



Unternehmensbewertung





Ein klärendes Wort:

Wir sind Unternehmensberater und damit Spezialisten auf betriebswirtschaftlichen Gebieten.

Rechts- und Steuerberatung wird von uns weder angeboten noch erbracht. In Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung sind jedoch häufig Rechtsfragen und steuerlich relevante Punkte zu prüfen.

Bei Bedarf wenden Sie sich daher bitte an die entsprechenden zugelassenen Berufsträger.

Insoweit verstehen sich die Unternehmensberater als Koordinatoren und Moderatoren.

Der BDU-Fachverband Unternehmensgründung und Unternehmensentwicklung	4
Der Bundesverband Deutscher Unternehmensberater BDU e.V.	4
Unser Modellfall einer Unternehmensnachfolge: „Was ist mein Unternehmen wirklich wert?“	5
Gute Gründe für den Einsatz qualifizierter Unternehmensberater des BDU in der Unternehmensbewertung	6
■ Bewertungskompetenz	6
■ Bewertungsfunktionen des Unternehmensberaters	7
■ Verschiedene Bewertungsverfahren	7
■ Wichtige Punkte der Unternehmensbewertung, die zu beachten sind	8
■ Beispiele für Bewertungsanlässe und -verfahren	8
Unser Modellfall: Beispielrechnung für den Einsatz des Ertragswertverfahrens	10
■ Ermittlung der Kapitalisierungsgröße: Prognose der Ertragsüberschüsse - Plan-Gewinn- und Verlustrechnung - Liquiditätsrechnung	10
■ Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes	12
■ Bestimmung des Unternehmenswertes	14
Die Auswahl des Beraters	16
Weitere Informationen und Mitgliederdaten	17

Der BDU-Fachverband Unternehmensgründung und Unternehmensentwicklung



■ Alle Mitglieder des BDU-Fachverbandes Unternehmensgründung und Unternehmensentwicklung sind seit mindestens fünf Jahren beratend tätig und verfügen über umfangreiche Spezialkenntnisse in diesem Bereich. In den Jahren seines Bestehens hat sich der Fachverband intensiv mit der besonderen Problematik rund um die Unternehmensgründung, mit dem Aufbau und der Entwicklung von Unternehmen sowie mit Fragen der Übernahme von bestehenden Unternehmen beschäftigt. Unternehmensbewertung stand im Jahre 2003 im Mittelpunkt des

intensiven Fachaustausches der etwa 20 Mitgliedsfirmen. Wir arbeiten kollegial bundesweit zusammen. Dies versetzt uns in die komfortable Lage ein Wissensreservoir von unschätzbarem Wert für unsere Mandanten zu erschließen. Die kontinuierliche Zunahme von Unternehmensübernahmen und -verkäufen in den letzten Jahren hat den Fachverband veranlasst, diese Broschüre zum Thema „Unternehmensbewertung“ für Sie als Entscheidungshilfe zu erstellen.

Der Bundesverband Deutscher Unternehmensberater BDU e.V.

Die BDU-Mitgliedschaft ist als Qualitätszeichen für Unternehmensberatung bundesweit anerkannt, der Unternehmensberater CMC/BDU hat sich als kompetenter und erfahrener Spezialist ausgewiesen.

ist der Wirtschafts- und Berufsverband der Management- und Personalberater in Deutschland. 1954 gegründet, hat der BDU heute rund 500 Mitgliedsunternehmen, deren Delegierte in den ca. 20 Fach-, Branchen- und Regionalgliederungen aktive Arbeit zur Weiterentwicklung der Tätigkeitsfelder der Unternehmensberatung leisten.

Funktion des Verbandes ist es, den Leistungsstandard zu erhöhen, Qualitätsmaßstäbe durch Berufsregeln und Grundsätze durchzusetzen, sowie die wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen der Branche positiv zu beeinflussen. Die Beachtung strikter Vorausset-

zungen für eine BDU-Mitgliedschaft und die exklusive Vergabe des international anerkannten Titels CMC (Certified Management Consultant) in Deutschland „Unternehmensberater CMC/BDU“, mit weitreichenden Anforderungen an die personenbezogene Titelvergabe fördern die Markttransparenz und dokumentieren die besondere Leistungsfähigkeit der BDU-Mitgliedsunternehmen.

Unser Modellfall einer Unternehmensnachfolge: „Was ist mein Unternehmen wirklich wert?“

Die Anlässe für Unternehmensbewertungen sind vielfältig, wie z. B.

- Zielpreisbestimmung im Rahmen der Unternehmenstransaktion für Käufer oder Verkäufer
- Bewertung von Unternehmen oder Unternehmensteilen in Zusammenhang mit einer Fusion
- Bewertung des Auseinandersetzungsguthabens bzw. Abfindung von Gesellschaftern
- Bewertung für Erbaueinandersetzungen etc.

Bei der übersichtswisen Darstellung der Fragen zur Unternehmensbewertung wollen wir auf unseren Beispielsfall aus der Broschüre „Unternehmensnachfolge“ zurückkommen. Hierbei können die praxisrelevanten Fragestellungen mit Lösungsansätzen erläutert werden (vergleiche hierzu gerechnetes Beispiel ab Seite 10).

