

Imageverbesserung

Arbeitsplatzsicherung

Anonyme Marktpreisermittlung Share- / Asset Deal

Käufer-Recherche

Wertsteigerungskonzept

Due Dilligence

Sichere und schnelle Abwicklung

Auf-/ Abspannen Teilbetrieben

Kaufpreis

Plausibilisierung Marktvergleichswert

Verhandlungsunterstützung

Umsetzungsbegleitung

Deal Breaker

Erbschafts- und Schenkungssteuervermeidung

Erbauseinandersezungen

Klassische Unternehmensbewertung und neue Anze

Unternehmensbewertung im Mittelstand

Gesellschafterabfindungen

Szenario-simulation

Umsatzverkauf

Vertrags-gestaltung

Erfindung

Kapitalstrukturrisiko

Erneuerung out Regelung

Martin Keller

Diplomkaufmann,
Legum Magister Unternehmensrestrukturierung
Martin Keller

Inhaltsverzeichnis

1. Aufbau des Buches
2. Zukunftsthema Unternehmenswert
3. Charakteristika kleiner und mittelgroßer Unternehmen
 - 3.1 Abgrenzung von KMU
 - 3.2 Sozioökonomisches Geflecht zwischen Familie und Unternehmen
 - 3.3 Finanzsituation von KMU
 - 3.4 Steuerliche Besonderheiten bei Familien-Nachfolge
 - 3.5 Förderung von Unternehmensübergaben
4. Unternehmensbewertung in KMU und börsennotierten Unternehmen
 - 4.1 Bewertung des Zukunftserfolgs
 - 4.1.1 Bewertung bei Prognoseunsicherheit
 - 4.1.1.1 Sicherheitsäquivalenzmethode
 - 4.1.1.2 Risikozuschlagsmethode
 - 4.1.2 Anwendungsvoraussetzungen / Prämissen
 - 4.1.2.1 Objektive - subjektive - funktionale Wertermittlung
 - 4.1.2.2 Abgrenzung des Bewertungsobjekts
 - 4.1.2.3 Prognose auf Basis eines integrierten Finanzplans
 - 4.1.2.4 Zuflussprinzip und Zahlungsstromorientierung

