



UNTERNEHMER
TREFFEN

Herzlich Willkommen zum 5. UNTERNEHMER TREFFEN

Unternehmensbewertung in KMU

AGENDA



Anlässe



Methoden



Besonderheiten in KMU



Neue Ansätze / Entwicklungen



Prof Dr Bernhard Schwetzler

- Vorwort zum Jahrbuch der Unternehmensbewertung:
- Praktische Relevanz als Auswahlkriterium schützt den potenziellen Leser des Jahrbuchs vor „over-engineered“ Modellansätzen aus der theoretischen Wissenschaft, die aufgrund der hohen Komplexität und der engen Anwendungsvoraussetzungen nur wenig Unterstützung bei der Lösung von wichtigen Praxisproblemen bringen
- Das möchte ich auch heute zum Motto dieses Vortrages machen



Anlässe



• Initiative

- Kauf
- MBO
- Fairness Opinion



• Gesetzliche Vorschriften

- Abfindung § 304 AktG



• Vertragliche Vereinbarung

- Austritt
- Erbauseinandersetzung
- Scheidung



• Bilanzielle Verpflichtung

- Handelsrechtliche Bewertung



Zu beachten:

- Das Vorgehen hängt in hohem Maße vom Anlass der Bewertung ab
- Deshalb ist in einem Gutachten zwingend darauf hinzuweisen
- Prof. Dr. Wolfgang Ballwieser spricht vom Zweckadäquanzprinzip der Unternehmensbewertung
- Das bedingt beispielsweise auch, ob (erwartete) Synergien zu berücksichtigen sind oder eben gerade nicht



Erster Schwenk zum ES 1

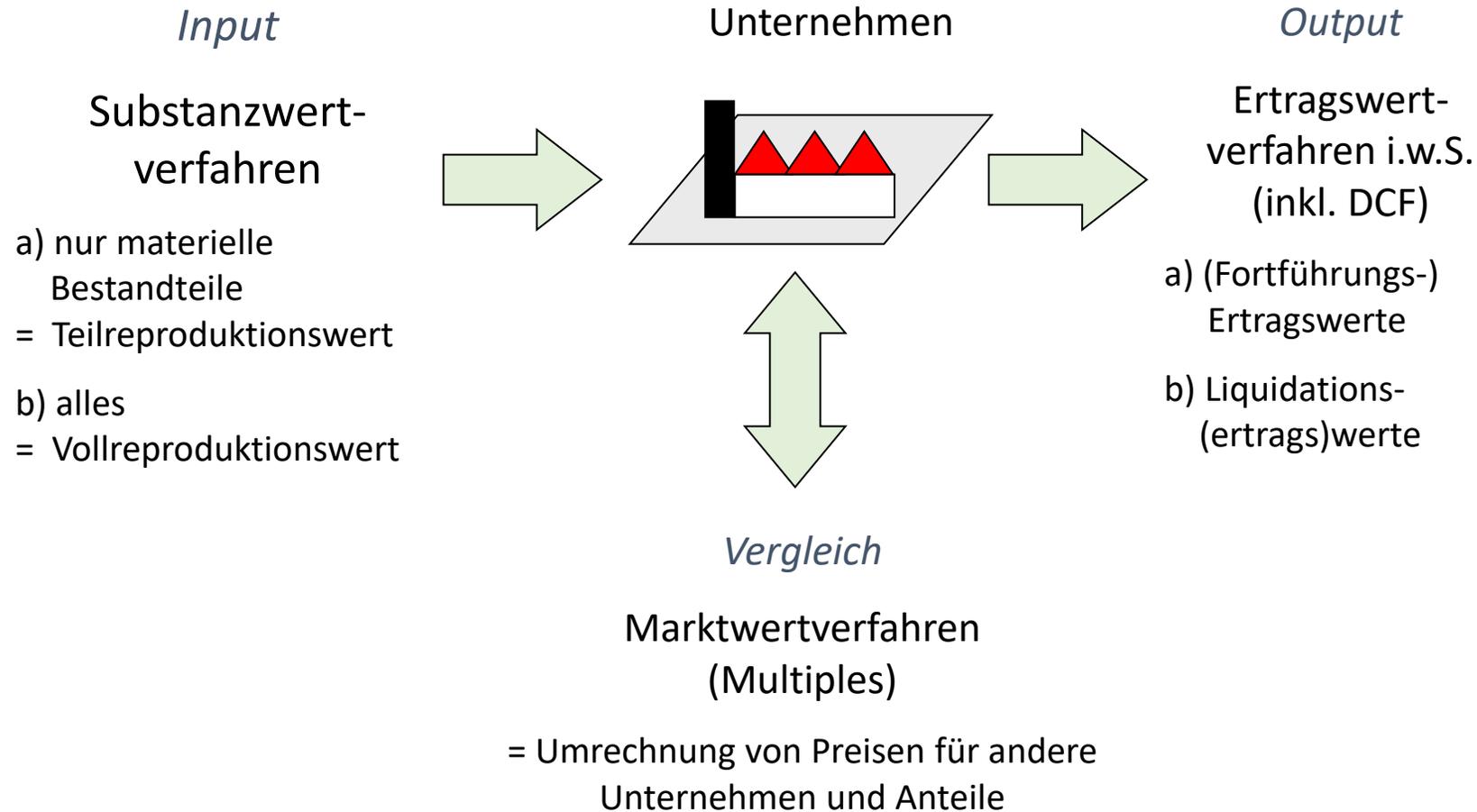
- RZ 16 : „Der objektivierte Unternehmenswert i.S. dieses IDW Standards stellt einen intersubjektiv nachvollziehbaren Zukunftserfolgswert aus der Perspektive von **Eigenkapitalgebern** dar, die **umfassend informiert** rein finanzielle Interessen verfolgen und **keinen Einfluss** auf die Geschäftspolitik haben“
- Wer soll das sein ?
- Problem: Versetzen Sie sich in die Lage einer Person, die gar nicht existiert ???