Unser Mandant, Fritz M., verheirateter Techniker und Vater zweier Kinder, ist mittlerweile 63 Jahre alt und Gesellschafter-Geschäftsführer der M-GmbH. Er berichtet:

- Durch eine weitere, sehr gute Entwicklung in meinem Fertigungs- und Servicebetrieb konnten wir den Umsatz im Jahr 2003 auf 5,45 Millionen Euro steigern.
- Die notwendigen Umstrukturierungen und Investitionsmaßnahmen wurden weitgehend über Kredite finanziert, die mittlerweile wieder deutlich reduziert werden konnten. Der durchschnittliche Gewinn der letzten Jahre stieg auf 70.000 Euro. Allerdings musste im letzten Jahr ein Verlust ausgewiesen werden, da wir unvorhersehbare Zahlungs- und Produktionsausfälle hatten, die jedoch durch die Entwicklung in diesem Jahr gut kompensiert werden können.
- Mein Prokurist ist mittlerweile in die Position eines Geschäftsführers hineingewachsen. Er ist grundsätzlich bereit, die Firma zu übernehmen. Seine Eigenmittel sind jedoch weiterhin sehr begrenzt.
- Ich hatte in diesem Jahr eine Herzoperation und will und muss schnellstmöglich das Unternehmen verkaufen.
- Die Kinder zeigen weiterhin kein Interesse an einer Übernahme.
- Meine persönliche und insbesondere meine gesundheitliche Situation lassen es zu, dass ich innerhalb der nächsten zwei Jahre einem Übernehmer durchaus gerne noch Hilfestellung bieten könnte. Eine Teilbeschäftigung, die vor allem der Pflege der Kontakte und auch der Neu-Akquisition in einem bisher vernachlässigten Bereich dienen könnte, würde ich gerne anbieten.
- Mein Steuerberater hat den Unternehmenswert nach dem Stuttgarter Verfahren berechnet. Dies sei ein gut geregeltes Verfahren und für jedermann nachvollziehbar. Mir kommt der Wert jedoch relativ gering vor.
- Ein befreundeter Unternehmer aus einer anderen Branche meint, dass er mit einer Bewertung nach dem Ertragswert-Verfahren durch einen Unternehmensberater viel besser gefahren sei und einen optimalen Preis erzielen konnte.
- Ich habe jetzt erfahren, dass es auch „Discounted-Cashflow“- „Kundenwert“-Verfahren und viele andere Methoden gibt, die nicht unbedingt zu gleichen Ergebnissen führen.
- Ein an meinem Betrieb interessiertes, größeres Unternehmen hat mir schon gesagt, dass es ein eigenes Verfahren hat. Wie soll ich mich verhalten, damit ich einen möglichst guten, aber auch marktgerechten Preis für mein Unternehmen bekomme?
- Mein Freund stellte einen Kontakt zu seinem Unternehmensberater her.

Gute Gründe für den Einsatz qualifizierter Unternehmensberater des BDU in der Unternehmensbewertung

■ **Bewertungskompetenz**

Die Unternehmensbewertung ermittelt den potenziellen Preis eines Unternehmens oder von Unternehmensteilen. Der Wert ist bestimmt durch prognostizierte entziehbare Überschüsse aus den Zukunftserfolgen, die als Einnahmenüberschüsse, Ertragsüberschüsse oder Cashflows ermittelt werden.

Durch Abzinsung um einen risikoadäquaten Zinssatz werden unterschiedliche Zuflusszeitpunkte und Chancen sowie Risiken des Unternehmens in ihrer Auswirkung auf die Bewertung berücksichtigt.

Aus diesen Anforderungen ergibt sich die besondere Eignung qualifizierter Unternehmensberater zur Übernahme von Bewertungsfunktionen:

- Zukunftsbezug der Bewertung erfordert Leistungsmerkmale, die typischerweise und primär die Arbeit des Unternehmensberaters kennzeichnen
 - Geschäftsplanungstools
 - Geschäftsplanungsroutine
- Prognose des künftigen (monetären) Erfolgs ist Planungsaufgabe und Kernkompetenz des Unternehmensberaters
 - Einsatz verknüpfter Geschäftsplanungsmodelle
 - Gewichtung von Eintrittswahrscheinlichkeiten und Relevanz vergangener Perioden
- Erfahrungshintergrund als Managementberater und „Generalist“

- Risikoszenarien erkennen
- Potenziale und Synergien einschätzen
- Ganzheitliche Betrachtung des Unternehmens und seiner Funktionsbereiche
- Technisch-wirtschaftliches Schnittstellenverständnis, industrielle und Branchenerfahrungen helfen, die nachhaltige Ertragskraft einzuschätzen

- Fähigkeit, Verkehrswerte am Markt richtig einschätzen zu können
- Die Bestimmung des Diskontierungszinssatzes einschließlich des Risikozuschlags ist mit der Kenntnis der Risikoposition von Unternehmen und Branche verbunden: Vorhandene Transaktionserfahrungen und Branchenkenntnisse ermöglichen die Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses und den Vergleich mit Marktwerten
- Wirtschaftsprüfer und Steuerberater sind jeweils verkammerte Berufe; Steuerberater werden von den Finanzministerien und Oberfinanzdirektionen bestellt und unterliegen entsprechenden Restriktionen. Wirtschaftsprüfer müssen sich an den IDW-Standard halten. Unternehmensberater wählen die fallweise sachgerechten Methoden und Ansätze im Interesse des Auftraggebers nach ihrer besten fachkundigen Einschätzung. Sie sind in der Lage, sowohl für Verkäufer wie auch für Käufer das jeweils zweckdienliche Verfahren zu bestimmen

