



**eureos**

gmbh wirtschafts-  
prüfungs...



## **wp-seminar Unternehmensbewertung**





Sie halten heute unsere Broschüre zur Unternehmensbewertung in Ihren Händen - ein wichtiges, gleichzeitig aber auch sensibles Thema für mittelständische Unternehmer.

Eine Unternehmensbewertung bildet oft die Basis wichtiger unternehmerischer oder persönlicher Entscheidungen und bedarf verlässlicher Ermittlungsgrundlagen. Gleichzeitig gehört sie aber zu den schwierigsten betriebswirtschaftlichen Fragestellungen und erfordert abseits des Tagesgeschäftes die volle Aufmerksamkeit. Es sind viele Annahmen zu treffen, ohne dass absolute Sicherheit besteht. So ist Unternehmensbewertung denn auch mehr „Kunst“ als Wissenschaft. Unsere Broschüre soll Ihnen einen ersten Einblick in die Grundzüge der Unternehmensbewertung geben und Ihnen helfen, Zusammenhänge besser zu verstehen.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre sowie viel Vergnügen beim ersten Bestimmen Ihres Unternehmenswertes.

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Juckel'.

Dr. Frank Juckel  
Partner / Wirtschaftsprüfer



Grundlagen	1
Bewertungsanlässe	3
Funktionswahl und Wertkonzepte	3
Unternehmenstransaktionen und Bewertung	5
Bewertungsmethoden	7
Bewertungsschritte	9
Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen	14
Unsere Bewertungsgutachten	15
Zu guter Letzt	17

# Grundlagen

## Bewerten heißt vergleichen

Ein Erwerber wird stets verglichen: Ist es sinnvoller, Mittel in eine sichere Anleihe oder in ein Unternehmen zu investieren? Er vergleicht dazu den jeweiligen Investitionsbetrag und damit dessen Zahlungsrückflüsse. Unter rein finanziellen Aspekten betrachtet, bestimmt sich der Wert eines Unternehmens durch seine künftig zu erwartenden finanziellen Überschüsse.

## Wert und Preis

Der Verkaufs- bzw. Kaufpreis wird nicht dem Unternehmenswert entsprechen, sondern von Angebot und Nachfrage nach Betrieben in der jeweiligen Branche und dem Verhandlungsgeschick der Parteien abhängen. Ob z. B. der Käufer bereit ist, den objektiv ermittelten Unternehmenswert zu bezahlen, ist Gegenstand der Preisverhandlungen und abhängig von vielen subjektiven Argumenten.

## Die Zukunft zählt

Der Unternehmenswert ist ein Zukunftserfolgswert, oder frei nach einem Klassiker: „Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts.“ Nicht aus den Erfolgen der Vergangenheit, sondern aus denen der Zukunft ergibt sich der Unternehmenswert. Basis dazu sind:

- die materielle Substanz,
- die Innovationskraft,
- die Stellung am Markt,
- das betriebliche Management.

## Stichtagsprinzip

Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen zu ermitteln. Mit dem Bewertungsstichtag wird festgelegt, welche finanziellen Überschüsse nicht mehr zu berücksichtigen sind, weil sie den bisherigen Eigentümern des Unternehmens bereits zugeflossen sind und ab welchem Zeitpunkt zu erwartende oder schon realisierte finanzielle Überschüsse den künftigen Eigentümern zuzurechnen sind.



## Gesamtbewertungsprinzip

Der Unternehmenswert ergibt sich aus dem Zusammenwirken der einzelnen Unternehmensbestandteile und stellt nicht lediglich die Summe der einzelnen Unternehmensbestandteile dar (Prinzip der Gesamtbewertung). Diesem Prinzip folgen die kapitalwertbasierten Verfahren. Ihnen stehen marktwert- und einzelwertbasierte Bewertungsverfahren gegenüber. Erstere dienen zur übersichtlichen Schätzung und Plausibilisierung, zweitere sind als Substanzwertverfahren steuerlich beispielsweise relevant (§ 11 Abs. 2 BewG).

## Alternative Liquidationswert

Ist es vorteilhafter, einzelne Vermögensteile oder in sich geschlossene Betriebsteile gesondert zu veräußern, käme als Unternehmenswert auch der Liquidationswert als Summe der durch Liquidation erzielbaren Nettoerlöse in Betracht. Da jedoch die zu bewertenden Gesellschaften regelmäßig unbefristet fortgeführt werden sollen und die bei einer (angenommenen) Liquidation anfallenden Kosten (Sozialpläne, Entschädigungen) den Wert zusätzlich mindern, wird im Rahmen der Bewertungsgutachten oft auf die konkrete Ableitung und Darstellung des Liquidationswertes verzichtet.

