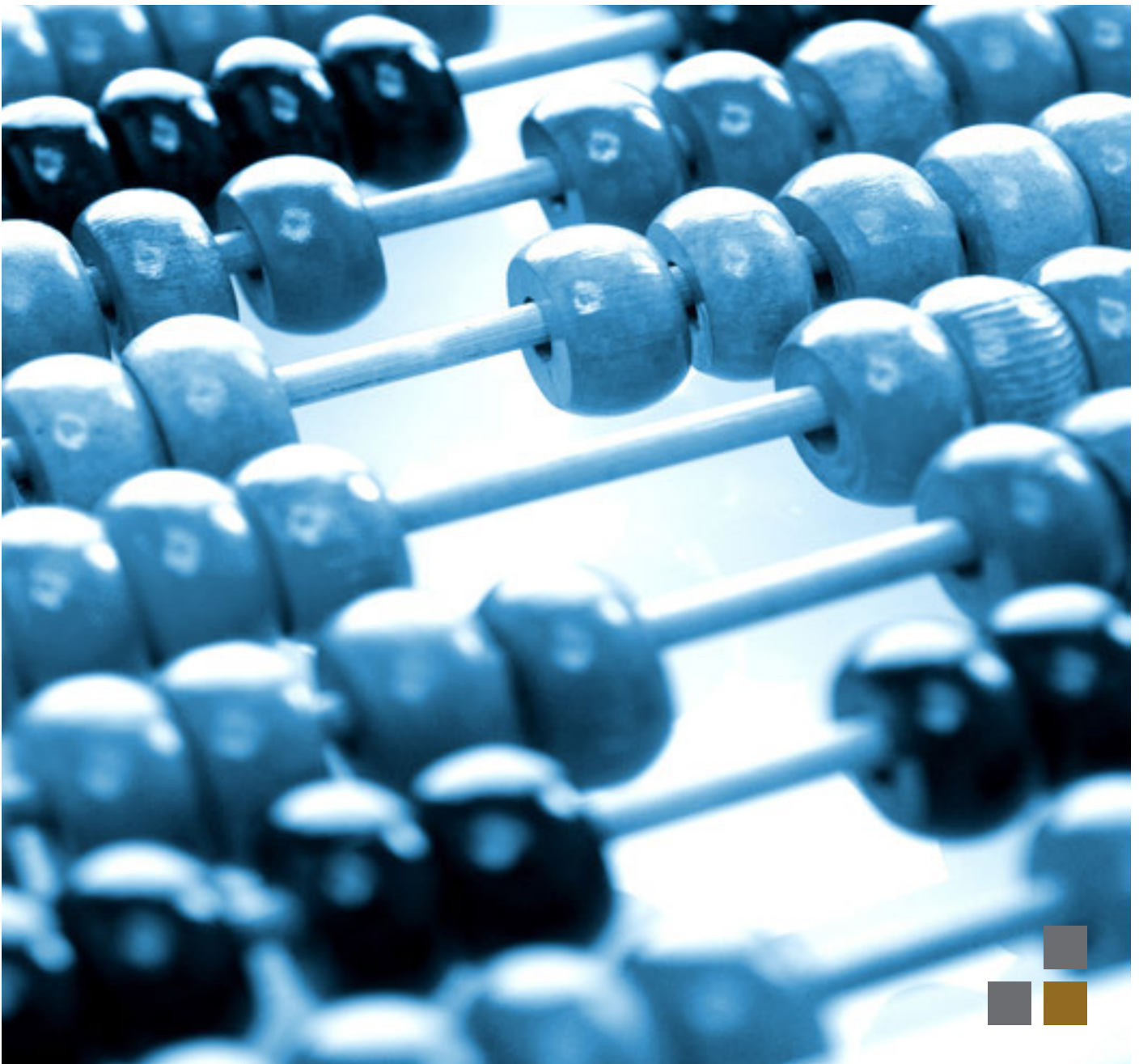


Hochwertig.  
Bewertung von Unternehmen



Der Wert des Unternehmens erfordert abseits des Tagesgeschäfts die volle Aufmerksamkeit des Unternehmers. Besonders für kleinere und mittelständische Unternehmen, die nicht an nationalen oder internationalen Börsen notiert sind, (KMU) ist die Unternehmensbewertung eine komplexe Aufgabe. Die vorliegende Broschüre soll Ihnen einen ersten Einblick von den Grundzügen der Unternehmensbewertung geben.