- Die Aufgabenstellungen von StB/WP und Unternehmensberatern in Zusammenhang mit der Unternehmensbewertung (und Unternehmenstransaktionen) sind bestimmt durch die (Zeit-) Ausrichtung und Zweckbezüge des jeweiligen Berufsstandes
 - Primärer Vergangenheits- und Gegenwartsbezug der StB und WP manifestieren sich in den Jahresabschlüssen und der laufenden Begleitung im Rechnungswesen des Unternehmens. Die Bilanzerstellung muss primär den Zweck des Gläubigerschutzes erfüllen. StB und WP stehen im Fall von Transaktionen mit daraus abgeleiteten Prüfungsaufgaben des Buchwerks im Rahmen der Due Diligence zur Verfügung.
 - Gegenwarts- und insbesondere Zukunftsbezug kennzeichnen die Arbeit der Unternehmensberater, die sich auf vorgelagerte fachliche Leistungen der StB stützt, um verlässliche Ausgangsdaten zu Analyse-zwecken zu erhalten. Kosten- und Leistungsrechnungsansätze sowie die Behandlung der Funktionsbereiche (Absatz/Produktion/Personal etc.) befassen sich mit dem Potenzial des Unternehmens und der daraus abgeleiteten nachhaltigen Ertragskraft.
- Die unterschiedlichen Ansätze zeigen sich in Bewertungsunterschieden auf Grundlage auch der gleichen (IDW-)Standards und Verfahren. Ertragswertverfahren und insbesondere DCF (Discounted Cashflow) – Methoden zielen auf den Gegenwartswert als abgezinsten

zukünftigen Erfolg, der

- von Steuerberatern/Wirtschaftsprüfern i.d.R. auf Grundlage ggf. bereinigter Vergangenheitsperioden ermittelt wird
- vom Unternehmensberater auf Grundlage einer Unternehmensplanung bestimmt wird, die sich auf Erkenntnisse einer bereinigten Vergangenheitsauswertung stützt und die zukünftige Ertragskraft aufgrund des technischen und wirtschaftlichen Potenzials wertet

■ **Bewertungsfunktionen des Unternehmensberaters**

- Wahrnehmung der Beratungsfunktion durch den bewertenden Berater
 - das zu bewertende Unternehmen weist in seinem aktuellen Aufbau für Käufer und Verkäufer aus ihrer jeweiligen Perspektive Wertunterschiede aus: zum einen aufgrund unterschiedlicher Risikoakzeptanzen, zum anderen werden Entwicklungschancen, Synergien, Zukunftspotenziale i.d.R. unterschiedlich eingeschätzt
 - der auf einen definierten Eigentümer (Bewertungsobjekt) bezogene subjektive Unternehmenswert stellt dessen individuellen Gebrauchswert, den Ertragswert bzw. Zukunftserfolgswert dar und entspricht der Preisuntergrenze des Verkäufers und der Preisobergrenze des Käufers

In den beiden Fällen erfolgt durch den Unternehmensberater die zukunftsorientierte Ermittlung des Entscheidungswertes!

- Argumentationsfunktion als Unterstützung einer Verhandlungspartei zur Erzielung eines angestrebten Ergebnisses
 - Aufbau der Argumentationskette und Entwicklung eines „roten Fadens“ für die Verhandlung
 - unterlegte und kommentierte Begründung der einzelnen Bausteine zur Ermittlung des Grenzpreises bzw. der Preisspanne
 - Antizipierung von Argumenten und Positionen der Gegenseite im Bewertungsaufbau, u.a. durch konzeptionelle Ansätze in der zugrunde gelegten Planungsrechnung
- Als Schiedsgutachter mit Vermittlungsfunktion
 - Schiedswertvorschlag als akzeptablen Kompromiss
 - Parteigutachten
- Als neutraler (Schieds-) Gutachter zielt der beauftragte Bewerter auf den Verkehrswert als objektivierten Unternehmenswert ab
 - zur Ermittlung dieses Wertes gibt es keine rechtlich vorgeschriebenen, kodifizierten Methoden; diese auszuwählen, liegt (laut BGH) im pflichtgemäßen Ermessen der Fachleute
 - der IDW-Standard „S1“ – Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen – hat eine anerkannte praktische Bedeutung und kann sinnvollerweise im

Gutachten als Grundlage bestimmt werden

- Der Unternehmensberater hat sich in diesem Zusammenhang auch mit vorhandenen Unzulänglichkeiten des IDW-Standards auseinanderzusetzen: so z.B. mit der vorgegebenen Fixierung des gegenwärtigen Unternehmenskonzepts („wie es steht und liegt“) und dem damit verbundenen – den Verkäufer benachteiligenden – Ausschluss von Entwicklungspotenzial zur Bemessung des Unternehmenswertes

■ **Verschiedene Bewertungsverfahren**

In Übereinstimmung mit dem IDW-Standard bestimmt sich der Unternehmenswert bzw. der Zukunftserfolgswert als Barwert der Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner. Dieser ist i.d.R. zu ermitteln nach dem:

- Ertragswertverfahren: Diskontierung der künftig zufließenden finanziellen Überschüsse aus der (handelsrechtlichen) Ertragsüberschussrechnung