Einfluß des Bewertungsanlasses

- Die Wertbestimmung im Falle eines Verkaufes wird immer zunächst subjektiv sein
- Im spätere Verlauf einer M&A Transaktion kommt es zu einer Einigung.... Oder eben nicht (Unterschied Wert und Preis)
- Kritischer : Suche nach dem objektiven Wert
- Hier können die Vertreter verschiedener Interessen im besten Falle hinterfragen, ggf aber auch den Rechtsweg suchen
- Das passiert bei der Veräußerung eines KMU nicht !

Bewertungsverfahren- und methoden (1)



Erster Blick in die Praxis:

- Durchgesetzt hat sich im Bereich der Wertgutachten : Das Ertragswertverfahren (IDW; Deutschland) oder das DCF Verfahren
- Allerdings haben die Multiple Bewertungen sowohl die „Wahrheit des Marktes“ als auch die (scheinbare) Einfachheit der Anwendung als Argument für sich ; aber eigentlich kein Wert sondern ein Preis Modell
- Die Substanzwertverfahren haben (mit Ausnahme des Mindestwertes) kaum praktische Bedeutung

Mindestwert

- Der Mindestwert ist immer der Liquidationswert
- Beispiel:
- Gasthaus im Stadtzentrum
- Nachhaltiger Ertrag vor Unternehmerlohn : 40.000 €
- Angemessene Bezüge für einen externen Geschäftsleiter: 50.000 €
- Ertragswert nachhaltig = - 10.000 €; Verbindlichkeiten 100.000 €
- Buchwert der Immobilie: 180.000 €
- Verkehrswert Immobilie: 600.000 €



Mindestwert:

• Ertragswert :	0 €
• Aber: Erlös aus Verkauf Immobilie:	600.000 €
• Abzüglich Verbindlichkeiten :	100.000 €
• Abzüglich Liquidationskosten:	30.000 €
• Abzüglich Steuern $((600-180-30)*45\%$ oder 27%)	175.500 €
• Ergibt:	294.500 €