**Prof. Dr. Bernd Wassermann**

Wirtschaftsprüfer und Steuerberater

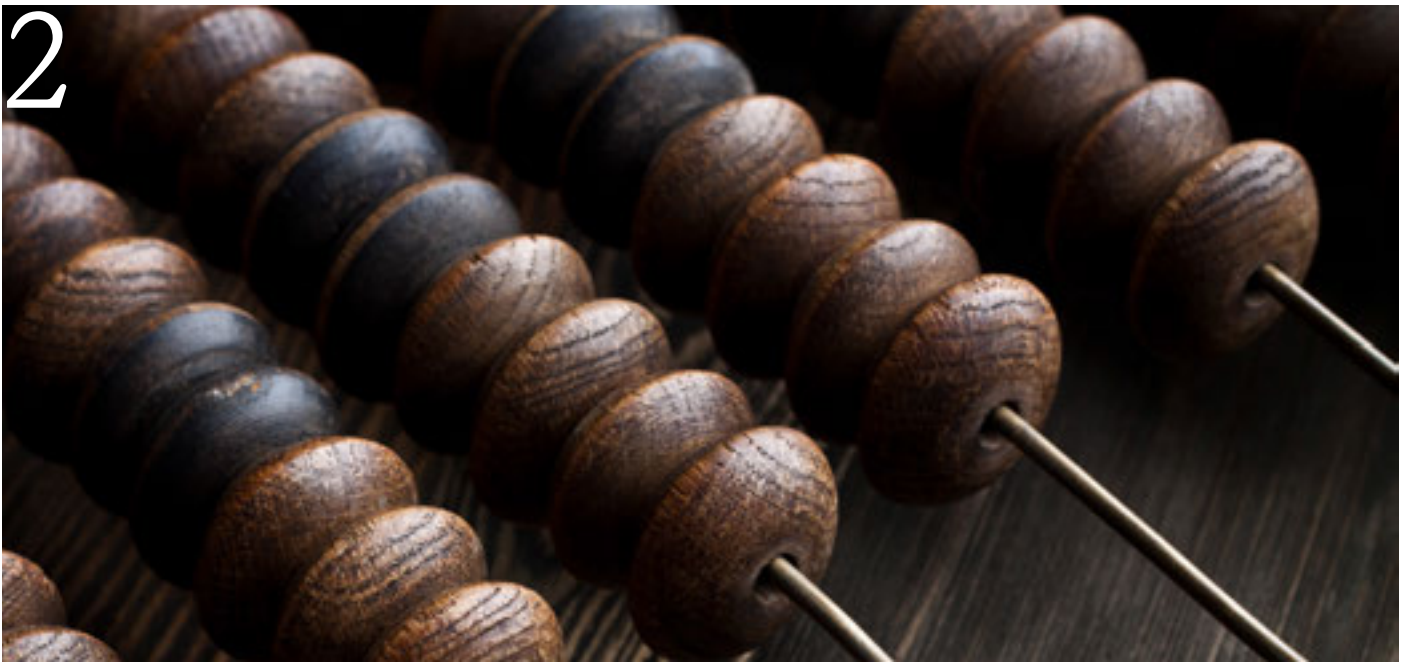


## Inhalt:

1. Anlässe einer Unternehmensbewertung	2
2. Ablauf einer Unternehmenstransaktion	2
3. Rahmenbedingungen	4
4. Funktionen des Bewerter / Wertkategorien	4
5. Bewertungsverfahren	6
6. Discounted-Cashflow-Verfahren	8
7. Vereinfachte Multiplikator Bewertung	12
8. Steuerliche Bewertung	13
9. Benötigte Unterlagen	15
10. Besonderheiten für mittelständische Unternehmen (KMU)	16
11. Fairness Opinion	17
12. Honorar	18
13. Ansprechpartner	19



# 2



## 1. Anlässe einer Unternehmensbewertung

Die Anlässe für eine Unternehmensbewertung sind nicht regelmäßig wiederkehrend sondern ergeben sich aus besonderen Situationen.

Hierzu gehören:

- Kauf und Verkauf von Unternehmen;
- Steuerliche Bewertung;
- Aufnahme von Gesellschaftern;
- Ausscheiden von Gesellschaftern;
- Aufnahme von Beteiligungskapital;
- Erbrechtliche Nachfolge.

## 2. Ablauf einer Unternehmenstransaktion

Eine Unternehmensbewertung stellt einen integralen Bestandteil im Unterneh-

menstransaktionsprozess dar. Dieser gestaltet sich typischerweise wie folgt:



Die **Vorbereitungsphase** beginnt mit der Entscheidung, ein Unternehmen zu erwerben bzw. zu veräußern. Ist diese Entscheidung gefallen, gilt es einen oder mehrere potentielle Käufer bzw. Transaktionsobjekte zu finden. Hierbei können z.B. professionelle M&A-Berater, mit denen wir in ständigem Austausch stehen, behilflich sein. Sobald ein Käufer

bzw. Transaktionsobjekt gefunden ist, werden mit den potentiellen Vertragspartnern erste schriftliche Vereinbarungen (z.B. Absichtserklärungen (**Letter of Intent**) oder Vertraulichkeitsvereinbarung (**Non-Disclosure-Agreement**)) geschlossen. In dieser Phase unterstützen Sie unsere transaktionserfahrenen Rechtsanwälte gerne.



Die **Bewertungsphase** beginnt in der Regel mit einer sog. **Due-Diligence**. Bei einer Due-Diligence handelt es sich um eine intensive, kritische und ganzheitliche Analyse und Bewertung eines Zielunternehmens im Vorfeld einer Unternehmenstransaktion mit dem Ziel, **kritische Erfolgsfaktoren**, die zu einer Wertsteigerung der Transaktion führen können, zu ermitteln. Gleichzeitig dient die Due Diligence dazu, rechtliche, steuerliche oder finanzielle Risiken eines Zielunternehmens zu erkennen und aufzuzeigen. Eine Due Diligence kann folgende Bereiche umfassen:

- Financial Due-Diligence,
- Legal Due Diligence,
- Tax Due Diligence,
- Commercial Due Diligence,
- Environmental Due Diligence.

Auch bei der Begleitung / Durchführung von Due Diligences können unsere Spezialisten zu Rate gezogen werden.

Im Anschluss an die Due-Diligence-Prüfung erfolgt die eigentliche Unternehmenswertermittlung, die im Folgenden näher beschrieben wird.