4.1.2.5 Unternehmensfortführung und Normalisierung

4.1.2.6 Stichtagsprinzip und Zukunftswertermittlung

4.1.2.7 Äquivalenzprinzipien

4.1.2.7.1 Rendite-Risikoäquivalenz

4.1.2.7.2 Laufzeitäquivalenz

4.1.2.7.3 Fungibilität als Äquivalenzkriterium

4.1.2.7.4 Unternehmensgröße als Äquivalenzkriterium

4.1.2.8 Wachstum

4.1.2.9 Synergieeffekte

4.1.2.10 Berücksichtigung von Ergebnis-Steuern

4.1.2.11 Vollkommener Kapitalmarkt

4.2 Methodik der Zukunftserfolgsverfahren

4.2.1 Ertragswertverfahren

4.2.2 Discounted Cash Flow Verfahren (DCF)

4.2.2.1 Flow to Equity (FTE) Verfahren

4.2.2.2 Adjusted Present Value Verfahren (APV)

4.2.2.3 WACC Ansatz (FCF) und CAPM

4.2.2.4 Total Cash Flow (TCF)

4.2.3 Marktorientierte Vergleichsverfahren (Multiples)

4.3 Alternative oder ergänzende Verfahren

4.3.1 Economic Value Added (EVA)

4.3.2 Risikoprofil-Methode

4.3.3 Substanzwerte

4.3.4 Liquidationswerte

4.4 Unternehmenserfolg als Bewertungsmaßstab

4.4.1 Umsatzplanung

4.4.2 Kostenplanung bottom up im
Gegenstromverfahren

4.4.3 Planung der Ergebnisgrößen

4.5 Der Kapitalisierungszinssatz

4.5.1 Ermittlung des risikofreien Basiszinssatzes

4.5.2 Ermittlung der Marktrisikoprämie

4.5.3 Ermittlung des β -Faktors

5. Rechtsprechung

5.1.1 Wertermittlungsverfahren

5.1.1.1 Ertragswertmethode

5.1.1.2 Discounted Cash Flow Verfahren

5.1.1.3 Plausibilisierung von Zahlungsprognosen
und Standards

5.1.1.4 Bezugszeitpunkt von Daten und
Bewertungsmethoden

5.1.1.5 Bemessung des
Kapitalisierungszinssatzes

5.1.1.6 Terminal Value mit Wachstumsfaktor

5.1.1.7 Multiplikatorverfahren

5.1.1.8 Börsenkurs

6. Thesenförmige Zusammenfassung

7. Literaturverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|---------|---|
| Abs. | Absatz |
| AG | Aktiengesellschaft |
| AktG | Aktiengesetz |
| APV | Adjusted Present Value |
| Art | Artikel |
| Aufl. | Auflage |
| β | Beta = unternehmensspezifisches Risiko zu Marktrisiko |
| BewG | Bewertungsgesetz |
| Bafa | Bundesanstalt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle |
| BayObLG | Bayerisches Oberstes Landesgericht |
| BB | Betriebs-Berater |
| BFH | Bundesfinanzhof |
| BGB | Bürgerliches Gesetzbuch |
| BGBL | Bundesgesetzblatt |
| BGH | Bundesgerichtshof |
| BGHZ | Entscheidungssammlung des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen |
| BVerfG | Bundesverfassungsgericht |
| BMF | Bundesministerium für Finanzen |
| BMWi | Bundesministerium für Wirtschaft und Energie |
| bspw. | beispielsweise |
| ca. | circa |
| CAPM | Capital Asset Pricing Model |
| CF | Corporate Finance |
| Cov | Kovarianz |
| DB | Der Betrieb |
| DCF | Discounted Cash Flow |
| DStR | Deutsches Steuerrecht |
| EBIT | Earnings before interest and tax |
| EBITDA | Earnings before interest, tax depreciation and amortization |
| EGT | Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit |
| EK | Eigenkapital |
| ErbStG | Erbschaft- und Schenkungssteuergesetz |
| EStG | Einkommensteuergesetz |
| et al. | et alii/ et aliae (und andere) |

| | |
|--------|---|
| EV | Enterprise Value |
| FAUB | Fachausschuss Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft |
| FB | Finanzbetrieb |
| FCO | Freier Cash Flow aus operativer betrieblicher Tätigkeit |
| FCI | Freier Cash Flow aus Investitionstätigkeit |
| FCF | Freier Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit |
| FCFF | Free cash Flow to Firm = Netto-Gesamt Cash Flow |
| f./ff. | folgende/ fort folgende |
| FK | Fremdkapital |
| FTE | Flow to Equity |
| g | Wachstumsfaktor |
| GG | Grundgesetz |
| GK | Gesamtkapital |
| GmbHG | Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung |
| GuV | Gewinn- und Verlustrechnung |
| HFA | Hauptfachausschuss des IDW |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| Hrsg. | Herausgeber |
| i.d.F. | in der Fassung |
| i.d.R. | in der Regel |
| IDW | Institut der Wirtschaftsprüfer |
| IfM | Institut für Mittelstandsforschung Bonn |
| KfW | Kreditanstalt für Wiederaufbau |
| KMU | Kleine und mittlere Unternehmen (engl. SME) |
| LG | Landgericht |
| LuL | Lieferungen und Leistungen |
| LBO | Leverage buy out |
| MBO | Management buy out |
| MBI | Management buy in |
| M&A | Mergers and Acquisitions |
| NZG | Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| p.a. | per annum |
| PMI | Post Merger Integration |
| RONA | Return on net operating Assets |
| ROCE | Return on Capital Employed |
| s | Steuersatz |
| S. | Seite |
| SWOT | Strenghts, Weaknesses, Opportunities, Threads |
| t | Zeitindex |

| | |
|-------|--|
| TV | Terminal Value |
| v. | vom |
| WACC | weighted average cost of capital |
| WPg | Die Wirtschaftsprüfung |
| z. B. | zum Beispiel |
| ZfB | Zeitschrift für Betriebswirtschaft |
| ZfbF | Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung |
| ZGR | Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht |
| ZIP | Zeitschrift für Wirtschaftsrecht |