## Ergänzende Sonderwerte

Sachverhalte, die im Rahmen der Ermittlung des Zukunftserfolgswertes nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können, sind grundsätzlich gesondert zu bewerten und dem Zukunftserfolgswert hinzuzufügen. Neben dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen kommen dafür unter anderem bestimmte Finanzaktiva und steuerliche Effekte in Frage. Als nicht betriebsnotwendig gelten solche Vermögensteile, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wäre.



# Bewertungsanlässe

## Situationen

Die Bewertungsanlässe ergeben sich aus besonderen und vielschichtigen Situationen und werden insbesondere dann erforderlich, wenn Unternehmen oder Teile davon übertragen werden sollen.

Hierzu gehören:

- Unternehmensnachfolge,
- Kauf/Verkauf von Unternehmen,
- Änderungen des Gesellschafterbestands,
- Aufnahme von Beteiligungskapital,
- steuerliche Bewertung.

# Funktionswahl und Wertkonzepte

## Funktionen des Wirtschaftsprüfers

Neben dem konkreten Anlass sind Unternehmenswertermittlungen davon abhängig, welche der nachstehenden Funktion der Bewertende auftragsgemäß übernehmen soll:

- neutraler Gutachter,
- Berater,
- Schiedsgutachter.

Der **neutrale Gutachter** bestimmt den objektivierten Unternehmenswert. Er ist bewertungstechnisch frei von individuellen Wertvorstellungen der Parteien und kann so Anhaltspunkte für die anschließende Preisfindung liefern.

In der Funktion des **Beraters** wird der sog. subjektive Unternehmenswert bestimmt. Indem die individuellen Wertvorstellungen einfließen, ergibt sich dieser als jeweiliger Entscheidungswert der beauftragenden Partei. Er gibt an, was unter Berücksichtigung der vorhandenen individuellen Möglichkeiten und Planungen ein Verkäufer mindestens verlangen muss (Preisuntergrenze) bzw. ein Käufer höchstens zahlen darf (Preisobergrenze), um sich nicht zu verschlechtern.

Ein **Schiedsgutachter** ermittelt den sogenannten Schiedswert: den unter Berücksichtigung verschiedener subjektiver Wertvorstellungen der Parteien ermittelten kompromissweisen Einigungswert.



## Wertkonzepte

In nachfolgender Tabelle werden die Unterschiede anhand einer Auswahl von Bewertungsparametern verdeutlicht:

Parameter	Funktion	
	Neutraler Gutachter (objektivierter Wert)	Berater (Entscheidungswert)
Ertragskraft	gemäß Planung	individuelle Erwartung
eingeleitete Maßnahmen	Ansatz	Ansatz
unkonkrete Maßnahmen	kein Ansatz	Ansatz
echte Synergien	kein Ansatz	Ansatz
unechte Synergien	Ansatz	Ansatz
Ausschüttungen	typisiert	individuell
Altmanagement	Beibehaltung	individuell
Sitz Anteilseigner	inländisch	individuell
Typ Anteilseigner	natürliche Person	individuell
Steuerpflicht Anteilseigner	unbeschränkt	individuell
Steuersatz Anteilseigner	typisiert	individuell
Kalkulationszinssatz	typisiert	individuell

# Unternehmenstransaktionen und Bewertung

## Bewertung als Teilphase

Im komplexen Prozess einer Unternehmenstransaktion ist die Durchführung einer Bewertung jeweils nur eine einzelne von verschiedenen Teilphasen.

## Vorbereitung

Nach Definition der individuellen Ziele und Strategien und der Entscheidung zum Kauf oder Verkauf eines Unternehmens gilt es in der Vorbereitungsphase potentielle Käufer bzw. Objekte zu finden. Hierbei werden gegenüber der Transaktionspartei vor Prozessbeginn Absichtserklärungen abgegeben oder es werden Vertraulichkeitsvereinbarungen geschlossen, bevor ein erstes Informationspaket dem potentiellen Interessenten zur Verfügung gestellt wird. Im Prozessmanagement, bei der Analyse der Informationen und der Ableitung einer ersten Wertvorstellung unterstützen Sie unsere transaktionserfahrenen Berater der euros corporate finance gmbh und unsere Rechtsanwälte der euros gmbh steuerberatungsgesellschaft rechtsanwalts-gesellschaft gerne.