Im Rahmen der **Verhandlungsphase** gilt es, die (Wert-)Vorstellungen der Parteien zusammenzubringen und einen Kaufpreis zu vereinbaren. Anschließend werden die genauen Modalitäten der Transaktion in einem Kaufvertrag fixiert. Neben dem Kaufpreis werden im Kaufvertrag u.a. der Übergabezeitpunkt, die Kaufpreismodalitäten (**Earn-Out-Klauseln**) sowie die **Gewährleistungs- und Garantiezusagen** vereinbart. Auch in dieser Phase kann Rötthege | Wassermann auf eine umfangreiche Expertise zurückgreifen. Gleiches gilt für die steuerliche Betreuung des Verkäufers.

Aufgabe im Rahmen der **Integrationsphase** ist es, sicher zu stellen, dass die geplanten Potentiale bzw. Synergien aus Käufersicht realisiert werden.





### 3. Rahmenbedingungen

Das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IdW) hat in seinem Prüfungsstandard S1 die betriebswirtschaftlichen Grundsätze für Unternehmensbewertungen zusammengefasst.

Wirtschaftsprüfer sind hieran gehalten. Bei den deutschen Gerichten ist dieser Standard mittlerweile anerkannt.

### 4. Funktionen des Bewerter / Wertkategorien

Unternehmenswerte sind davon abhängig, welche Funktion der Bewertende auftragsgemäß einnehmen soll. In diesem Zusammenhang sind folgende Funktionen zu unterscheiden:

- **Neutraler Gutachter,**
- **Berater,**
- **Schiedsgutachter.**

In der Funktion des neutralen Gutachters ermittelt der Bewertende einen sog. **objektivierten Unternehmenswert**. Ein objektivierter Unternehmenswert ist grundsätzlich von den individuellen Wertvorstellungen der Parteien unabhängig und kann Anhaltspunkte für eine Preisfindung vermitteln.

Als Berater ermittelt der Bewertende einen sog. **subjektiven Unternehmens-/Entscheidungswert**. Dieser gibt an, was unter Berücksichtigung der vorhandenen individuellen Möglichkeiten und Planungen ein Verkäufer mindestens verlangen muss (**Preisuntergrenze**) bzw. Käufer höchstens zahlen darf (**Preisobergrenze**), um seine ökonomische Situation durch eine Transaktion nicht zu verschlechtern.

Der Schiedsgutachter ermittelt einen sog. Schiedswert als einen unter Berücksichtigung der verschiedenen subjektiven Wertvorstellungen der Parteien ermittelten **Einigungswert**.



In Abhängigkeit von der Funktion des Bewerters bzw. der zu ermittelnden Wertkategorie sind die einzelnen Bewertungsparameter entsprechend nachfolgender Übersicht unterschiedlich zu wählen:

Merkmal	Funktion	
	Berater (Entscheidungswert)	Neutraler Gutachter (objektivierter Wert)
Ausschüttung	individuell	pauschalisiert
Management-Faktoren	individuell	typisiert
Maßnahmen	eingeleitete und geplante	nur eingeleitete
Synergien	echte und unechte	nur unechte
Steuern	individuell	typisiert

In dem standardmäßig erstellten Auftragsbestätigungsschreiben sind die Funktion des Bewertenden bzw. die zu ermittelnde Wertkategorie als auch der Bewertungsstichtag zwischen Auftraggeber und Bewertendem schriftlich zu vereinbaren.



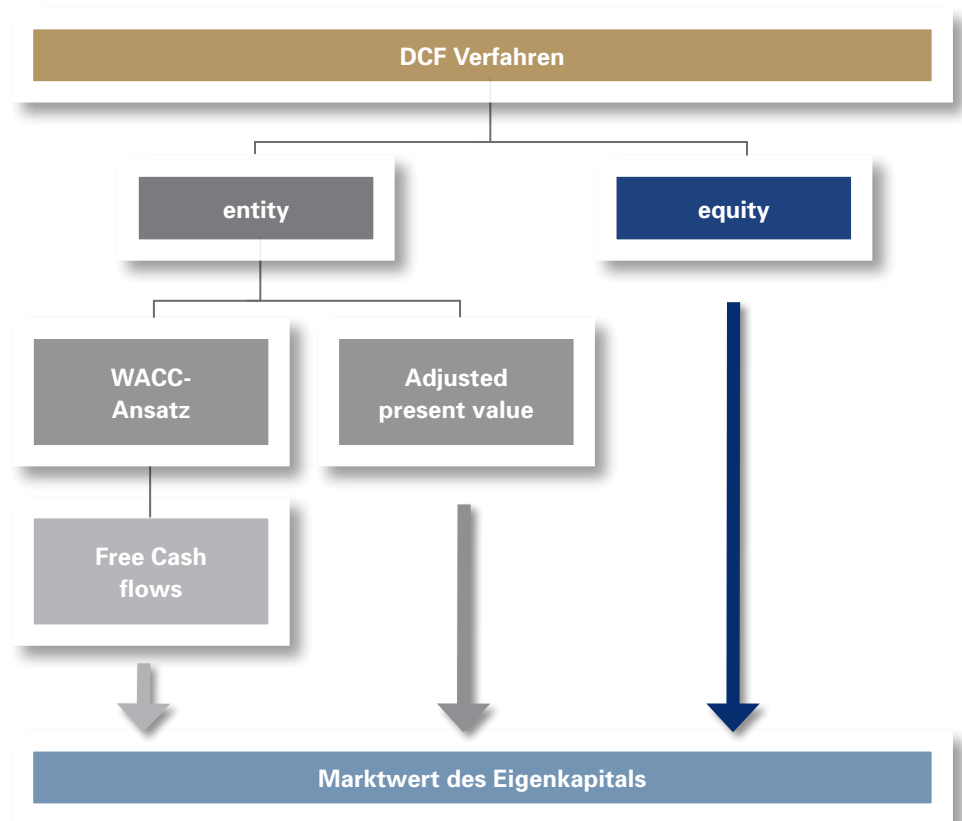


## 5. Bewertungsverfahren

Die Wertableitung aus künftigen Erfolgen hat sich als allgemein anerkannte Methodik zur Ableitung von Unternehmenswerten etabliert. Dabei spielt neben dem Ertragswertverfahren das **Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren)** inzwischen eine dominante Rolle. Dieses Verfahren wird mittlerweile auch in der

Rechtsprechung der Zivilgerichte anerkannt.