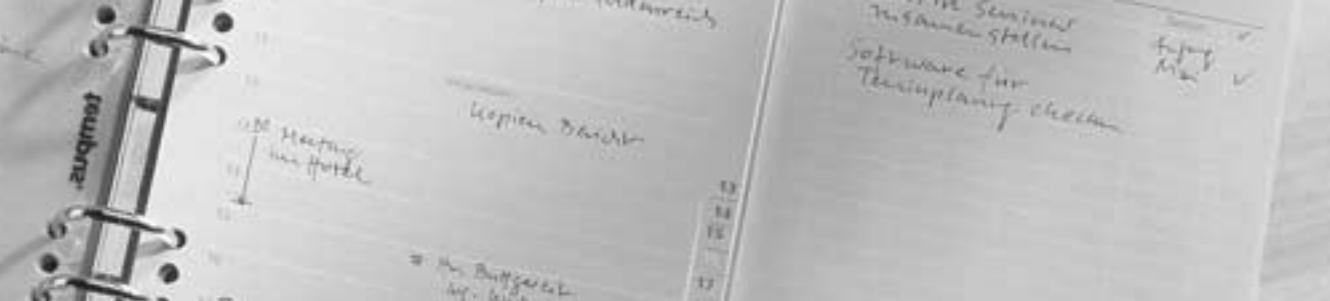
sowie dem

- Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF): durch Diskontierung von Cashflows = erwartete Zahlungen an die Kapitalgeber als den wesentlichen, die Gesamtheit der Funktionsbereiche des Unternehmens behandelnden Verfahren.



Weitere Verfahren:

- Multiplikator-Verfahren u.ä.: Diese dienen vereinfachten Wertermittlungen und zur Plausibilisierung z.B. des Ertragswertverfahrens
 - Liquidationswert: Dieser wird angesetzt, wenn er den Fortführungswert übersteigt
 - Substanzwert: Diesem kommt keine eigenständige Bedeutung mehr zu. Er wird definiert als Gebrauchswert der betrieblichen Substanz bzw. Rekonstruktions- oder Wiederbeschaffungswert aller Werte und Schulden
 - Andere Verfahren, wie z.B. Stuttgarter Verfahren (steuerliches Verfahren insbesondere zur Bewertung von Kapitalgesellschaften in Schenkungs- und Erbschaftssteuerfragen) und Kombinationsverfahren (i.d.R. Kombination aus Substanz- und Ertragswert) werden hier zwar nicht behandelt, aber selbstverständlich von den Unternehmensberatern auch auf entsprechenden Kundenwunsch hin – ebenso wie die zuvor erwähnten weiteren Bewertungsmethoden – eingesetzt
- **Wichtige Punkte der Unternehmensbewertung, die zu beachten sind**
- „Echte“ und „unechte“ Synergieeffekte, Abwägung ihrer Ansetzbarkeit, Berechnung und Argumentation
 - „Aufhebung“ des bilanziellen Vorsichtsprinzips (z.B. in der Bewertung von unfertigen Erzeugnissen) zur Vermeidung von Nachteilen für den Verkäufer
 - Schaffung von Wert durch Aufspaltung (Break-up-Value) – und somit Optimierung des Gesamtwertes
 - Abgrenzung betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögens, Auswirkung von Betriebsimmobilien
 - Berücksichtigung stiller Reserven und „nicht aktivierter Investitionen“, Ingangsetzungsaufwendungen, Restrukturierungsmaßnahmen zu Lasten der schon ausgewiesenen Ergebnisse, Personalentwicklungs- und Markterschließungsmaßnahmen etc.
 - Beurteilung und Bestimmung des Werteeinflusses von „Auslaufkurven“ (Lebenszyklen) oder „Aufbaukurven“ von Technologien und Produkten, des Effektes von Investitionsstau oder hoher Reinvestitionsquote
 - Normalisierung bzw. Planberücksichtigung eines ggf. verzerrten Finanzierungsmixes
 - Abwägung der konträren Wirkungen aus (z.B.) hohem Fremdkapitalanteil: also höherer Risikozuschlag auf Zinssatz versus Leverage-Effekt des „billigeren“ Fremdkapitals
 - Normalisierung der Kostenstruktur und der Ergebnisse durch Bereinigung von „inhaberspezifischen“ Einflüssen: wie vermeidbare Fahrzeugkosten, nicht betriebsnotwendige Personalstellen etc., aber auch fehlender kalkulatorischer Unternehmerlohn etc.
- Eliminierung von Sondereinflüssen und einmaligen Vorgängen wie Veräußerungsgewinne, Liquidationsverluste, außerordentliche Ergebnisse, extreme Forderungsverluste etc.
- Behandlung der Wertbeeinflussung in Fällen anzunehmender „Verflüchtigung“ von Gewinnen nach Übernahme inhabergeführter und freiberuflicher Unternehmen
- **Beispiele für Bewertungsanlässe und -verfahren**
- Beispiel 1:** Interessierter Verkäufer eines Unternehmens möchte zunächst eine Wertvorstellung zur Orientierung weiteren Vorgehens vermittelt bekommen.
- Verfahren**
- Ertragswertverfahren in vereinfachter Form mit marktgängigen Multiple-Faktor
- Leistungen des Beraters**
- Kritische Prüfung von z.B. der letzten drei Gewinn- und Verlustrechnungen
 - Eliminierung offensichtlicher „Anomalien“
 - Einschätzung nachhaltiger zukünftiger Ergebnisse unter Einbeziehung von Trends
 - Abgleich des ansetzbaren Kapitalisierungszinsfußes/Multiples mit Erfahrungswerten anderer Transaktionen



Beispiel 2:

Interessierter Verkäufer eines Unternehmens benötigt dokumentierte Preisfindungsbasis als Argumentationsleitfaden für Verkaufsverhandlungen.