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Unternehmensübergaben zwischen 2014 und 2018

Abbildung 2: Übergabe nach Wirtschaftszweigen 2014-2018

Abbildung 3: Übergabe nach Umsatz-Größenklassen 2014 - 2018

Abbildung 4: Angebot und Nachfrage in Deutschland

Abbildung 5: Selektionskriterien der Unternehmensbewertung

Abbildung 6: Einzelunternehmen und Personengesellschaften

Abbildung 7: Abgrenzung von KMU lt. EU Kommission und IfM

Abbildung 8: Zielsysteme in familiengeführten Unternehmen

Abbildung 9: Innenfinanzierung nach Größenklassen

Abbildung 10: Systematisierung der Unternehmensbewertung

Abbildung 11: Bewertungsansätze der Zukunftserfolgsverfahren

Abbildung 12: Ableitung von Kapitalkosten

Abbildung 13: Insolvenzwahrscheinlichkeit nach Umsatzgrößenklassen

Abbildung 14: Transaktionsbesteuerung

Abbildung 15: Ermittlung des Netto Cash Flows

Abbildung 16: Progressive und retrograde Ermittlung des EBIT

Abbildung 17: Finanz-Multiplikatoren in der Industrie 2014

Abbildung 18: Analyse von Vergleichsunternehmen in der Peer Group

Abbildung 19: Risikoprofilmethode

Abbildung 20 Zinsstrukturkurve in der Langfristperspektive

Abbildung 21 Forward Rates EZB

Abbildung 22 Implizite Marktrisikoprämie 1999 -2014

Abbildung 23: Praktikerverfahren zur Schätzung des Beta-Faktors

Abbildung 24: Anteil und Art von Bewertungsrügen

1. Aufbau des Buches

In **Teil 2** wird die hohe Relevanz des Themas Unternehmensbewertung mit besonderer Berücksichtigung des Mittelstands aufgezeigt. Bei der vorliegenden Arbeit stehen als Bewertungsanlass Unternehmensübergaben mit einem Gesellschafterwechsel im Vordergrund. In diesem Teil wird der Frage nachgegangen, in welchen Branchen der Bedarf an guter Verkaufsvorbereitung besonders hoch ist, weil der Finanzierungsbedarf und die Qualifikation des Erwerbers erhöhte Anforderungen stellen. Anschließend werden die Perspektiven von Erwerber und Verkäufer in verschiedenen Übergabeszenarien betrachtet und geprüft, inwieweit die Betrachtung kleiner und mittelgroßer Unternehmen (KMU) an spezifische Parameter, wie beispielsweise die Rechtsform geknüpft ist.

Teil 3 nimmt eine Abgrenzung der Unternehmen anhand der Besonderheiten des Mittelstandes vor. Hier werden quantitative und qualitative Charakteristika zur Abgrenzung einer homogenen Unternehmensgruppe herausgearbeitet. Bei KMU wird auf die besondere Rolle der Geschäftsleitung, die zum Teil intrinsischen Motive der Familie und der „Doppelrollenproblematik“ der Familienmitglieder untereinander eingegangen. Die erschwerten Außenfinanzierungsmöglichkeiten und die mangelnde Innenfinanzierung werden ebenso angesprochen wie die aktuelle erbschaftsteuerliche Thematik bei der familieninternen Unternehmensübergabe. Ein kurzer Aufriss der öffentlichen Fördermöglichkeiten bei der Unternehmensübergabe und -bewertung schließt den dritten Teil ab.