## Due Diligence

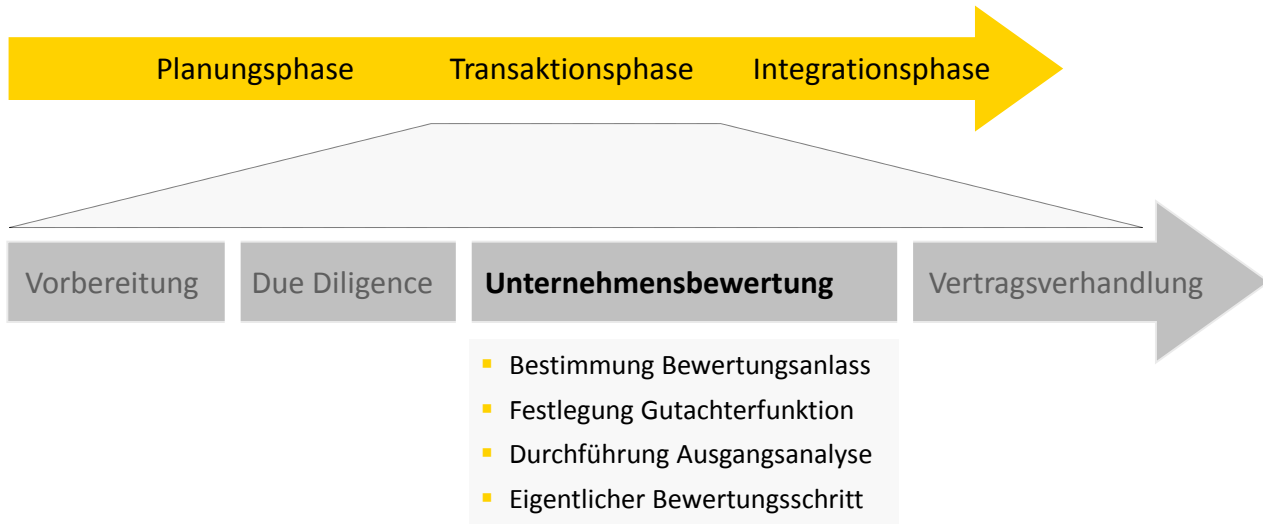
Informationsasymmetrien zwischen den Parteien werden durch eine Due Diligence abgebaut. Sie richtet sich auf die Analyse von rechtlichen, steuerlichen, organisatorischen und finanziellen Grundlagen des Zielobjekts, ggf. abgerundet durch eine Analyse der Markt- und Patentsituation. Im Sinne eines ganzheitlichen Beratungsansatzes bieten wir Ihnen die Due Diligence im Bereich Financial, Legal und Tax aus einer Hand. Wir machen Ihnen dadurch zentrale Risiken transparent und zeigen Tatbestände auf, die zur Bestimmung eines Interessenausgleichs von Bedeutung sind.

## Unternehmensbewertung

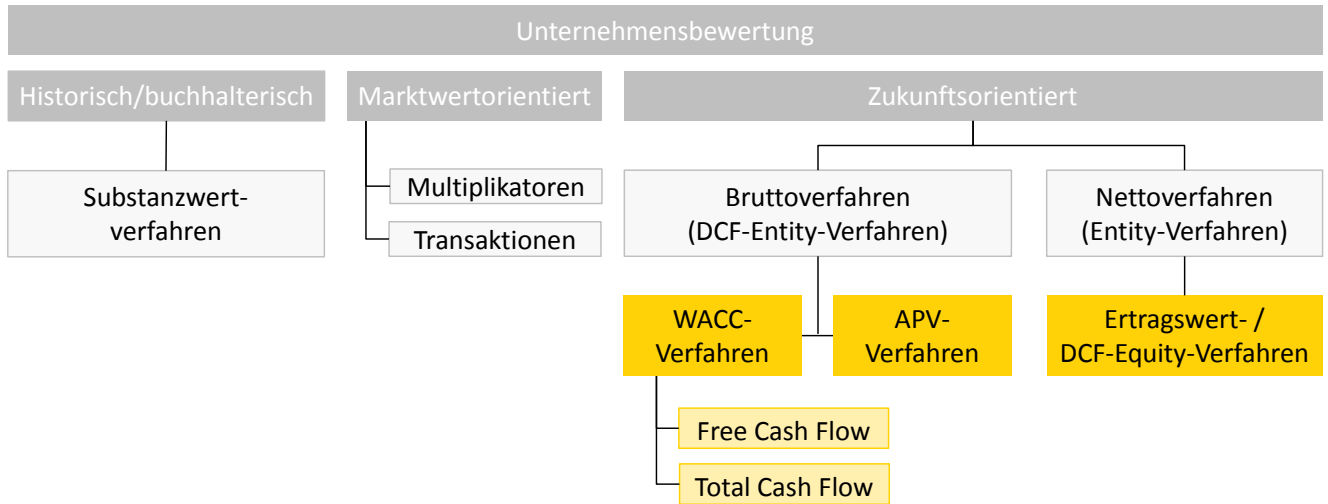
Der Due-Diligence-Prüfung folgt nun die eigentliche Unternehmenswertermittlung. In unserer Broschüre „Unternehmensbewertung“ stellen wir Ihnen hier deren Ablauf in Grundzügen dar und beschreiben unser Vorgehen.