Verfahren

- Differenzierte Ertragswertberechnung mit Planungsrechnung verbunden
- Spezifizierung des Zinssatzes und der Zuschläge

Leistungen des Beraters

- Je nach Ausgangslage Abwägung, ob Ertragswertverfahren oder DCF-Verfahren anzuwenden wäre
- Angenommenes Beispiel für diesen Fall: Das Unternehmen hat sich nach einer Restrukturierungsphase wieder stabilisiert. Seine Vergangenheitsdaten sind aber durch Sanierungsmaßnahmen und Vorverluste belastet. Der Berater arbeitet die Turn-around-Effekte heraus, basiert die Bewertung auf eine Planungsrechnung mit Hilfe des DCF-Verfahrens oder mit Hilfe eines zukunftsbezogenen Ertragswertverfahrens. Marktwerte/Multiples und Vergleichskennzahlen werden durch den Berater hinzugezogen

Beispiel 3:

Verkäufer eines ertragsschwachen, nicht mehr langfristig ausgerichteten Unternehmens (auslaufende Patente, niedrige Innovationen, veraltete Technik ...). Verfügt noch über hohe Vermögenswerte mit gesicherten Marktwerten

Verfahren

- Ggf. Ansatz zweier Verfahren: Ertragswertverfahren und Substanzwertverfahren (ggf. auch Liquidationswertberechnung), um den höheren der beiden Werte festzustellen

Leistungen des Beraters

- Ggf. die Fortführungsfähigkeit über eine Businessplanung ermitteln als Voraussetzung dafür, dass keine Liquidationswerte sondern Fortführungswerte angenommen werden können, d.h. Ertragswertansatz
- Ansonsten, d.h. wenn Liquidationswert höher als Ertragswert: Ermittlung eines Liquidationsszenarios unter Einsatz stiller Reserven mit Abzinsung der Erträge während des Liquidationszeitraums

Beispiel 4:

Leveraged buy out: Erfolgt die Finanzierung des Kaufpreises aus späterem Cashflow des Unternehmens, so ist die zukünftige Mittelverfügbarkeit vorrangig über eine Cashflow-/Liquiditäts-Planung zu prüfen.

Verfahren

- DCF-Verfahren favorisiert, auch Ertragswertverfahren empfohlen

Leistungen des Beraters

- Unterstützung bei der Businessplanerarbeitung unter besonderer Berücksichtigung der Liquiditätseffekte aus einer eventuell erforderlichen Investitionsplanung

- Bestimmung eines marktgerechten Diskontierungszinssatzes und der Risikozuschläge

Beispiel 5:

Bewertung eines jungen Unternehmens (mit kurzer Historie und ohne analyse-geeignete Vergangenheitsdaten) zur Anteilsbewertung für Beteiligungskapitalgeber

Verfahren

- DCF-Methode

Leistungen des Beraters

- Planungsrechnung des Geschäftsmodells
- Plausibilisierung mit Branchenanalysen

Beispiel 6:

Bewertung für eine Anteilsübertragung im Wege der Nachfolgeregelung

Verfahren

- Favorisiert Ertragswertverfahren oder DCF-Methode

Leistungen des Beraters

- Unterstützung bei der Businessplanerarbeitung unter spezieller Berücksichtigung der Liquiditätseffekte aus einer eigenen Investitionsplanung
- Bestimmung eines marktgerechten Diskontierungszinssatzes und der Risikozuschläge

Unser Modellfall: Beispielrechnung für den Einsatz des Ertragswertverfahrens

■ Ermittlung der Kapitalisierungsgröße: Prognose der Ertragsüberschüsse

Zunächst erfolgt die Berechnung der Kapitalisierungsgröße (z.B. Ableitung aus Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen oder aus Einnahmenüberschuss-Rechnungen).

Beispiel:

Durch die Daten der Vergangenheitsanalyse sollen die in Zukunft erzielbaren Ertragsüberschüsse und somit die vorhandene Ertragskraft der M-GmbH prognostiziert werden.

Zudem sind auf Basis der Vergangenheitsdaten aussagekräftige Indikatoren zur Beurteilung der Plausibilität von Planungen und Prognosen zu gewinnen. Zur Erstellung der Planungsrechnung der Gesellschaft wurden die Vergangenheitsdaten der Jahre 2001 bis 2003 in Form von Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen und die Unternehmensplanung der M-GmbH für die Jahre 2004 bis 2008 zugrunde gelegt.

Neben der im folgenden Beispiel gerechneten GuV-Planung wird

ebenfalls eine Liquiditätsrechnung durchgeführt: Ergibt sich hieraus, dass die aus der GuV-Planung abgeleiteten Ausschüttungen an die Anteilseigner zu korrigieren wären – zu reduzieren, falls sich Liquiditätsenge anzeigt, eventuell zu erhöhen, falls nicht betriebsnotwendige Liquiditätsreserven entstehen – so würde eine entsprechende Korrektur der Ausschüttungs- bzw. Kapitalisierungsgröße vorgenommen.

In unserem hier gezeigten Beispiel ist eine solche Anpassung entbehrlich.



