



SRH
HOCHSCHULEN

DIE UNTERNEHMENSBEWERTUNG – EIN WICHTIGER FAKTOR BEI DER NACHFOLGEREGELUNG

 SRH HOCHSCHULEN

PROF. ALEXANDER DÜRR, MBA

- 1.) Anlässe für eine Unternehmensbewertung
- 2.) Die Unternehmensnachfolge
- 3.) Übersicht Verfahren zur Unternehmensbewertung
- 4.) Verfahren in der Praxis
- 5.) Zusammenfassung / Fazit



01

Anlässe für eine Unternehmensbewertung

Der Begriff „Unternehmensbewertung“ steht für die Ermittlung des gesamten Unternehmenswertes, des Wertes eines Anteils an einem Unternehmen oder den Wert eines Unternehmens-Bereiches.

Es bestehen unterschiedliche Anlässe für die Vornahme einer Unternehmensbewertung.

Jeder Unternehmer sollte jedoch immer eine gewisse Vorstellung vom Wert seines Unternehmens haben.

Unabhängig vom Anlass einer Unternehmensbewertung gibt es jedoch Einflussfaktoren, die den Wert eines Unternehmens mitbestimmen:

- Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen
- Branchen- und Marktentwicklung
- Produkt- u. Dienstleistungsangebot
- Beschaffungs- und Vertriebsstrukturen
- Qualifikation Management
- Finanzielle Situation: Profitabilität, Cash Flow, Kapitalstruktur

ANLÄSSE ZU UNTERNEHMENSBEWERTUNGEN:

| Unternehmerische Initiative | Gesetzliche Vorschriften | Privatrechtlich | Bilanzielle Anlässe |
|---|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none">• Kauf und Verkauf von Unternehmen• Zuführung von Eigen- und Fremdkapital• Börsengang | <ul style="list-style-type: none">• Angemessener Ausgleich• Barabfindung• Verschmelzungen, Auf- und Abspaltungen | <ul style="list-style-type: none">• Austritt von Gesellschaften aus Personengesellschaften• Erbauseinandersetzungen• Abfindungsfälle im Familienrecht | <ul style="list-style-type: none">• Handelsrechtliche Bewertungsanlässe<ul style="list-style-type: none">– Beteiligungen– Immaterielles Vermögen• Steuerrechtliche Bewertungsanlässe |

Hauptfunktionen und Anlässe der Unternehmensbewertung.

1.) Entscheidungsfunktion

2.) Vermittlungsfunktion

3.) Argumentationsfunktion

1.) Entscheidungsfunktion

- Kauf und Verkauf (Nachfolge-Regelung)
- Börseneinführung
- Kapitalerhöhung
- Sacheinlage
- Umstrukturierung
- Eintritt / Austritt Gesellschafter
- Ausgliederung, Verschmelzung, Umwandlungen

2.) Vermittlungsfunktion

- Erbauseinandersetzungen
- Ehescheidungen
- Schadenersatz
- Nachfolge

3.) Argumentationsfunktion

- Kauf- und Verkauf
- Abfindungsklauseln für Gesellschafter
- Erfolgsbeteiligung Mitarbeiter
- Nachfolge-Regelungen
- Auseinandersetzungen mit Stakeholders



02

Die Unternehmensnachfolge

- Da die Unternehmensnachfolge i.d.R. ein einmaliges Ereignis im Leben eines Unternehmers ist, kommt ihr eine hohe Bedeutung zu.
- Die Nachfolge sollte daher auch unter wirtschaftlichen und finanziellen Gesichtspunkten sorgfältig geplant und vorbereitet werden.
- Hierzu gehört in erster Linie auch eine Vorstellung über den zu erzielenden Verkaufserlös zu entwickeln.

- Die Unternehmensbewertung gibt dabei einen ersten Anhaltspunkt über den Wert des zu verkaufenden Unternehmens.
- Die Bewertung des Unternehmens bildet dann die Basis für eine anstehende Verkaufsverhandlung.
- Sie gibt Orientierung sowohl für den Käufer als auch für den Verkäufer selbst.

- Entscheidend ist am Ende der Verhandlung jedoch nicht nur der eigentliche Unternehmenswert, sondern auch die Zahlungsbereitschaft und Zahlungskraft des potentiellen Käufers.
- Um jedoch überhaupt in Verhandlungen eintreten zu können, muss daher vorab eine Unternehmensbewertung erfolgen.