## Vertragsverhandlung

Der Bewertung schließt sich in der Regel die Abgabe eines bindenden Kaufangebotes an, dessen Details in Vertragsverhandlungen zur Einigung über Preis, Kaufpreisklauseln, Übergabezeitpunkt sowie weiteren Zusagen für Gewährleistungen oder Garantien konkretisiert werden. Danach kommt es zur Vertragsunterzeichnung, dem sog. Signing. Nach Erfüllung ggf. aufschiebender Bedingungen des Vertrages schließt sich der Abschluss der Transaktion, das sog. Closing an. Auch in der Phase der Vertragsverhandlungen stehen wir Ihnen gern als Prozesssteuerer und als Berater für Vertragsfragen mit unseren Transaktions-, Steuer- bzw. Rechtsexperten und deren umfangreicher Expertise zur Verfügung.



# Bewertungsmethoden



### **IDW-Bewertungsstandard**

Ist eine Festlegung von Funktion und Wertkonzept erfolgt, muss der Bewerter eine sachgerechte Methode wählen. Die in der Theorie und Praxis anerkannten Grundsätze und Methoden sind im Bewertungsstandard S 1 durch das Institut der Wirtschaftsprüfer niedergelegt. Danach ergibt sich der Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert auf Basis von Gesamtbewertungsverfahren.

### **Irrelevantes Eigenkapital**

Aufgrund des Zukunftsbezuges gilt: weder (historische) Buchwerte noch aktuelle Zeitwerte im Rahmen von Substanzwertverfahren sind bewertungsrelevant. Der Unternehmenswert entspricht nicht dem bilanziellen Eigenkapital und ergibt sich nicht aus der Summe der Zeit- oder gar Buchwerte des Vermögens abzüglich der Gesamtheit der Schulden.

### **Verfahren der Gesamtbewertung**

Die Gesamtbewertungsverfahren beruhen auf dem investitionstheoretischen Kalkül und sind daher gegenseitig bei identischem Endergebnis ineinander überführbar. Sie lassen sich entsprechend der verwendeten Planungsgrößen in die Ertragswertmethode und vier verschiedene Discounted Cash Flow-Methoden (DCF) unterteilen. Die Verfahren führen auf unterschiedlichen Rechenwegen bei konsistenten Annahmen zum gleichen Ergebnis.