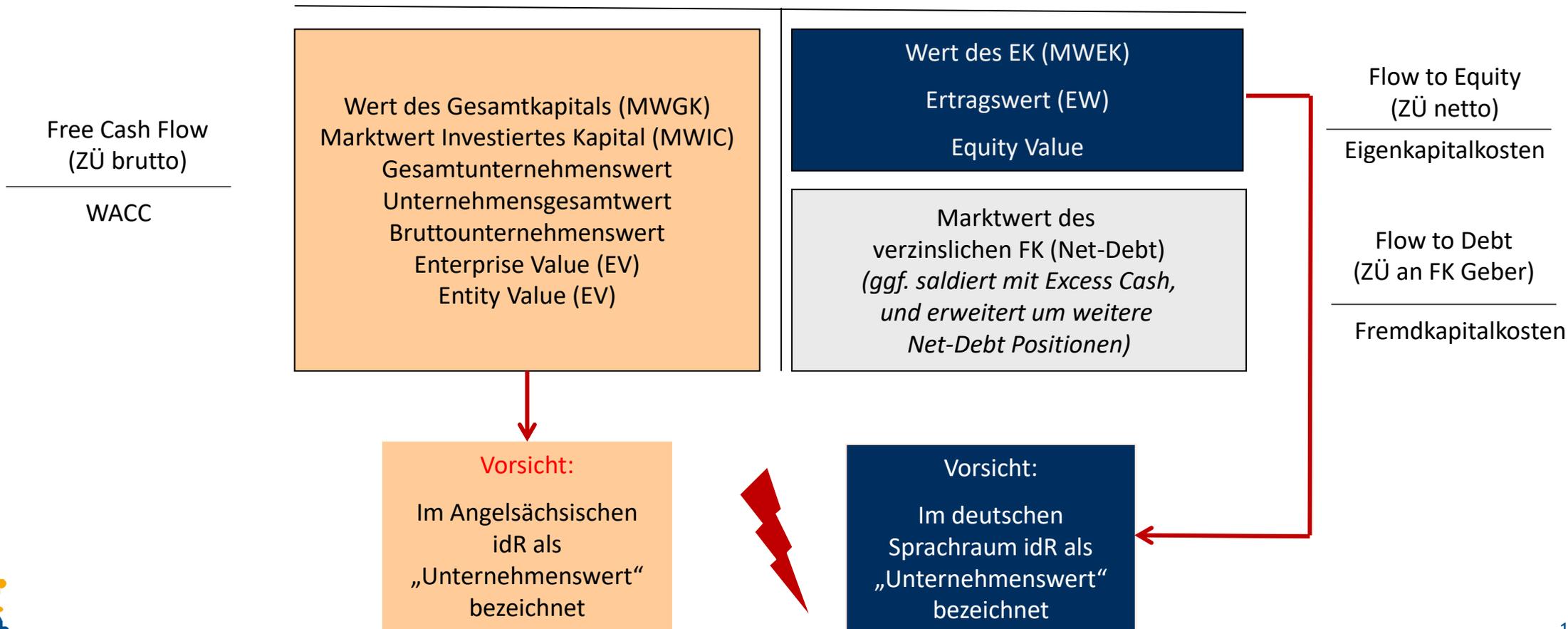


Methodenüberblick

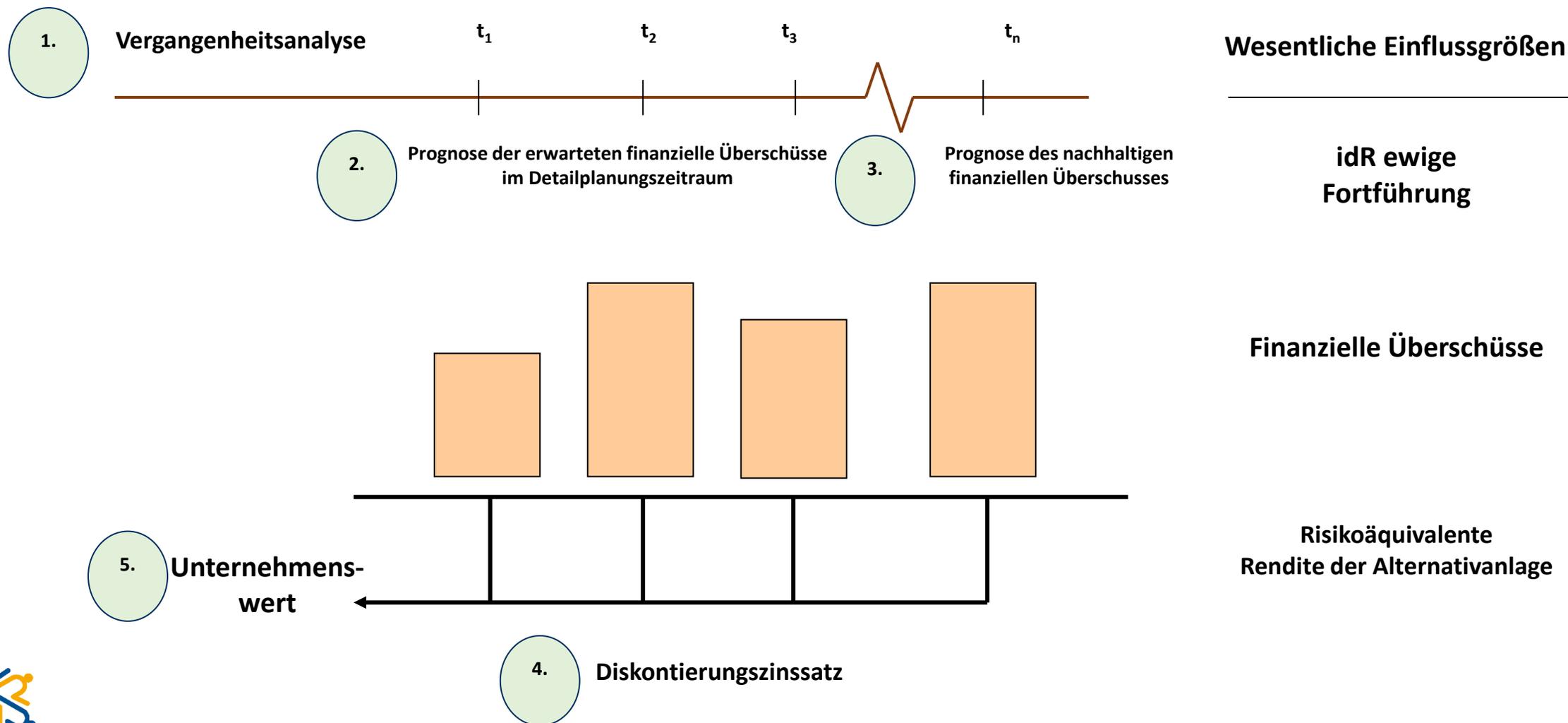
**Brutto-Methoden
(Entity Methoden)**

**Netto-Methoden
(Equity Methoden)**

Marktwertbilanz



Bewertungskonzeption Ertragswert/DCF



Vereinfachte Darstellung des Prinzips:

$$W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t^{bV}}{(1+r)^t} + nbV$$

E_t^{bV} = erwarteter Unternehmensertrag aus dem betriebsnotwendigen Vermögen in der Periode t

nbV = nicht betriebsnotwendiges Vermögen

r = individueller, konstanter Diskontierungszinssatz (vgl. 5.3)

Zentrale (unwissenschaftliche) Fragen

- Welche zukünftigen Erträge oder Cash flows zinse ich ab ?
- Im Detailplanungszeitraum
- Und danach ? Ewige Rente; ja oder nein ?
- Wenn nicht : Was dann
- Mit welchem Zinssatz ?
- Wie verändert sich der Zinssatz ?



Welche zukünftigen Erträge oder Cash flows zinse ich ab ?

- Liegt eine Planung vor ?
- Ist diese belastbar ? Hier ist der ES 1 jetzt sehr deutlich