03

Übersicht Verfahren zur Unternehmensbewertung

ÜBERSICHT ÜBER DIE VERFAHREN:

Gesamtbewertungsverfahren

Multiplikatoren Verfahren

- Umsatzverfahren
- Gewinnverfahren
- EBIT-Verfahren
- EBITDA-Verfahren

Vergleichsverfahren

- Similar Public Company Method
- Recent Acquisitions Method
- Initial Public Method

Ertragswertverfahren

- Discounted-cash-flow-Verfahren
- Equity-Approach
- Entity-Approach

Einzelbewertungsverfahren

Substanzwert mit
Reproduktionswert

Substanzwert mit
Liquidationswert

Mischverfahren

Mittelwertverfahren

Übergewinnverfahren

Gesamtbewertungsverfahren

Innerhalb des Gesamtbewertungsverfahrens unterscheidet man das Multiplikatoren Verfahren, Ertragswertverfahren und Vergleichsverfahren.

Bei dem Gesamtbewertungsverfahren wird das Unternehmen als Investitionsobjekt betrachtet.

Diese Verfahren basieren auf dem Kapitalwert oder auf den Marktdaten.

Einzelbewertungsverfahren

Bei diesem Verfahren wird der Ansatz einzelner Wertpositionen betrachtet.

Die Grundlage hierfür bildet die Bilanz und das Inventar eines Unternehmens.

Man unterscheidet hier zwischen dem Substanzwertverfahren und Liquidationswertverfahren.

Mischverfahren

Wie der Name „Misch“-Verfahren schon andeutet, nutzt man bei diesem Verfahren die Vorteile der Einzelbewertungsverfahren und die der Gesamtbewertungsverfahren und verknüpft sie miteinander.

Je nach Anlass der Bewertung, kann die Wahl eines Mischverfahrens von Vorteil sein.

A) Mittelwertverfahren

Das Mittelwertverfahren ist dem Mischverfahren untergeordnet. Hier wird der Unternehmenswert anhand des Ertrags- und Substanzwertes ermittelt und bildet mit diesen zwei Werten den Mittelwert.

Die Mittelwertmethode wurde früher oft unter dem Synonym „Stuttgarter Verfahren“ verwendet, zur Bewertung von nicht börsennotierten Aktien und Anteilen an Kapitalgesellschaften.

B) Übergewinnverfahren

Das Übergewinnverfahren ist eine Mischung aus der Einzel- und Gesamtbewertung.

Verwendet wird das Verfahren bei anlageintensiven Unternehmen mit einer geringen Eigenkapitalrendite.

Bei alleiniger Anwendung der Ertragswertmethode würde bei diesen Unternehmen die Gefahren bestehen, dass der Verkaufspreis unter dem Substanzwert des Unternehmens liegt.



04

Verfahren in der Praxis

Die international am anerkanntesten
Verfahren der Unternehmensbewertung
sind die beiden Ertragswert-Varianten der Discounted-
Cash-Flow-Methode (DCF):

a) Entity-Approach

- Wert des Gesamtunternehmens wird ermittelt

b) Equity-Approach

- Wert des Eigenkapitals wird ermittelt

Bei beiden DCF-Methoden werden die zukünftigen Zahlungsmittelüberschüsse auf den Bewertungszeitpunkt abgezinst (diskontiert).

Bei einheitlichen Annahmen führen beide Verfahren theoretisch zu identischen Ergebnissen.

In der Praxis spielen neben den vorgenannten, auf tatsächlichen Zahlungsströmen basierenden Verfahren, insbesondere die Multiplikatoren-Verfahren eine bedeutende Rolle.

Diese sind anhand von tatsächlichen, in der Praxis erzielten Kauf- und Verkaufserlösen ermittelt und basieren auf

- 1.) Umsatz-Multiples
- 2.) EBIT-(Ertrags-) Multiples

Diese Multiplikatoren werden regelmäßig erfasst und veröffentlicht. Sie werden zusätzlich nach Branchen und Größen-Klassen differenziert.

Sie geben einen sehr guten Anhaltspunkt für Unternehmenswerte im Rahmen von Unternehmenstransaktionen.

PRAXIS-BEISPIEL:

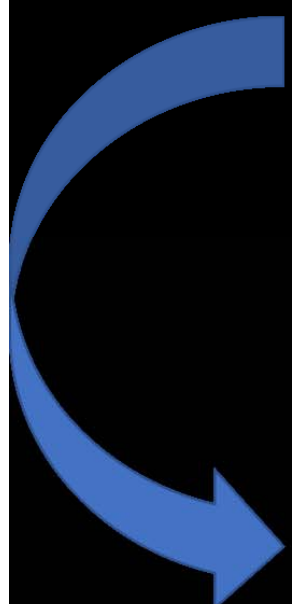
EBIT- und Umsatzmultiplikatoren für den Unternehmenswert, Mai 2017