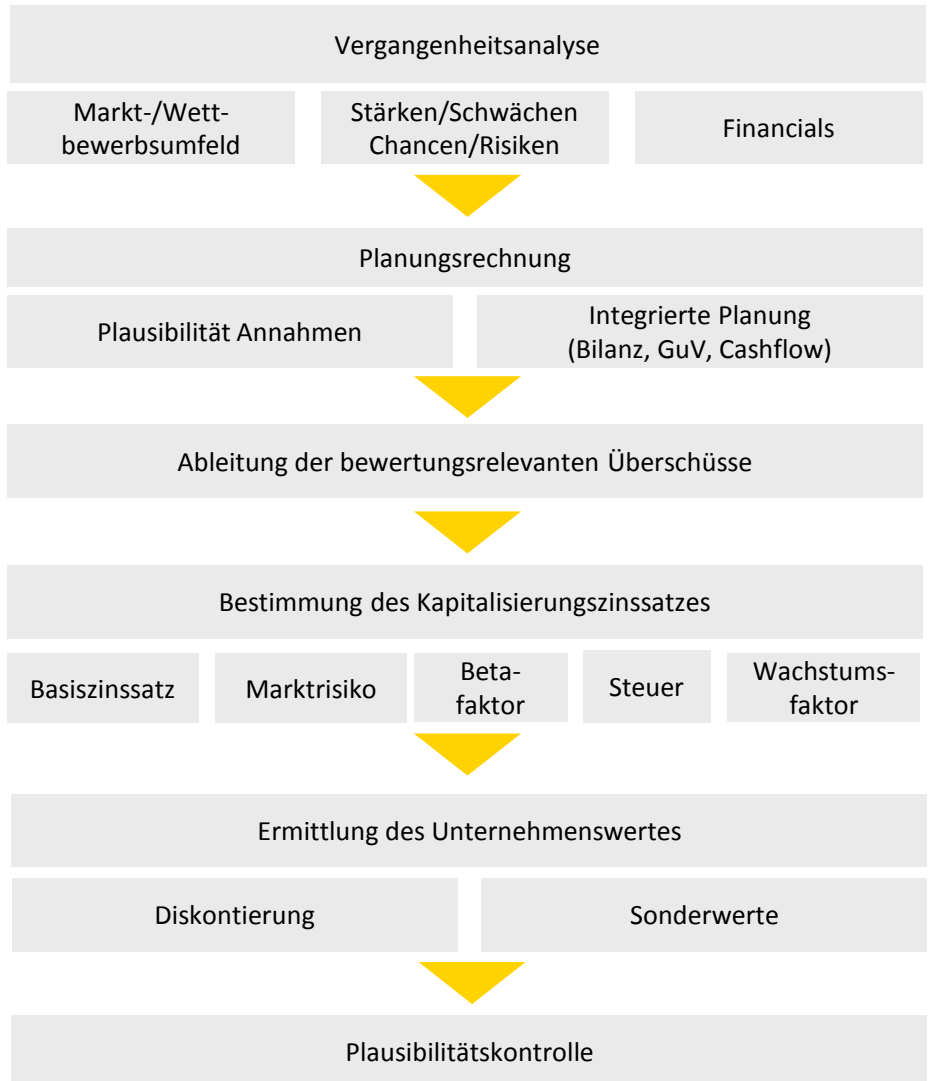
### **Marktorientierte Bewertung**

Marktbewertungen sind keine primären Verfahren, sondern kommen in Betracht, um ermittelte Unternehmenswerte ergänzend zu plausibilisieren.

# Bewertungsschritte

## Überblick

Der Prozess einer Unternehmensbewertung kann in die nachstehenden, grundsätzlichen Schritte untergliedert werden:



## Schritt 1 Vergangenheitsanalyse

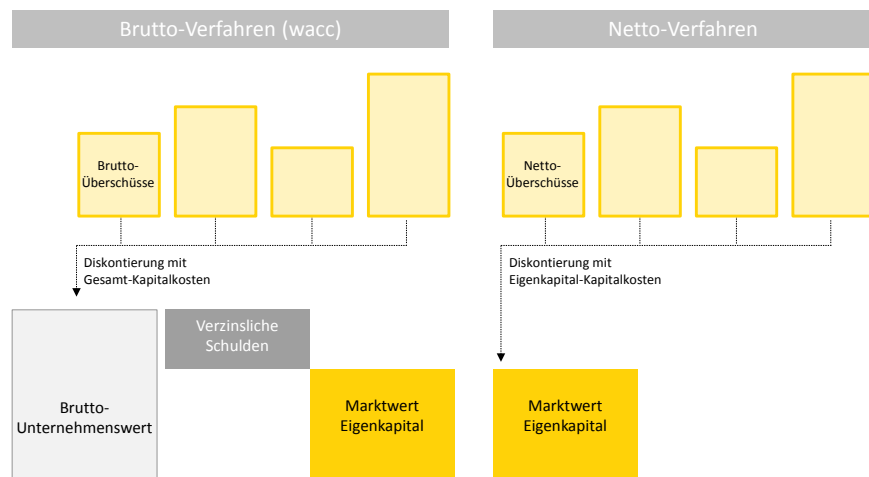
Das Ziel der Vergangenheitsanalyse besteht in der Ermittlung der bedeutsamen Ertragsquellen und Darstellung von Werttreibern. Ausgangspunkt dafür sind die bereinigten Erfolgsrechnungen der zurückliegenden Jahre. Für einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren erfolgt eine Trennung vom normalisierten Betriebsergebnis und neutralen Ergebnis zur Darstellung der nachhaltig erzielbaren Überschüsse.