Je nachdem, ob der Unternehmenswert (Marktwert des Eigenkapitals) direkt oder indirekt ermittelt wird, werden folgende Varianten innerhalb der DCF-Verfahren unterschieden:

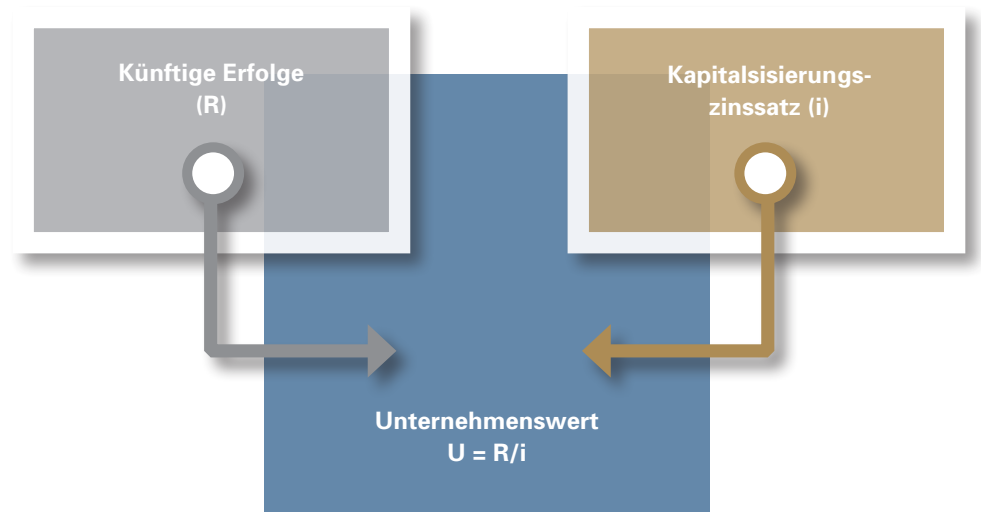






Unabhängig davon, ob das Ertragswertverfahren oder welche Variante des DCF-Verfahrens verwendet wird, vollzieht sich

die Unternehmenswertermittlung immer nach folgendem Zusammenhang:



Speziell für Kauf- und Verkaufstransaktionen findet daneben auch das **Multiplikatorverfahren**, insbesondere bei erstmaligen Werteinschätzungen, Anwendung. Hierbei werden umsatz- oder gewinnorientierte aktuelle Kennziffern aus dem Jahresabschluss gewonnen und mit marktüblichen preisorientierten Multiplikatoren zu einem Unternehmenswert verdichtet.

Die in der Vergangenheit übliche **Substanzwertmethode** sowie **Mischverfahren** (z.B. Stuttgarter Verfahren, UEC-Methode) werden in der modernen Bewertungslehre nicht mehr verwendet, da sie aufgrund ihres Vergangenheitsbezuges nicht zu rationalen Entschei-

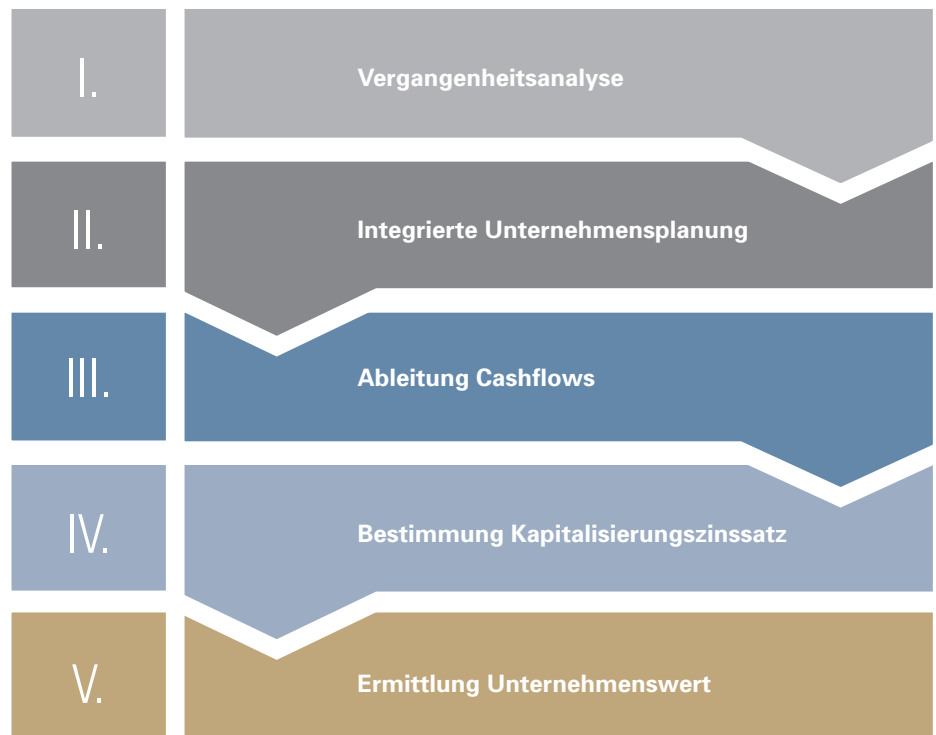
dungswerten führen. Da diese Verfahren oftmals noch in älteren Gesellschaftsverträgen enthalten sind, empfiehlt es sich, diese daraufhin überprüfen zu lassen und ggf. anzupassen.