Plan-Gewinn- und Verlustrechnung

Im Beispiel wurde von einer leichten Umsatzsteigerung ausgegangen. Auf der Kostenseite wird der Käufer den übernommenen Materialbestand leicht abbauen, sodass der Materialverbrauch zunächst sinkt, mit wachsenden Umsätzen wieder ansteigt. Ähnlich soll sich das Personal entwickeln. Die sonstigen Kosten sollen aufgrund von Sparmaßnahmen nur ganz leicht ansteigen.

Plan- GuV (in Euro)

Jahr Zeitraum	2004 Plan	2005 Plan	2006 Plan	2007 Plan	2008 Plan	2009 Rent
Umsatzerlöse	5.500.000	5.550.000	5.600.000	5.650.000	5.700.000	5.800.000
+ sonstige betriebliche Erträge	0	0	0	0	0	0
= Summe betriebliche Erträge	5.500.000	5.550.000	5.600.000	5.650.000	5.700.000	5.800.000
- Materialaufwand	2.250.000	2.220.000	2.220.000	2.240.000	2.250.000	2.270.000
= Rohergebnis	3.250.000	3.330.000	3.380.000	3.410.000	3.450.000	3.530.000
- Personalaufwand	1.740.000	1.720.000	1.720.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000
- Abschreibungen	275.500	318.500	359.500	407.500	445.500	542.500
- Sonstige betriebliche Aufwendungen	1.080.000	1.100.000	1.100.000	1.100.000	1.110.000	1.110.000
= Betriebsergebnis	154.500	191.500	200.500	152.500	144.500	128.000
+ Zinsen und ähnliche Erträge	748	0	118	188	882	0
- Zinsen und ähnliche Aufwendungen	51.220	42.642	38.797	30.565	24.680	22.500
= Finanzergebnis	-50.472	-42.642	-38.678	-30.378	-23.798	-22.500
= Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	104.028	148.858	161.822	122.122	120.702	105.500
+ außerordentliche Erträge	40.000	40.000	40.000	50.000	50.000	60.000
- außerordentliche Aufwendungen	70.000	70.000	70.000	40.000	40.000	30.000
= Ergebnis vor Steuern	74.028	118.858	131.822	132.122	130.702	135.500
- Gewerbesteuer	12.338	19.810	21.970	22.020	21.784	22.583
- Körperschaftsteuer	15.423	24.762	27.463	27.526	27.230	28.229
= Jahresüberschuss/-fehlbetrag	46.268	74.287	82.388	82.577	81.689	84.688

Liquiditätsrechnung (in Euro)

Jahr Zeitraum	2004 Plan	2005 Plan	2006 Plan	2007 Plan	2008 Plan	2009 Rent
Operativer Bereich						
Einzahlungen aus Umsatz	5.500.000	5.550.000	5.600.000	5.650.000	5.700.000	5.800.000
+ nicht ordentliche Einzahlungen	40.000	40.000	40.000	50.000	50.000	60.000
- Auszahlungen für Material	2.250.000	2.220.000	2.220.000	2.240.000	2.250.000	2.270.000
- Auszahlungen für Personal	1.740.000	1.720.000	1.720.000	1.750.000	1.750.000	1.750.000
- sonstige betriebliche Auszahlungen	1.080.000	1.100.000	1.100.000	1.100.000	1.110.000	1.110.000
- nicht ordentliche Auszahlungen	70.000	70.000	70.000	40.000	40.000	30.000
Sonstige Ein- und Auszahlungen						
+/- Ab-/Zunahme der Vorräte	10.000	10.000	15.000	-30.000	5.000	0
+/- Ab-/Zunahme der Forderungen	20.000	30.000	-40.000	30.000	-20.000	0
+/- Zu-/Abnahme der Verbindlichkeiten aus Lief.	50.000	20.000	-40.000	50.000	60.000	0
+/- Zu-/Abnahme der sonstigen Verbindlichkeiten	20.000	-30.000	50.000	-30.000	10.000	0
+/- Zu-/Abnahme der Rückstellungen (ohne Steuern)						0
- Steuerauszahlungen		27.761	44.572	49.433	49.546	49.013
+/- Zu-/Abnahme Sonderposten						0
+ Zinsen und ähnliche Einzahlungen	748	0	118	188	882	0
- Zinsen und ähnliche Auszahlungen	51.220	42.642	38.797	30.565	24.680	22.500
= Saldo des operativen Bereichs	3.89.528	3.59.598	481.750	510.189	611.656	628.487
Investitionsbereich						
+ Einz. aus Abgängen des immat. Anlagevermögens						0
- Ausz. für Investitionen in das immat. Anlagevermögen						0
+ Einz. aus Abgängen des Sachanlagevermögens	0	0	0	0	0	0
- Ausz. für Investitionen in das Sachanlagevermögen	280.000	280.000	300.000	300.000	300.000	292.000
+ Einz. aus Abgängen des Finanzanlagevermögens						0
- Ausz. für Investitionen in das Finanzanlagevermögen						0
= Saldo des Investitionsbereichs	-280.000	-280.000	-300.000	-300.000	-300.000	-292.000
Finanzierungsbereich						
+ Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen						0
- Ausschüttungen an die Anteilseigner	130.000	37.014	59.429	82.388	82.577	81.689
- Kapitalrückzahlungen an die Anteilseigner						0
+/- Aufnahme/Tilgung von Bankkrediten	-75.000	-75.000	-75.000	-75.000	-75.000	0
= Saldo des Finanzierungsbereichs	-205.000	-112.014	-134.429	-157.388	-157.577	-81.689
Fondsveränderungsrechnung						
Anfangssaldo Kontokorrent	50.000	-45.472	-77.888	-30.568	22.233	176.313
+/- Veränderung des Finanzmittelfonds	-95.472	-32.416	47.320	52.801	154.079	254.798
= Endsaldo Kontokorrent	-45.472	-77.888	-30.568	22.233	176.313	431.111
Kreditlinie	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
Finanzreserve/Finanzbedarf	54.528	22.112	69.432	122.233	276.313	531.111