## Schritt 2 Planungsrechnung

Die integrierte Planungsrechnung stellt das zentrale Element einer Unternehmensbewertung dar. Erstellung und Beurteilung setzen die Kenntnis der individuellen wertbestimmenden Faktoren und Werttreiber voraus und erfordern daher ein grundlegendes Verständnis des Geschäftsmodells. Die integrierte Unternehmensplanung beruht auf den Erkenntnissen der Vergangenheitsanalyse und umfasst Planbilanzen, Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Plan-Kapitalflussrechnungen.

## Schritt 3 Bewertungsrelevante Überschüsse

Die Ableitung der Überschüsse erfolgt in den Gesamtbewertungsverfahren nach unterschiedlichen Prinzipien. Vereinfacht dargestellt werden im Rahmen der (direkten) Nettoverfahren ausschließlich die den Anteilseignern zustehenden Beträge angesetzt, während bei den (indirekten) Brutto-Verfahren die Beträge aller Kapitalgeber berücksichtigt werden. Bei diesen müssen daher die Finanzschulden vom Bruttoundernehmenswert abgezogen werden:



## Schritt 4 Kapitalisierungszinssatz

Der zur Abzinsung der geplanten finanziellen Überschüsse geeignete Zinssatz kann nur unternehmensindividuell bestimmt werden. Er korrespondiert, wie die Überschüsse, zum gewählten Netto- oder Brutto-Verfahren. Der EK-Satz wird in der Praxis sehr häufig mit Hilfe eines Kapitalmarktmodells (z. B. CAPM: Capital Asset Pricing Model) 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. Je nach gewähltem Verfahren liegen der Diskontierung ein EK-Kostensatz oder die gewichteten Gesamtkapitalkosten zugrunde.

### - Basiszinssatz

Als Orientierungsgröße für den Basiszinssatz wird auf ein risikofreies festverzinsliches Wertpapier abgestellt. Dabei ist darauf zu achten, dass der Basiszinssatz der Geldanlage im zu bewertenden Unternehmen einer fristadäquaten alternativen Geldanlage entspricht. Die Modifikation einer Stichtagsrendite zur Herstellung der Fristenäquivalenz kann insbesondere auf Basis der aktuellen Zinsstrukturkurve erfolgen. Alternativ kann die am Bewertungsstichtag bestehende Effektivrendite einer Staatsanleihe mit einer Laufzeit von 10 bis 30 Jahren herangezogen werden.