- Lob der RMA : Es ist die Verantwortung des Gutachters, das eine erwartungstreue Planung vorliegt; **Kritik: Es wird nicht ausreichend auf das Risikomanagement eingegangen**
- Integrierte Planung , die in sich abgestimmt ist ? (Achtung Posten wie So Verb. oder allgemein : Verbindlichkeiten)
- Sind die Kapazitäten (Maschinen, Personal etc) für die geplanten Umsätze vorhanden
- Ist die Nachfrage plausibel (Vergleich mit Markteinschätzungen Prognosen etc



Zukünftige Erträge

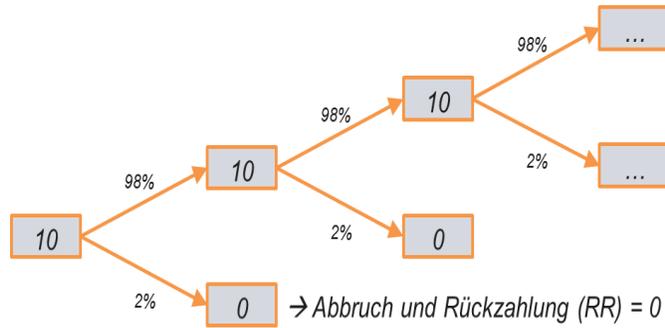
- Zunächst unverständlich : Bewertung erfolgt in allen Branchen (Industriebetrieb, Arztpraxis, Bäcker.....) gleich
- Bisher kein Unterschied : Top moderner Betrieb oder „heruntergerittener Betrieb“ der gerade noch so akzeptabel funktioniert
- Diese Erkenntnisse fließen in die Planung ein; Investitionen beschränken in der Planung die ausschüttbaren Gewinne , Restrukturierungskosten drücken die Ergebnisse und wirken so auf den Unternehmenswert
- Im Gegenzug: nicht notwendiges BV, Überstände liquider Mittel etc.