Liquiditätsrechnung

Im Liquiditätsbereich wird sichtbar, wie sich die Ein- und Auszahlungen auf die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens auswirken. Bereits kleine Veränderungen im Zahlungs-

verhalten bei der Begleichung von Forderungen und Verbindlichkeiten können enorme Auswirkungen nach sich ziehen. Dieser Bereich ist deshalb besonders schwierig zu planen.

■ Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

Der nach dem Ertragswert ermittelte Unternehmenswert stellt einen Barwert dar, zu dessen Berechnung ein Kapitalisierungszinssatz herangezogen wird. Dieser setzt sich aus dem Basiszinssatz sowie dem Risikozuschlag zusammen und ist um den Ertragsteuersatz zu mindern.

Basiszinssatz

Die in den künftigen Perioden anfallenden ausschüttungsfähigen Ergebnisse müssen auf den Bewertungsstichtag abgezinst werden. Als Basiszins wird die langfristig erzielbare Rendite risikoarmer Anleihen zugrunde gelegt.

Die durchschnittliche Rente langfristiger Anleihen der letzten 10 Jahre betrug etwa 4 % bis 6 %. Es ist deshalb zu fragen, ob der Kapitalmarktzins am Bewertungsstichtag oder ein durchschnittlich zu erzielender Zins zugrunde zu legen ist.

Investitionsentscheidungen basieren üblicherweise nicht auf einem Stich-

tagszins. Im Folgenden wird deshalb von einem Basiszins von 5,5 % für die Detailplanung und von 7 % für die Rentenphase ausgegangen.

Der Basiszins bezieht sich auf eine ebenfalls der Inflation unterliegende Kapitalanlage, er enthält somit grundsätzlich eine Inflationsprämie. Die angenommene Geldentwertung wurde ebenfalls bei der Ermittlung der Kapitalisierungsgröße berücksichtigt, sodass es sich um eine Nominalrechnung handelt.

Risikozuschlag

Dem unterschiedlichen Risiko bei den Erträgen aus einer Kapitalanlage in einem Unternehmen und den Erträgen aus Anleihen der öffentlichen Hand ist durch einen Zuschlag wegen des Unternehmerwagnisses Rechnung zu tragen. Außerdem ist das Kapitalstrukturrisiko zu berücksichtigen.

Die Höhe des Zuschlags für das allgemeine Unternehmerrisiko ist danach zu beurteilen, welche Risiken und Chancen bereits bei der Ableitung des zu kapitalisierenden nachhaltigen Ertrags berück-

sichtigt wurden. Da sich eine nachvollziehbare Aufteilung des Risikos in spezielle und allgemeine Risiken als äußerst schwierig erweist, empfiehlt es sich, das Unternehmerisiko ausschließlich im Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen und die Kapitalisierungsgröße realistisch zu planen.

Die Höhe des Risikozuschlags richtet sich nach der jeweiligen Risikostruktur des Unternehmens. Die Risiken liegen bei der M-GmbH insbesondere in der Fungibilität sowie im Markt. Zur Abdeckung dieser Risiken wird deshalb ein Zuschlag von 5 % in der Planungsphase und 5 % in der Phase der ewigen Rente angesetzt.

Kapitalisierungszinssatz nach Steuern

Bei dem Kapitalisierungszinssatz wird von einer Steuerbelastung von 35 % ausgegangen. Daraus ergibt sich der Kapitalisierungszinssatz nach Steuern mit 6,83 % in der Planungsphase sowie von 6,80 % in der Phase der ewigen Rente.

Kapitalisierungszins

Jahr Zeitraum	2004 Plan	2005 Plan	2006 Plan	2007 Plan	2008 Plan	2009 Rent
Basiszinssatz	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	7,00
Risikozuschlag	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Ertragsteuersatz für Diskotierungsfaktor	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00	35,00
Kapitalisierungszins vor Wachstumabschlag	6,83	6,83	6,83	6,83	6,83	7,80
Wachstumsabschlag						1,00
Kapitalisierungszins	6,83	6,83	6,83	6,83	6,83	6,80
Diskontierungsfaktor	0,9361	0,8763	0,8203	0,7679	0,7188	10,5713



	2005 Plan	2006 Plan
028	118.858	131.822
761	44.572	49.433
268	74.287	82.388
6.268	74.287	82.388
7.014	59.429	82.388
8.507	29.715	41.194
		14.418

■ Bestimmung des Unternehmenswertes

Ertragswertverfahren im 5-Jahres-Zyklus

Der Ertragswert ist der Barwert der zu prognostizierenden zukünftigen Überschüsse der Einnahmen über die Ausgaben oder stellt vereinfacht den der Erträge über die Aufwendungen dar.

