben, was getan wurde und wird, um diese Schwächen zu beheben und in welchem Zeitraum dies geschehen sein wird.

2.2 Analyse der gegenwärtigen Situation

Aus der Entwicklung in der Vergangenheit ist die gegenwärtige Situation zu analysieren, um die prognostizierte Ertragsentwicklung plausibel machen zu können. Das Unternehmen ist damit einem Generalcheck zu unterziehen und alle Parameter der Unternehmensentwicklung sind zu hinterfragen. Erst aufgrund des Generalchecks kann dann eine Aussage getroffen werden:

- welche Erfolgspotenziale der Vergangenheit sich in der Zukunft fortsetzen werden
- welche Chancen einer Ertragserhöhung aus welchen Gründen bestehen,
- welche Risiken einer Ertragserhöhung aus welchen Gründen bestehen,
- wie sicher die künftigen Ansätze sind,
- welche Potenziale zur Ertragssteigerung und/oder Kostenreduzierung bestehen und
- welche Maßnahmen bei welchen Kosten notwendig sind, um die Potenziale zur Ertragssteigerung und/oder Kostenreduzierung zu schöpfen.

Insbesondere folgende Themenbereiche sind bei dem Generalcheck zu erfassen und zu untersuchen:

- Vision des Unternehmens,
- Unternehmensstrategie,
- Standort, insbesondere die Standortvorteile und die noch nicht ausgeschöpften Standortvorteile,
- Branche, insbesondere die Aussichten und Branchenwachstum, die Abhängigkeit zu anderen Branchen, die Position innerhalb dieser Branche, die Eintrittsbarrieren, das Potenzial zur Erhöhung der Marktanteile, die Wettbewerbsintensität und die Margen,
- Produkte, Dienstleistungen, Positionierung und Kernkompetenzen,
- die Kundenstruktur, insbesondere die Zusammensetzung der Kunden, die Abhängigkeit von bestimmten Kunden und die Zahlungsmoral der Kunden,
- die Vermögens- und Ertragslage, insbesondere die Eigenkapitalquote, die Gesamtkapitalrendite, das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit, der Vorsteuergewinn, die Umsatzrendite, die stillen Reserven, die Struktur des Anlagevermögens und die Investitionsplanung,

5. Ertragswertverfahren (Grundmodell, einfache)

5.1 Beispiel: Verkauf eines konservativ geführten Unternehmens

Mit dem nachfolgenden Beispiel wird ein einfaches Grundmodell für die Berechnung des Werts eines Unternehmens dargestellt. In vielen Fällen reicht die Wertermittlung auf der Grundlage dieser Berechnungsvorlage aus, insbesondere, wenn die Bewertung in Kombination mit dem Multiplikator-Verfahren erfolgt (näher s. Kap. 10). Innerhalb des Rahmens des Multiplikator-Verfahrens lässt sich dann der Unternehmenswert mit dieser Methode der Unternehmenswertermittlung einigermaßen konkret positionieren und hat durch die Kombination mit dem Multiplikator-Verfahren immer noch den Bezug zum aktuellen Marktniveau, also zu den zum Zeitpunkt der Unternehmenswertermittlung maßgeblichen Werten für Unternehmensverkäufe im Markt.

Folgende Aspekte sind bestimmd für dieses Grundmodell:

5.1.1 Zuverlässigkeit der Vergangenheitsdaten

Das Beispiel der Unternehmenswertberechnung erfolgt hier zum Zwecke des Verkaufs aus Altersgründen. Das Unternehmen besteht seit 40 Jahren und verfügt über sehr viele Verlagsprodukte. Es ist ein Verlagsunternehmen für den Bereich der alternativen Gesundheit. Der bisherige Inhaber des Unternehmens hat dieses sehr konservativ geführt. Besonderheiten liegen nicht vor.

Dieses Beispiel wird deshalb gewählt, weil ein konservativ geführtes Unternehmen, das langjährig Bestand hat und in einer alteingesessenen Branche tätig ist und aus Altersgründen verkauft wird, auf eine langjährige Unternehmensentwicklung zurückblicken kann, so dass mit einiger Sicherheit der prognostizierte Zukunftsertrag ermittelt werden kann.