Exkurs:

- Die Abzinsung zukünftiger Erträge setzt voraus, dass das Unternehmen zu diesem Zeitpunkt noch existiert
- Damit müsste eigentlich zusätzlich über ein Rating eine Ausfallwahrscheinlichkeit (Insolvenzrisiko) bestimmt werden
- Dann sind die zukünftigen Erträge nur nach Multiplikation mit dem Kehrwert der Insolvenzwahrscheinlichkeit in die Formel miteinzubeziehen





Unternehmensspezifisches (!) Insolvenzrisiko ist immer zu betrachten.

Erfassung über (1) p Zuschlag im üblichen Rentenmodell (2) Binomialbaum, der aber keinen negativen fcf zulässt (3) Monte Carlo Simulation.

Zeit (t)	1	2	3	4 ff.
Erwartungswert ohne Insolvenz (bedingt)	10	15	20	20
Insolvenzwahrscheinlichkeit p_t	0,02	0,02	0,02	0,02
Überlebenswahrscheinlichkeit	0,98	0,96	0,94	$(1-p)^t$
Erwartungswert (Z_t^e)	9,8	14,4	18,8	18,4

$$W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Z_t^e}{(1+k)^t} = \sum_{t=1}^T \frac{Z_t^e}{(1+k)^t} + \frac{Z_{T+1}}{(1+k)^T(k+p)} = \frac{9,8}{1,1} + \frac{14,4}{1,1^2} + \frac{18,8}{1,1^3} + \frac{18,4}{1,1^3 \cdot (0,1+0,02)} = 150$$

mit einem risikogerechten Diskontierungszinssatz von $k=10\%$ und einer langfristigen Wachstumsrate von $w=0\%$

Gleißner, W. (2017): Das Insolvenzrisiko beeinflusst den Unternehmenswert: Eine Klarstellung in 10 Punkten, in: BewertungsPraktiker, 2/2017, S. 41-50.; Lobe, S./Hölzl, A. (2011): Ewigkeit, Insolvenz und Unternehmensbewertung: Globale Evidenz, in: CFB vom 06.06.2011, Heft 04, Seite 252 - 257, CFB0415360.; Gleißner, W. (2010b): Unternehmenswert, Rating und Risiko, in: Die Wirtschaftsprüfung, 14/2010, 63. Jg., S. 735-743.; Friedrich, T. (2015): Unternehmensbewertung bei Insolvenzrisiko. und Gleißner, W. (2002): Wertorientierte Analyse der Unternehmensplanung auf Basis des Risikomanagements, in: FINANZ BETRIEB, Heft 7-8/2002, S. 417-427.





UNTERNEHMER
TREFFEN

Die Sicht der Finanzverwaltung

Feste Regeln

- Um dem Prinzip der Gesetzmäßigkeit und Gleichmäßigkeit der Besteuerung gerecht zu werden braucht der Fiskus feste Regeln
- Auch die Frage der Subjektivität der Planung und den daraus resultierenden Schwankungen ist für die Verwaltung ein ernstes Problem
- Deshalb wurde für die steuerliche Bewertung von Unternehmen das vereinfachte Ertragswertverfahren entwickelt



Systematik

- Grundsatz in § 11 BewG (Börsenkurs, Ableitung aus Verkäufen)
- Wenn nicht möglich : Ermittlung unter Berücksichtigung der Ertrags**aussichten**
- Methode in §§ 199 ff BewG definiert
- UND : Definition des Buchwertes als Substanzwert als Mindestwert (nicht bei Ableitung aus Verkäufen)