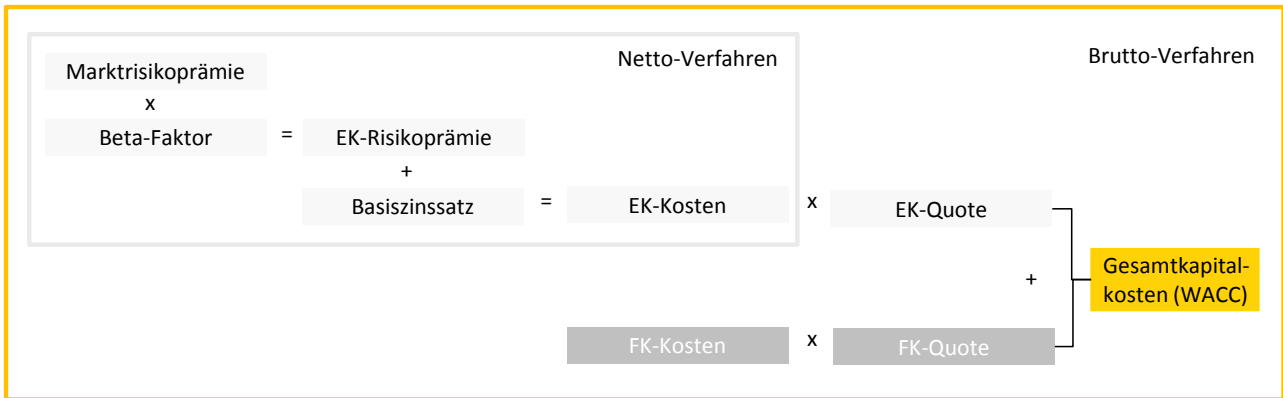
### - Marktrisikoprämie

Aufgrund der im historischen Vergleich aktuell niedrigen Renditen deutscher und europäischer Staatsanleihen empfiehlt der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW, sich bei der Ableitung der Kapitalkosten an einer Marktrisikoprämie in der Bandbreite von 5,5 % bis 7,0 % zu orientieren und eigene Überlegungen zur adäquaten Bestimmung der Marktrisikoprämie innerhalb der empfohlenen Bandbreite vorzunehmen.

### - Betafaktor

Unternehmensindividuelle Betafaktoren werden für kapitalmarktrelevante Unternehmen von Finanzdienstleistern erhoben bzw. können einschlägigen Publikationen entnommen werden. Für die Bewertung anderer Unternehmen können auf Basis dieser Informationen selbstständig Gruppen von Unternehmen (Peer Groups) gebildet werden, die mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar sind. Die so ermittelten Kapitalkosten können für die Bewertung herangezogen werden. Bei Zuordnung des Bewertungsobjekts zu einer der identifizierten Branchen können die veröffentlichten Branchendaten aber auch Grundlage für eine erste Wertindikation sein.







# Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen

## Merkmale

Kennzeichen vieler kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) sind ein begrenzter Gesellschafterkreis, Eigner mit geschäftsführender Funktion, wenige Geschäftsbe-  
reiche, Abhängigkeit von nur wenigen Produkten oder Kunden und eine oft nicht  
dokumentierte Unternehmensplanung.

## Übertragbarkeit der Ertragskraft

Es ist für die Unternehmensbewertung entscheidend, inwieweit die Ertragskraft  
eines eigentümergeführten Unternehmens auf den Käufer überhaupt übertragbar  
ist. Daher ist bei der Ermittlung der Prognose der finanziellen Überschüsse auf  
den oftmals starken Personenbezug zu achten. Aus diesem Grund sind die nicht  
ohne den Eigentümer zu realisierenden finanziellen Überschüsse eines Unterneh-  
mens, wie bspw. besondere Kundenbeziehungen oder aber auch der Unterneh-  
merlohn, einer genauen Analyse zu unterziehen und ggf. zu eliminieren.

## Bewertungsmodul KMU

Entsprechend der Besonderheiten von kleinen und mittleren Unternehmen haben  
wir eine praxisorientierte und gleichzeitig theoretische Anforderungen erfüllende  
Vorgehensweise entwickelt. Neben der Vollbewertung gem. dem Bewertungsstan-  
dard IDW S 1 bieten wir gemäß der IDW KMU-Praxishinweise alternativ eine auf  
die Bedürfnisse kleiner und mittlerer Unternehmen ausgerichtete Unternehmens-  
bewertung an. Dieses Grundmodul wird branchenbezogen und individuell auf  
die spezifischen Unternehmensverhältnisse für die jeweiligen Bewertungszwecke  
angepasst. Unsere Bewertung gibt so die „KMU-Stellschrauben“ einer Bewertung  
transparent wieder und richtet den Leistungsumfang am tatsächlichen Bedarf  
aus.

# Unsere Bewertungsgutachten

## Überblick

Wir führen Unternehmensbewertungen für Unternehmen aller Größenordnungen durch. Dabei bestimmen Bewertungsanlass und unsere Funktion als Gutachter unmittelbar Umfang und Intensität der Analysen. Der jeweilige Auftragsinhalt wird daher nach Ihren Bedürfnissen festgelegt. Dazu bestimmen wir auf Basis unserer berufsständischen Standards ein geeignetes Bewertungsverfahren und bieten mit unserem Ansatz einen modularen Einstieg in die Analyse und Bewertung von Unternehmen.