5.1.2 Risiko vermeidende Unternehmensführung

Ferner vermeidet eine konservative Unternehmensführung weitgehend Risiken, so dass auch die Risikobewertung eher einfacher und sicherer ist. So hat das Unternehmen einen Stamm von „eingeschworenen“ Kunden, die in der Regel Neuerscheinungen kaufen. Die Ertragsrisiken sind gering, weil das Sortiment sehr groß und der Kundenstamm sehr treu ist. Die Verlagsprodukte werfen in der Regel einen mittleren bis guten Ertrag ab. Nur wenige Produkte sind Ausreißer nach oben oder unten.

Damit ist die Unternehmensentwicklung in der Vergangenheit sehr konstant gewesen. Es gab kaum Schwankungen bei den Erträgen, so dass auch in Zukunft davon ausgegangen werden kann, dass diese Erträge vom neuen Inhaber weiter erzielt werden können. Risikoabschläge sind daher, wenn überhaupt, nicht das vorrangige Thema bei dieser Unternehmensbewertung.

Die Erträge der Vergangenheit können bei dieser Ausgangslage im Trend auch in Zukunft ohne Änderungen angesetzt werden. Es ist nicht ersichtlich, was den Trend ändern könnte.

5.1.3 Keine Übertragungsverluste bei Austausch des Unternehmers

Besondere Bedeutung hat bei der Unternehmensbewertung, wenn sie mit dem Austausch des Unternehmers einhergeht, die Frage, inwieweit die Erfolgsparameter der Vergangenheit unter der bisherigen Unternehmensführung personifiziert sind, inwieweit sie also an der Person des Unternehmensführers und weniger am Unternehmen hängen. Je mehr die Erfolgspotenziale personifiziert sind, desto höher müssen Abschläge bei der Annahme des unter der neuen Unternehmensführung erzielbaren Ertrags erfolgen. Die Frage der Übertragbarkeit der Erfolgspotenziale des Verkäuferunternehmens ist oftmals vor allem bei kleineren und mittleren Unternehmen sehr schwierig zu beantworten. So ist z.B. beim Verkauf einer Anwaltskanzlei mit dem Schwerpunkt Wirtschaftsrecht der bisherige Ertrag meist nur in geringem Maße auf den Käufer übertragbar, weil die Mandanten voraussichtlich in hohem Maße den Anwalt wechseln, wenn es zu einer Übertragung der Anwaltskanzlei auf einen Nachfolger kommt. War die Anwaltskanzlei jedoch mehr im täglichen Massengeschäft tätig, z.B. als Spezialkanzlei für Verkehrsrecht, dann ist die Personifizierung des Umsatzes geringer.

Deshalb geht hier der Ausgangsfall für die Unternehmensbewertung von einer vollen Übertragung der Erfolgspotenziale des Verkäuferunternehmens aus. Die wenigen Mitarbeiter des Unternehmens sind gut eingespielt und werden im Unternehmen auch beim Wechsel des Unternehmers weiterarbeiten. Besonderes Know-how ist nicht notwendig, denn das Unternehmen lebt von der Größe des Sortiments und seiner Bekanntheit im Markt. Wichtig ist nur, dass man die Philosophie der Leser, die Aufklärungen und Tipps zum Thema alternative Gesundheit erwarten, versteht. Aber der interessierte Käufer des Unternehmens kommt aus diesem Bereich und bringt eine erhebliche Erfahrung mit, wenngleich er noch wesentlich jünger ist, als der Verkäufer.

5.1.4 Einfache steuerliche Situation

Das zu bewertende Unternehmen ist ein Einzelunternehmen. Damit werden steuerliche Besonderheiten bei der Verwendung von Körperschaften als Rechtsform für Unternehmen vermieden. Insbesondere kommt es nicht auf die Besonderheiten des Teileinkünfteverfahrens an. Allerdings sind bei der Ermittlung des durch das Unternehmen generierten Ertrags die üblichen Kosten für einen Geschäftsführer kalkulatorisch zu berücksichtigen, denn beim Einzelunternehmen entstehen solche Kosten nicht, weil der gesamte Erfolg dem Unternehmer für seine unternehmerische Tätigkeit zusteht.