Vereinfachtes Ertragswertverfahren

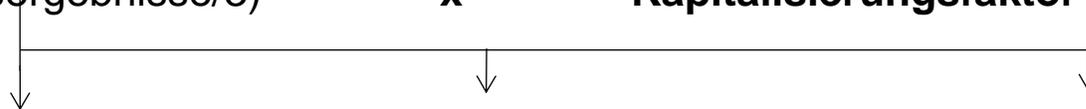
Ermittlung des Jahresertrags (§ 201 BewG)

Jahresertrag

(Summe der Betriebsergebnisse/3)

x

Kapitalisierungsfaktor



Betriebsergebnis 01

Betriebsergebnis 02

Betriebsergebnis 03

Gewinn/Überschuss

Gewinn/Überschuss

Gewinn/Überschuss

+././. Hinzu-/Abrechnungen

+././. Hinzu-/Abrechnungen

+././. Hinzu-/Abrechnungen

./. 30% Steueraufwand

./. 30% Steueraufwand

./. 30% Steueraufwand



Kritik

- Gesetz spricht von Aussichten, also eigentlich nach vorne gerichtet
- Anwendung findet aber reine Ableitung aus der Vergangenheit
- Dass das nicht richtig sein kann zeigen Beispiele wie
- Nokia, Encyclopaedia Britannia (Brockhaus), Sony (walkman)
- Hätte man deren Ertragslage kurz vor dem Zusammenbruch als Grundlage genommen, hätte man grandiose Verluste produziert
- Fazit: mit dem Cash flow von gestern kann ich keine Verbindlichkeiten von morgen bezahlen



Spezifische Fragen im Mittelstand



Übertragbarkeit der Ertragskraft

- Im Falle des bisherigen IDW S1 wird grundsätzlich davon ausgegangen, dass das bisherige Management im Unternehmen verbleibt bzw gleichwertiger Ersatz gefunden wird
- Hier ist ggf ein Abschmelzen der Erträge zu berücksichtigen, wenn der Inhaber selbst wesentlichen Einfluss ausübt (was oft der Fall sein dürfte)
- Kritisch hierzu aber : Lauber, in Fleischer Hüttemann: Rechtshandbuch der Unternehmensbewertung, S. 1074 ---- Aufwand ? Wieviel wird abgeschmolzen? Wie kann das belegt werden.....



ES 1 bringt nur wenig Licht ins Dunkel

- Der objektivierte Unternehmenswert ist auf Basis der übertragbaren Ertragskraft zu ermitteln
- Dies bedeutet, dass nur solche wirtschaftlichen Verbund- oder personenbezogene Sachverhalte und immaterielle Faktoren Berücksichtigung finden dürfen, von deren Fortbestand ein umfassend informierter Eigenkapitalgeber bei seinen Erwartungen über die Zukunftserfolge berechtigterweise ausgehen darf.
- Gerade im Mittelstand prägt aber oft der Inhaber die Geschicke des Tagesgeschäfts



Planungszeitraum und ewige Rente

- Die ewige Rente steht zu Recht in der Kritik
- Warum ? 80% des U - Wertes kommen aus einer Phase, die ich nur sehr ungenau kenne bzw prognostizieren kann
- Geschäftsmodelle ändern sich in immer kürzeren Abständen
- Im Schnitt ist ein mittelständischer deutscher Betrieb 52 Jahre alt (Statista).... Also weit weg von ewig, wenn man davon ausgeht , dass es klassische Unternehmen seit etwa 1900 , also 125 Jahre lang gibt
- Allein: Eine wirklich bessere Methode ist nicht in Sicht



CAPM

- Für die Abzinsung brauche ich einen Zinssatz
- Standard ist bisher das CAPM Modell mit der Grundgleichung
- **Zinssatz = risikoloser Zins i + β × (Marktrendite - risikoloser Zins)**
- β misst die Abweichung von der Entwicklung eines Kurs Index
- Woher nimmt man die Kursbewegung im Mittelstand ?
- Lösung :Peer Group
- Wieder : Vergleich Börsennotiertes Unternehmen mit einem KMU ???
- Alternative : Berücksichtigung des Risikos in der Bildung des Erwartungswertes; danach Abzinsung mit dem risikofreien Zinssatz



Neue Entwicklung:

- Durch die Zusammenführung der Disziplinen in der BWL entstehen neue Effekte
- Wir sind in der Lage, innerhalb eines kurzen Zeitraums die wesentlichen Risiken eines Unternehmens abzubilden, diese zu aggregieren und daraus den Eigenkapitalbedarf bei vorgegebenem Risiko zu ermitteln
- Daraus läßt sich ein Kapitalkostenansatz über den wacc Ansatz ermitteln
- So kann ein individueller Diskontierungssatz für die Bewertung von KMU ermittelt werden