## Kurzversion

Oftmals ist eine indikative Version ohne eingehende Markt- und Unternehmensanalyse und unter vereinfachenden Annahmen ausreichend. Dementsprechend können wir erste Anhaltspunkte für den Wert eines Unternehmens durch die Abschätzung von indikativen Unternehmenswerten liefern. Dies ist insbesondere dann sinnvoll, wenn der Unternehmenswert nur überschlägig als „Richt- oder Argumentationswert“ bestimmt werden soll. Daher wird auch nur eine begrenzte Anzahl von Unterlagen benötigt, die meist ohnehin vorhanden sind. Hierfür stellen wir als Hilfestellung eine Liste der erforderlichen Unterlagen zur Verfügung. Mit dem Modul „Kurzversion“ bieten wir, ausgehend von einer ersten überschlägigen Analyse eine indikative Bewertung an, die zu einer umfassenden Bewertung als Vollversion (IDW S 1) ausgebaut werden kann. Durch den modularen Einstieg wird eine transparente Bewertung gewährleistet. Die Ergebnisse werden zusammenfassend und nachvollziehbar in Form von Gutachten, Wertindikationen oder Ergebnispräsentationen dargestellt.

## Vollversion

Soweit der Unternehmenswert bei von Anteilskauf-/verkauf, gesellschaftsrechtlich oder bei Kreditgebern durch „anerkannte Bewertungsverfahren“ ermittelt werden muss oder bei der Finanzverwaltung anerkannt werden soll, ist eine Unternehmensbewertung gemäß IDW S 1 zu empfehlen. Die Vollversion einer anerkannten Unternehmensbewertung erfolgt dementsprechend mit eingehender Markt- und Unternehmensanalyse. Sie erfüllt vollumfänglich die Anforderungen des Standards IDW S 1 unter Berücksichtigung gerichtlich anerkannter Bewertungsparameter. Die Unterlagen des Unternehmens werden auf inhaltliche Vollständigkeit und sachliche Schlüssigkeit beurteilt. Es erfolgen Anpassungen oder Bereinigungen einzelner Daten, soweit dies notwendig ist. So können, je nach Abgrenzung des Bewertungsobjektes, komplexe Konsolidierungen von Geschäftszahlen zwischen verbundenen Unternehmen, bei Konzernstrukturen oder Betriebsaufspaltungen erforderlich werden.

## Benötigte Unterlagen

Abhängig vom benötigten Umfang des Bewertungsgutachtens werden für eine Unternehmensbewertung in der Regel folgende Unterlagen benötigt:

Gegenstand
Auftrag mit Festlegung von Funktion, Bewertungszweck und Bewertungsstichtag
aktueller Auszug Handelsregister
Gesellschaftsvertrag und relevante Beschlüsse
Organigramm
Geschäftsführeranstellungsverträge
Jahresabschlüsse und Lageberichte der letzten 3 Jahre
Prüfungsberichte der letzten 3 Jahre
integrierte Planung der nächsten 3 bis 5 Jahre
Darstellung der Planannahmen
Kunden-/Umsatzstatistik mit Mengen und Preisen
Darlehensverträge/Tilgungspläne
(langfristige) Kunden- und Lieferantenverträge
Berichte der Betriebsprüfungen
Darstellung des Standes der steuerlichen Veranlagung
Mitarbeiter-Statistik
Betriebsvereinbarungen
Pensionsvereinbarungen
sonstige wichtige Unterlagen zum Personal

## Zu guter Letzt

Price is what you pay. Value is what you get!  
(nach Warren Buffet)

... oder mit anderen Worten:

Mittels Gutachten wird ein objektiver Unternehmenswert ermittelt.  
Der Preis bildet sich durch Verhandlung zwischen Käufer und Verkäufer.

Lassen Sie uns gemeinsam die ideale Balance zwischen Wert und Preis finden.







→ **eureos gmbh**  
**wirtschaftsprüfungsgesellschaft**  
→ **[www.eureos.de](http://www.eureos.de)**  
→ **Kontakt: [wp@eureos.de](mailto:wp@eureos.de)**

**Impressum**

Verantwortlich: Geschäftsführer WP Dr. Frank Juckel; eureos gmbh wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Kramergasse 4, 01067 Dresden  
Diese Publikation dient der Information von Mandanten sowie der interessierten Öffentlichkeit und ist ein kostenloser Service. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Wir übernehmen dennoch keine Gewähr und keine Haftung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Hinweise. Alle Angaben beziehen sich auf den Rechtsstand zum Zeitpunkt der Fertigstellung. Es können aufgrund künftiger Entwicklungen Änderungen eintreten. Wir übernehmen keine Verpflichtung, hierüber zu informieren. Die Informationen dieser Publikation ersetzen auch keinesfalls die individuelle Prüfung des Einzelfalls. Wir übernehmen daher keine Gewähr für Gestaltungen, die ohne unsere individuelle Beratung realisiert werden.