5.1.5 Eigenkapitalfinanzierung durch den Käufer

Auch die Finanzierungsstruktur des Unternehmens, insbesondere, in welchem Maße das Unternehmen mit Fremdkapital finanziert ist, stellt für seinen Wert einen erheblichen Faktor dar. Deshalb wurde in dem Grundmodell eine einfache Finanzierungsstruktur gewählt. Der interessierte Käufer des Unternehmens hat eine gute Erbschaft gemacht und möchte das ererbte Vermögen nicht in Wertpapieren anlegen, sondern sich ein Unternehmen kaufen, das ihm für seine Arbeitskraft einen angemessenen Verdienst und für das eingesetzte Kapital eine angemessene Rendite ermöglicht.

5.1.6 Die Daten für die Unternehmenswertermittlung

Die Bewertung geht von verfügbaren Ertragsüberschüssen im Jahr 1 von 100.000 € aus. Für das Jahr 2 wird eine Steigerung auf 105.000 € und für die Jahre 3 und 4 auf jeweils 110.000 € erwartet. Für die Jahre 5 und 6 werden verfügbare Ertragsüberschüsse von 120.000 € prognostiziert. Ab dem Jahr 7 wird dann mit einem dauerhaften Ertrag von 130.000 € gerechnet. Diese Werte sind vor Zinsen gerechnet, weil der Käufer alle Verbindlichkeiten unter Anrechnung auf den Kaufpreis aus seiner Erbschaft tilgen möchte. Ferner rechnet er vor Ertragssteuern und bemisst den Kapitalisierungszinssatz deshalb auch vor Steuern. Und schließlich ist bei der Bemessung der verfügbaren Ertragsüberschüsse kalkulatorisch auch der Aufwand für die Geschäftsführung berücksichtigt, so dass die anzusetzenden Ertragsüberschüsse ausschließlich kapitalbezogen sind.

Für sein eingesetztes Kapital zur Finanzierung des Unternehmenskaufs verspricht sich der Käufer eine angemessene Rendite. Eine hohe Rendite auf dem Kapitalmarkt ist derzeit nicht erreichbar. Die Renditen von sicheren Anleihen sind dabei besonders gering. Die Kapitalanlage in Aktien entspricht nicht dem Naturell des Käufers, weil er

hier keine Möglichkeit hat, die Geschicke des Unternehmens zu steuern. Zudem sucht er nicht nur eine Kapitalanlage, sondern auch die Möglichkeit einer Mitarbeit in einer Branche, in der er sich nicht nur auskennt, sondern die ihm auch noch Spaß macht und Lebensfreude vermittelt. Deshalb ist er mit einer Rendite für sein Kapital von 7 % zufrieden, weil das unternehmerische Engagement nicht sonderlich riskant ist und er zudem das Maß des Risikos weitgehend durch seine Mitarbeit steuern kann.

Auf der Grundlage der zukünftig zu erwartenden und moderat steigenden Erträge wird der Wert des Unternehmens mit 1,76 Mio € errechnet, den er bereit ist, dem Verkäufer zu zahlen. Die Ansätze für die Wertermittlung sind wie nachstehend. Die Summe der Barwerte ergeben den Unternehmenswert.

Unternehmenswertermittlung zum 01.01.01						
	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6
Verfügbare Ertragsüber- schüsse der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit vor Ertrag- steuern und Zinsen	100.000 €	105.000 €	110.000 €	110.000 €	120.000 €	120.000 €
Kapitalisierungszinsfuß in %	7,00					14,28571
Faktor ewige Rente						
abzuzusende Perioden	1	2	3	4	5	6
Barwertfaktor	0,93458	0,87344	0,81630	0,76290	0,71299	0,66634
Barwert	93.458 €	91.711 €	89.793 €	83.918 €	85.558 €	79.961 €
Summe der Barwerte	1.761.892 €					