Der **Liquidationswert** stellt im Rahmen betriebswirtschaftlicher Bewertungen eine Wertuntergrenze dar.





## 6. Discounted-Cashflow-Verfahren



### I. Vergangenheitsanalyse

Ziel der **Vergangenheitsanalyse** ist die Ermittlung der bedeutsamen **Ertragsquellen** und Werttreiber.

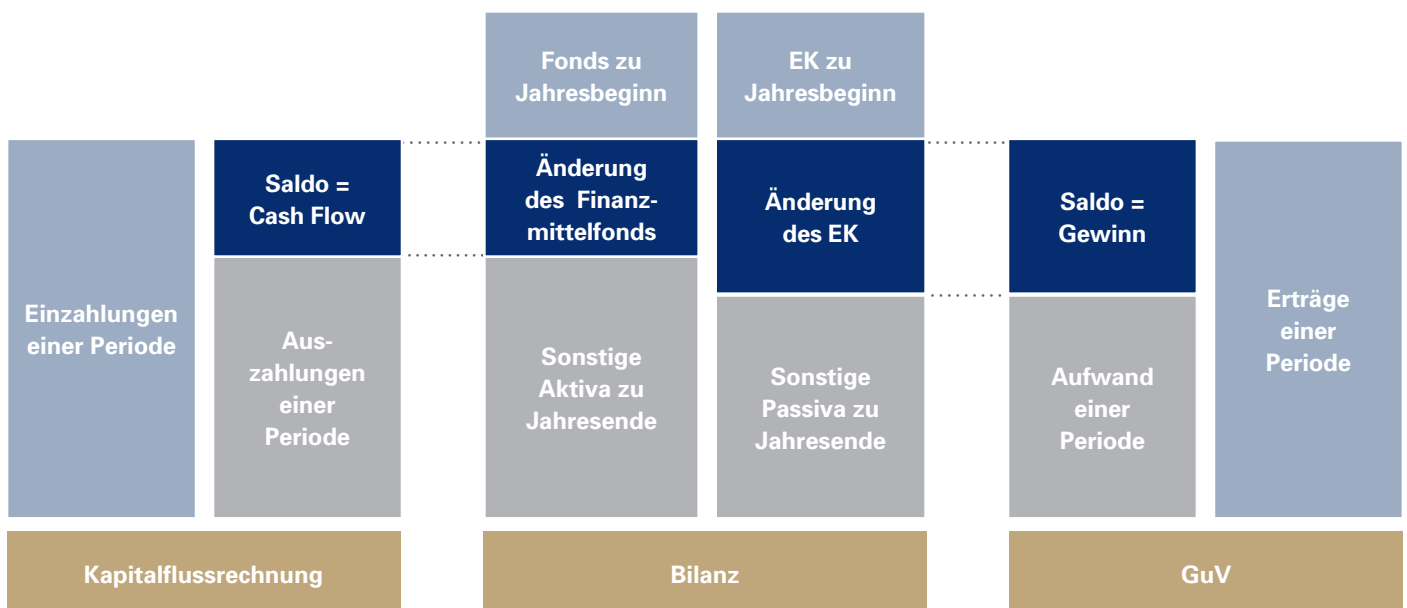
**Ausgangspunkt** dabei sind die bereinigten Erfolgsrechnungen der zurückliegenden **3 – 5 Jahre**.

Hier gilt es, das **Betriebsergebnis** und das **neutrale Ergebnis** zu trennen und die nachhaltig erzielbaren Überschüsse zu ermitteln.



## II. Integrierte Unternehmensplanung

Aufbauend auf den Erkenntnissen der Vergangenheitsanalyse wird eine **integrierte Unternehmensplanung** bestehend aus **Planbilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen und Plan-Kapitalflussrechnungen** erstellt.



Eine Unternehmensplanung unterteilt sich üblicherweise in zwei Phasen:

- Die **Phase I (Detailplanungszeitraum)** umfasst typischerweise einen Zeitraum von 3 - 5 Jahren nach dem Bewertungsstichtag.
- Ausgangspunkt für die **Phase II (Ewige Rente** oder auch **Terminal Value)** ist zumeist das Ergebnis des letzten Planungsjahres. Dieses wird mit einem **Wachstumsabschlag** fortgeschrieben.

Der Wertanteil der ewigen Rente am Gesamtwert eines Unternehmens ist in aller Regel sehr hoch (z.T. 70% - 80% des gesamten Unternehmenswertes). Aus diesem Grund ist der Planung der ewigen Rente besonderes Augenmerk zu schenken.





### III. Ableitung der bewertungsrelevanten Cashflows

Das auf erwarteten künftigen Rückflüssen beruhende Discounted Cashflow-Verfahren entspricht konzeptionell wesentlich dem traditionellen Ertragswertverfahren. Der Unterschied liegt in der Wahl der Bezugsgröße. Wurde traditionell auf den Jahresüberschuss der handelsrechtlichen Gewinn- und Verlustrechnung abgestellt, werden heute zunehmend Cashflows verwendet, da diese weniger bewertungsanfällig und gestaltbar erscheinen.