Teil 4 beinhaltet den Hauptteil der vorliegenden Arbeit und untergliedert sich in fünf Unterabschnitte. Zunächst wird das entscheidungsbezogene Grenzpreiskonzept unabhängig von der Unternehmensgröße mit einer einfachen Barwertformel zur Berechnung des Unternehmenswerts als „Zukunftserfolgswert“ vorgestellt. In **Abschnitt 4.1** wird auf die Sicherheitsäquivalenzmethode und die Risikozuschlagsmethode als den beiden grundlegenden Ansätzen zum Umgang mit Unsicherheit, die sich aus der Zukunftsbetrachtung zwangsläufig ergibt, eingegangen. Basierend auf dem Standard S1, den das Institut der Wirtschaftsprüfer zur Unternehmensbewertung herausgibt, werden Anwendungsvoraussetzungen und Prämissen des Standards, auf ihre besondere Anwendungsrelevanz und Aussagekraft für KMU erörtert. **Abschnitt 4.2** beschreibt die gängigen Bewertungsverfahren mit einem Schwerpunkt auf den Varianten des Discounted Cash Flow Verfahren und geht insbesondere auf das vom Institut der Wirtschaftsprüfer präferierte „Capital Asset Pricing Model“ mit seinen Komponenten ein. **Abschnitt 4.3** stellt alternative und ergänzende Verfahren vor, die zwar keinen Bezug zum IDW Standard haben, aber dennoch in der Praxis relevant sind oder eine methodisch interessante Alternative zu den Standardverfahren bieten. **Abschnitt 4.4** geht auf den Zähler der Barwertformel sowohl mit statischen als auch mit dynamischen, mehrperiodigen Erfolgsgrößen ein. **Abschnitt 4.5** behandelt den Nenner der Barwertformel. Der Kapitalisierungszins wird nach seinen einzelnen Parametern differenziert und insbesondere bezüglich der zu fordernden Eigenkapitalverzinsung der Anteilseigner/Gesellschafter in einen risikofreien Basiszinssatz, eine Marktkrisikoprämie und ein Beta unterschieden. Zu diesen Zinskomponenten wird der aktuelle Diskussionsstand wiedergegeben. Es wird untersucht, inwieweit die Erkenntnisse der jüngsten Finanzkrise die einzelnen Barwertkomponenten, aber auch

das CAPM als Standardverfahren beeinflussen und inwieweit die CAPM Parameter auch für kleinere Unternehmen vorgegeben werden.

Abschnitt 5 stellt auf die neuere Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung ab und bezieht empirische Studien ein, um auch hier zu prüfen, inwieweit die Rechtsprechung in Form der Spruchverfahren Ansatzpunkte für die Bewertung großer und kleiner Unternehmen bietet.

Im Ergebnis dieser Arbeit sollen die Relevanz der Unternehmensbewertung, gerade auch für kleine und mittelgroße Unternehmen mit ihren Prämissen und Methoden in Form von Standardverfahren, aber auch alternativen Ansätzen verdeutlicht worden sein. Insbesondere aber sollten die in Betriebswirtschaft und Rechtsprechung gewonnenen Erkenntnisse zur Bewertung und Kapitalisierung von Zukunftserfolgen auf aktuellstem Stand erörtert und auf ihre Anwendbarkeit bezüglich der hier fokussierten Unternehmen klar(er) sein.

Abschnitt 6 bietet eine thesenförmige Zusammenfassung der Erkenntnisse.

2.Zukunftsthema Unternehmenswert

In Deutschland befindet sich eine Vielzahl von kleinen und mittelgroßen Unternehmen überwiegend in Familienbesitz und werden inhabergeführt. [Abbildung 1](#) belegt, dass fast 95% der zur Übergabe anstehenden Unternehmen familiengeführt werden, aber weniger als 4% des Gesamtunternehmensbestandes auch übergabereif sind. Angesichts der demographischen Situation in Deutschland stehen in den nächsten 5 Jahren 3,7 Mio. Unternehmen vor der Frage der Unternehmensübergabe und mindestens so viele Unternehmer vor der Frage Ihrer Altersabsicherung, die bei fehlender Übergabereife noch ungesichert erscheint.

Wenn von Unternehmensübertragung im Mittelstand gesprochen wird, geht es immer um den Unternehmer persönlich. Dieser stellt sich die Frage:

„Was ist mein Unternehmen wert?“

Die Beantwortung dieser Frage ist, wie nachfolgend zu zeigen sein wird, von verschiedenen Umfeldparametern wie Branchenzuordnung, Rechtsform und Unternehmensgröße abhängig; zudem ist „Wert“ in den wenigsten Fällen auch „Preis“.