Für die vorzunehmenden Schätzungen ist es erforderlich, Risiken und Chancen zu berücksichtigen.

Eine Analyse der tatsächlichen Entwicklungen in der Vergangenheit gibt hierfür eine erste Orientierung. Die Analyse der Vergangenheit bezieht sich, wenn nicht ausdrücklich anders erwähnt, auf die der Bewertung vorangegangenen 3 Jahre.

Aufgrund der mit wachsender zeitlicher Entfernung zunehmenden Unsicherheit der Ertragsprognose wird der Planungszeitraum in zwei Phasen zerlegt. In der ersten Phase ist von einem Planungszeitraum von drei bis fünf Jahren auszugehen, da für einen solchen Zeitraum die Ergebniserwartungen noch mit hinreichender Sicherheit bestimmt werden können. Für diesen Zeitraum wird eine detaillierte Planung der Ertragsüberschüsse durchgeführt. In der vorliegenden Bewertung werden die Jahre 2004 bis 2008 geplant.

Im Anschluss daran wird im Rahmen der zweiten Phase ein nachhaltig zu erwartender Ergebnisüberschuss ermittelt. Dieses Ergebnis des letzten Prognosejahres wird als nachhaltig zu erwartender Ergebnisüberschuss angesetzt und mittels ewiger Rente abgezinst.

Ertragswert (in Euro)

Jahr Zeitraum	2004 Plan	2005 Plan	2006 Plan	2007 Plan	2008 Plan	2009 Rent
Ergebnis vor Steuern	74.028	118.858	131.822	132.122	130.702	135.500
- Steuern vom Einkommen und Ertrag	27.761	44.572	49.433	49.546	49.013	50.813
= Jahresüberschuss/-fehlbetrag	46.268	74.287	82.388	82.577	81.689	84.688
= Bilanzgewinn/-verlust	46.268	74.287	82.388	82.577	81.689	84.688
Ausschüttung an den Anteilseigner	37.014	59.429	82.388	82.577	81.689	84.688
Bemessungsgrundlage für Einkommensteuer	18.507	29.715	41.194	41.288	40.844	42.344
- Einkommensteuer	6.477	10.400	14.418	14.451	14.296	14.820
= Ergebnis nach persönlicher Ertragsteuer	30.537	49.029	67.970	68.126	67.393	69.867
= Kapitalisierungsgröße	30.537	49.029	67.970	68.126	67.393	69.867
x Diskontierungsfaktor	0,9361	0,8763	0,8203	0,7679	0,7188	10,5713
= Barwert der Nettoeinkünfte	28.586	42.964	55.757	52.314	48.445	738.584
= Endgültiger Unternehmenswert	966.651					

Ergebnis

Für die M-GmbH ergibt sich danach ein Ertragswert von 966.651 Euro.

Mit dieser Wertvorstellung für sein Unternehmen geht der Unternehmer M zusammen mit seinem Unternehmensberater in die anstehenden Verkaufsverhandlungen.

Die Auswahl des Beraters



Die wichtigste Voraussetzung für die Bestimmung eines Unternehmenswertes besteht darin, dass der zu Hilfe gerufene Berater über Kompetenz und Erfahrung verfügt.

Objektivität und Vertrauen stehen hierbei im Vordergrund. Der Berater sollte gegenüber seinen Mandanten in der Angelegenheit nicht vorgebelastet sein und ihnen völlig unvoreingenommen gegenüberstehen. Aus diesem Grunde sollte sowohl der Verkäufer als auch der Kaufinteressent des Unternehmens einen eigenen Unternehmensberater beauftragen. Die Berater des BDU-Fachverbandes Unternehmensgründung und Unternehmensentwicklung werden den Käufer auf Wunsch (bei Bedarf) gerne an kompetente Kollegen verweisen.

Wenn Verkäufer und Kaufinteressent zum Unternehmensberater kommen und bereits erste Überlegungen zur Transaktion angestellt haben, kann der Berater den gesamten Prozess zum Beispiel auch als Moderator¹ zwischen Veräußerer und Käufer begleiten. Dies wird eher die Ausnahme darstellen.

¹ Die Vorschriften des Rechts-, Steuerberatungs- und sonstiger Gesetze werden eingehalten. Bitte orientieren Sie sich an unserem klärenden Wort von Seite 2.

Weitere Informationen und Mitgliederdaten

Weitere Informationen zum BDU und die aktuellen Mitgliederdaten finden Sie im Internet unter:

www.bdu.de

Informationen zum Fachverband Unternehmensgründung und Unternehmensentwicklung finden Sie unter:

www.unternehmensgruendung.bdu.de



www.bdu.de

Notizen





Bundesverband Deutscher
Unternehmensberater BDU e.V.

Impressum

Herausgeber:
Bundesverband Deutscher
Unternehmensberater BDU e.V.

Zitelmannstraße 22, 53113 Bonn
Tel.: 0228/91 61-0, Fax: 0228/91 61-26

eMail: info@bdu.de
Internet: www.bdu.de

Inhalt:
Dipl.-Ing. Claudio Ciacci
Jörg T. Eckhold
Dipl.-Volksw. Albrecht Huber
Dipl.-Öko. Ulrike Lenk
Gerd Schifferdecker
unter Mitwirkung der
Mitglieder des Fachverbandes
Unternehmensgründung und
Unternehmensentwicklung

© BDU e.V., Bonn, 2004