Mit dem Rückgriff auf integrierte Planungsrechnungen (Pkt. II) ist jede zukunftsorientierte Bewertung mit Unsicherheiten behaftet. Aus diesem Grund wird bei jeder Unternehmensbewertung eine sorgfältige Plausibilisierung dieser Planungsrechnungen vorgenommen, um Unsicherheit oder Willkür zu vermeiden.

Je nachdem welches DCF-Verfahren verwendet wird, werden der Bewertung Brutto- oder Netto-Cashflows zugrunde gelegt.

### IV. Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes

Der Kapitalisierungszinssatz wird mittels kapitalmarkttheoretischer Modelle (z.B. **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**) abgeleitet und setzt sich aus einem **risikolosen Zinssatz** und einem **Risikoaufschlag** zusammen. Der Risikozuschlag wiederum wird aus einer **Risikoprämie** und dem sog. **Betafaktor** als Maß für das sog. **systematische Risiko** eines Unternehmens ermittelt.

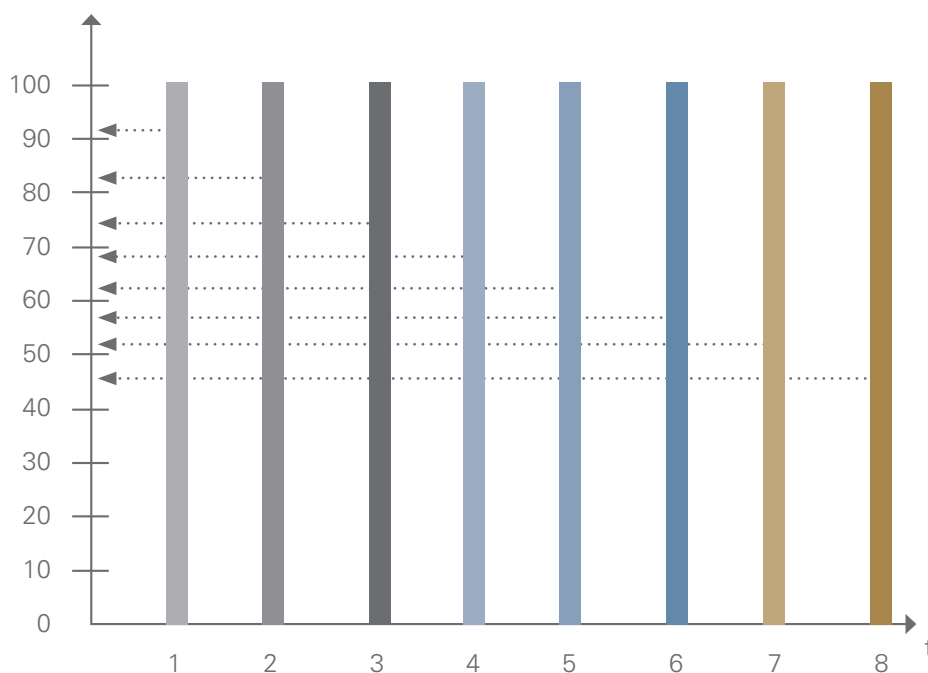
Risikoaufschlag  
=  
Risikoprämie  
x  
Betafaktor



Risikoloser Basiszins

## V. Ermittlung des Unternehmenswertes

Die geplanten zukünftigen Cashflows werden in einer Zahlungsreihe dargestellt und mittels des Kapitalisierungszinssatzes abgezinst und unter Anwendung des Kapitalwertkalküls zu einem Gegenwartswert verdichtet.



Dieser ist ggf. noch um **verzinsliches Fremdkapital** und/oder **nicht-betriebsnotwendiges Vermögen** zu adjustieren.

Der sich daraus ergebende Schätzwert wird zumeist einer **Sensitivitätsanalyse** unterzogen und üblicherweise in einer Bandbreite angegeben.





## 7. Vereinfachte Multiplikator Bewertung

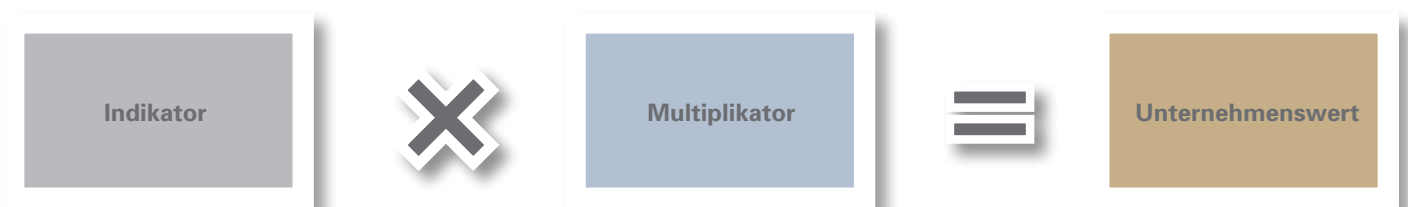
Bei Unternehmenskäufen wird häufig ein vereinfachtes **Multiplikator-Verfahren** verwendet. Dieses Verfahren wird auch als Plausibilitätskontrolle neben den Discounted Cashflow Verfahren herangezogen.

Dabei werden finanzielle Indikatoren zu Grunde gelegt, üblicherweise Umsatz und/oder eine Gewinngröße (**EBIT, EBITDA oder Jahresgewinn**). Für diese Indikatoren gibt es zum einen Vergleiche mit Börsenunternehmen der gleichen Branche, für die nach statistischer Methodik **Multiplikatoren** ermittelt werden und öffentlich verfügbar sind.