Praxis:

- Es gibt gefestigte Methoden und Ansätze
- Die Entwicklung steht aber auch in der Unternehmensbewertung nicht still
- Deshalb gibt es nicht „den Wert“ und „die richtige Methode“
- Ein qualifizierter Bewerter wird deshalb immer die aktuellen Methoden nebeneinander im Auge behalten , um zu einem angemessenen Gesamturteil zu kommen



Bewertungsobjekt

████████ GmbH

Bewertungsanlass

Anteilsveräußerung

Bewertungsstichtag

31.12.2024

Szenario

Basis

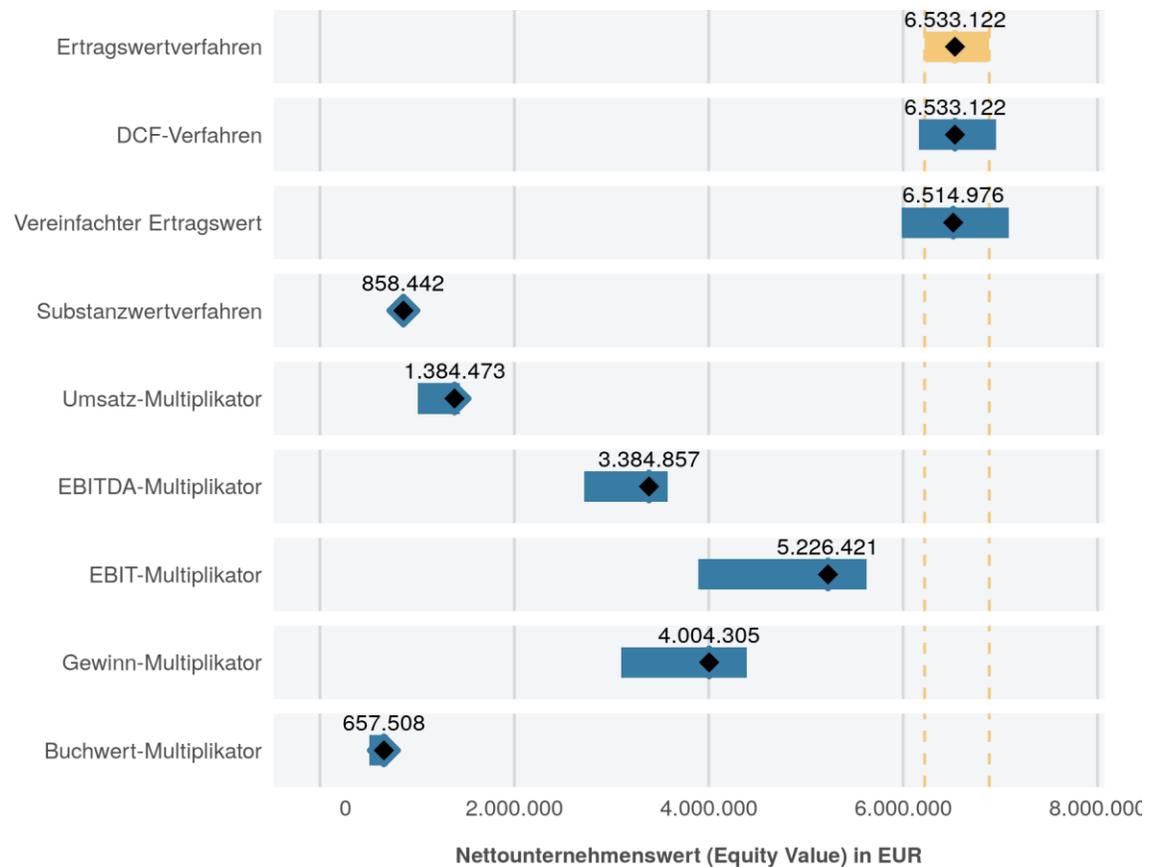
Währung und Einheit

EUR

Nettounternehmenswert gemäß

Hauptbewertungsverfahren

6.533.122 EUR





UNTERNEHMER
TREFFEN

Immer Aktuell ...

unternehmer-treffen.de