Zum anderen werden Kaufpreissammlungen für Unternehmensverkäufe geführt, die insbesondere auch kleine und mittelständische Unternehmen berücksichtigen.

Diese Sammlungen sind nach Unternehmensgrößenklassen und nach Branchen unterteilt. Indes sind hier nur relativ große Bandbreiten verfügbar, so dass oftmals der Mittelwert der ermittelten Unternehmenswerte eine geeignete Referenzgröße darstellt.

Der Unternehmenswert ergibt sich nach dem Multiplikator-Verfahren nach folgendem Zusammenhang:



## 8. Steuerliche Bewertung

Im Rahmen der testamentarischen Nachfolgeplanung werden Unternehmenswerte ermittelt, die sich an den Vorgaben der einschlägigen Steuergesetze orientieren (§§ 199 ff. Bewertungsgesetz). Grundsätzlich erfolgt eine rechtsformunabhängige Bewertung zum gemeinen Wert von gewerblichen bzw. freiberuflichen Einzelunternehmen und Personengesellschaften sowie Anteilen an Kapitalgesellschaften.

Als steuerlich entscheidende Wertkategorie gilt der sog. **gemeine Wert**.

11 Abs. 2 BewG enthält allgemeine Vorgaben zur Definition des gemeinen Wertes. Dabei kann der gemeine Wert entsprechend dem folgenden Schaubild unterschiedlich ausgeprägt sein:





Neben einem Mindestwert als **Substanzwert** kommt auch hier ein ertragsorientiertes Verfahren (**vereinfachtes Ertragswertverfahren** (3)) zur Anwendung. Bei der Ermittlung des vereinfachten Ertragswertes werden keine Cashflows verwendet, sondern der Gewinn vor Steuern, der um einige steuerliche Besonderheiten zu modifizieren ist.

Diese Gewinngröße wird nicht für die Zukunft prognostiziert, sondern wird für steuerliche Zwecke aus dem Durchschnitt der letzten drei Geschäftsjahre abgeleitet.

Als Zinssatz für die Diskontierung der Erträge kommt steuerlich in der derzeitigen Niedrigzinsphase ein vergleichsweise niedriger Zinssatz zur Anwendung, der zu einem steuerlich hohen Unternehmenswert führen kann.

Neben dem vereinfachten ertragswertverfahren bietet das Methodenwahlrecht des 11 Abs. 2 BewG die Möglichkeit, der Finanzverwaltung eine nach **anderen anerkannten Methoden** ermittelte betriebswirtschaftliche Bewertung (z.B. DCF- oder Multiplikatorberechnung) vorzulegen.

Die unterschiedlichen Wertansätze führen c.p. zu einer höheren / niedrigeren Besteuerung.

Daher gilt es, die gesetzlich vorgesehenen Gestaltungsmöglichkeiten zu nutzen und sofern Erbschaft-/schenkungssteuerliche Vorgänge anstehen, auch ein Unternehmensbewertungsgutachten einzuholen.



## 9. Benötigte Unterlagen

Typischerweise werden im Rahmen einer Unternehmensbewertung folgende Unterlagen benötigt:

- unterschriebenes Auftragsbestätigungsschreiben inkl. Festlegung von Bewertungsfunktion, Bewertungszweck und Bewertungsstichtag;
- Aktueller HR-Auszug;
- Gesellschaftsvertrag;
- Organigramm;
- ggf. Protokolle der letzten Gesellschafterversammlungen;
- Geschäftsführeranstellungsverträge;
- Jahresabschlüsse und -soweit vorhanden- Prüfungsberichte der letzten drei Jahre;
- **integrierte Planung (Plan-Bilanzen, Plan-Gewinn-und-Verlustrechnungen und Plan-Kapitalflussrechnungen) der nächsten 3-5 Jahre + ewige Rente inkl. detaillierte Erläuterung der getroffenen Planannahmen;**
- Informationsmaterial über das / Kurzbeschreibung des Unternehmen(s);
- Kurzbeschreibung und Informationsmaterial über die Branche, in der das Unternehmen tätig ist;
- Kunden- / Umsatzstatistik;
- Bank-Darlehnsverträge inkl. Tilgungspläne;
- sofern vorhanden Intercompany-Darlehnsverträge;
- Miet-, Leasing-, Dienstleistungs-, Serviceverträge sowie andere wichtige Verträge;
- (langfristige) Kunden- und Lieferanteverträge;
- sofern vorhanden: Pensionsvereinbarungen;
- unterschriebene Vollständigkeitserklärung;
- BP-Berichte und Steuerbescheide;
- Unterlagen Personal (z.B. Lohnjournal, Betriebsvereinbarungen, ...)



## 10. Besonderheiten für mittelständische Unternehmen (KMU)

Eine klare **Abgrenzung zwischen Privatvermögen und Unternehmensvermögen** fehlt in vielen mittelständischen Unternehmen.

Dies betrifft vor allem Betriebsgrundstücke, die aus steuerlichen Gründen nicht selten von Ehepartnern gehalten werden, die nicht am Unternehmen beteiligt sind. Bei der Bewertung und insbesondere beim Verkauf von Unternehmen ist darauf zu achten, diesen Umstand zu berücksichtigen, etwa durch Ansatz von angemessenen Pachtaufwendungen.

Ein weiterer Punkt betrifft die **Abhängigkeit** in der Geschäftsführung vom **Unternehmensinhaber** und deren mark-

tgerechte Vergütung. Oft sind Geschäftsführer-Gehälter nach steuerlichen Überlegungen ausgerichtet. Für die Bewertung des Unternehmens erfolgt eine Korrektur auf angemessene Fremdgehälter. Daneben ist entscheidend, inwieweit die Ertragskraft eines eigentümergeführten Unternehmens auf den Käufer übertragbar ist.

Ferner gilt es, im Rahmen der Unternehmensbewertung mittelstandstypische Besonderheiten wie **mangelnde Diversifikation** der Anteilseigner, nur **eingeschränkte Fungibilität** (Veräußerbarkeit) von mittelständischen Unternehmensanteilen oder **Unternehmensgrößeneffekte** („size-effects“) zu berücksichtigen.

## 11. Fairness Opinion

Seit kurzer Zeit besteht für die Beurteilung angemessener Transaktionspreise die Möglichkeit, eine weniger komplexe Bewertung vornehmen zu lassen (**Fairness Opinion**). Hierzu hat das Institut der Wirtschaftsprüfer den Prüfungsstandard S8 „Grundsätze für die Erstellung von Fairness Opinions“ formuliert.

Bei einer Fairness Opinion handelt es sich um eine Stellungnahme eines unabhängigen Sachverständigen aus finanzwirtschaftlicher Perspektive zur **Angemessenheit** eines **angebotenen Kaufpreises** in einer Unternehmenstransaktion.

Eine Fairness Opinion dient insbesondere auch dazu, Entscheidungen von Geschäftsführern und Vorständen im Zusammenhang mit Unternehmenstransaktionen abzusichern und den Haftungsfreiraum zu minimieren.

Im Rahmen einer Fairness Opinion wird ein **Vergleich** eines Angebotspreises/verhandelten **Transaktionspreises** mit dem Wert des betreffenden Unternehmens oder Unternehmensteils für den bestimmten Stichtag vorgenommen.

**Finanzielle Angemessenheit** liegt vor, wenn der im Rahmen der Fairness Opinion zu beurteilende **Transaktionspreis innerhalb einer Bandbreite** von zum Vergleich herangezogenen **Preisen und Werten** (Maßstabsfunktion) liegt.

Die finanzielle Angemessenheit des Transaktionspreises ist jeweils aus **Sicht des/der Adressaten** der Fairness Opinion zu beurteilen.

Als **Methoden** werden die zuvor erläuterten **kapitalwertorientierten Verfahren** (DCF-Methode oder Ertragswertverfahren) und **marktpreisorientierte Verfahren** (Analysen von Börsenkursen des Transaktionsobjektes und Multiplikatoren) verwendet.

Es wird **keine Aussage** darüber getroffen, ob ein **vorteilhafterer Transaktionspreis** mit **anderen Parteien** erzielbar wäre.

Entscheidend für die Einschätzung des Bewertenden ist, dass es **zu keiner Verschlechterung** der Position des Auftraggebers oder von Dritten (z.B. Anteilseigner) in finanzieller Hinsicht zu einem Beurteilungstichtag kommt.



## 12. Honorar

Der Aufwand für die Erstellung eines Unternehmensbewertungsgutachtens kann nur sehr **schwer geschätzt** bzw. pauschaliert werden, da dieser **einzelfallabhängig** ist.

Der Zeitaufwand ist u.a. abhängig von der **Funktion des Bewerter**s bzw. des **Bewertungszweckes**, der **Qualität** der zur Verfügung gestellten **Daten** (insbes. der Unternehmensplanung), der **Komplexität des Geschäftsmodells**, ...

Ein reines „S1-Gutachten“ würde bei **höherer Aussagequalität** aufgrund eines **höheren Arbeitsaufwandes** verglichen mit einer Bewertung „in Anlehnung an / nach den Grundsätzen des IDW S 1“ auch vergleichsweise **höhere Kosten** verursachen.

Zur genaueren Abschätzung des zeitlichen Aufwandes und des zu erwartenden Honorars sind **Vorabinformationen** wie z.B. Funktion, Datenqualität, gewünschte Aussagesicherheit u.a. notwendig. Gerne beraten wir Sie im Vorfeld, um die für Sie maßgeschneiderte Lösung zu finden.



## 13. Ansprechpartner

### **Prof. Dr. Bernd Wassermann**

Wirtschaftsprüfer und Steuerberater

#### **Tätigkeitsschwerpunkte**

- Unternehmensnachfolge und -bewertung
- Unternehmensbewertung
- Unternehmenstransaktionen
- Professor an der FOM Hochschule für Oekonomie und Management, University of Applied Sciences, Essen



### **Ludwig Bettag**

Wirtschaftsprüfer und Steuerberater

#### **Tätigkeitsschwerpunkte**

- Freiwillige und gesetzliche Jahresabschlussprüfungen
- Sonderprüfungen
- Betriebswirtschaftliche Beratung
- Unternehmensbewertung
- Mergers & Acquisitions, insb. bilanzielle & finanzielle Due Diligence



# RUE 199

**Dr. Boris Heller**

Wirtschaftsprüfer und Steuerberater

**Tätigkeitsschwerpunkte**

- Jahresabschlussprüfungen und -stellungen
- Konzernabschlussprüfungen
- Financial Due Diligence
- Transaktionsberatung
- Unternehmensbewertungen
- Sanierungsberatung
- Sonderprüfungen
- Betriebswirtschaftliche Beratung

**Dr. Johannes Kolbeck**

Rechtsanwalt und Steuerberater  
Fachanwalt für Steuerrecht

**Tätigkeitsschwerpunkte**

- Unternehmenskaufverträge
- Due Diligence Prüfung (legal/tax)
- Handels- und Gesellschaftsrecht
- Nachlassplanung
- Steuer- und Steuerstrafrecht
- Unternehmensumstrukturierungen