| BRANCHE | BÖRSEN-MULTIPLES | | EXPERTEN-MULTIPLES SMALL-CAP* | | | | EBIT-Multiple |
|--|------------------|-----------------|-------------------------------|-------|-----------------|--------|---------------|
| | EBIT-Multiple | Umsatz-Multiple | EBIT-Multiple | | Umsatz-Multiple | | |
| | | | von | bis | von | bis | |
| Beratende Dienstleistungen | - | - | 6,1 | 8,5 ↑ | 0,66 ↑ | 1,04 ↓ | 6,9 |
| Software | 15,1 ↓ | 2,17 ↑ | 7,6 ↑ | 9,7 ↑ | 1,31 ↓ | 1,75 ↓ | 8,2 ↓ |
| Telekommunikation | 15,0 ↓ | 1,70 ↓ | 7,4 ↓ | 9,3 ↑ | 0,91 ↑ | 1,28 ↑ | 8,0 ↓ |
| Medien | 13,1 ↓ | 2,52 ↓ | 6,7 | 8,9 ↑ | 0,91 ↓ | 1,53 | 7,5 |
| Handel und E-Commerce | 12,0 ↑ | 0,84 ↑ | 6,3 | 8,8 ↓ | 0,58 ↓ | 0,89 ↓ | 7,2 |
| Transport, Logistik und Touristik | 11,4 ↑ | 0,96 ↓ | 5,9 | 7,7 | 0,48 ↑ | 0,76 | 6,5 ↓ |
| Elektrotechnik und Elektronik | 13,1 ↓ | 0,93 ↓ | 6,6 | 8,7 ↓ | 0,70 ↓ | 1,01 | 7,3 ↓ |
| Fahrzeugbau und -zubehör | 11,3 ↑ | 1,01 ↑ | 6,1 ↑ | 8,1 ↓ | 0,60 ↓ | 0,87 ↓ | 6,8 ↓ |
| Maschinen- und Anlagenbau | 16,1 ↑ | 1,38 ↑ | 6,8 ↓ | 8,7 ↓ | 0,67 ↓ | 0,97 ↑ | 7,5 ↓ |
| Chemie und Kosmetik | 14,5 ↓ | 1,84 ↑ | 7,6 ↓ | 9,8 ↓ | 0,89 ↑ | 1,26 ↓ | 8,1 ↑ |
| Pharma | 12,7 ↓ | 1,87 ↓ | 7,8 ↓ | 9,9 ↓ | 1,36 ↑ | 1,89 ↑ | 8,4 ↓ |
| Textil und Bekleidung | 8,8 ↑ | 1,22 ↑ | 6,5 ↑ | 8,4 ↑ | 0,75 ↓ | 1,03 ↑ | 7,4 ↑ |
| Nahrungs- und Genussmittel | 13,5 ↑ | 0,74 ↑ | 7,5 ↑ | 9,6 ↑ | 0,96 ↑ | 1,36 ↑ | 8,6 |
| Gas, Strom, Wasser | 12,7 ↓ | 0,77 ↓ | 6,0 | 7,6 | 0,63 ↓ | 0,93 ↓ | 6,6 ↓ |
| Umwelttechnologie und erneuerbare Energien | - | - | 6,6 ↑ | 8,6 ↑ | 0,68 ↓ | 0,98 | 7,3 ↑ |
| Bau und Handwerk | 15,6 ↑ | 1,21 ↑ | 5,7 ↓ | 7,3 ↓ | 0,48 ↓ | 0,75 ↓ | 6,6 ↓ |

* Small-Cap: Unternehmensumsatz unter 50 Mio. Euro; Mid-Cap: 50-250 Mio. Euro;
Large-Cap: über 250 Mio. Euro; Pfeile zeigen niedrigeren/gestiegenen Wert gegenüber vorherigem Wert.

QUELLE: FINANCE, AUSGABE 5/6 2017

BEISPIEL FÜR EINE UMSATZVERFAHREN- BERECHNUNG:



| | |
|------------------------|-----------------|
| Realisierter Marktwert | 4.500.000 € |
| ./. Umsatz | ./. 8.000.000 € |
| = Umsatzmultiplikator | = 0,56 |

| | |
|--------------------|---------------|
| Umsatz | 8.000.000 € |
| x Multiplikator | x 0,56 |
| = Unternehmenswert | = 4.480.000 € |

BEWERTUNG MULTIPLIKATOREN- VERFAHREN

Vorteile:

- Einfach anwendbar
- Klare Struktur

Nachteile:

- Keine Berücksichtigung der individuellen wirtschaftlichen Entwicklung des eigenen Unternehmens
- Anwendbarkeit des Multiplikators ist daher kritisch zu betrachten



05

Zusammenfassung / Fazit

- Vergleichsorientierte Unternehmensbewertungen, zu denen das Vergleichs- und die Multiplikatoren Verfahren gehören, dienen in erster Linie zur ersten Schätzung des tatsächlichen Unternehmenswert.
- Möchte man allerdings eine professionelle Unternehmensbewertung vornehmen, sollte eine deutlich bessere und verlässlichere Methode herangezogen werden, wie die ertragsorientierte Unternehmensbewertung (DCF).

- Bei der substanzorientierten Unternehmensbewertung wird die Bestimmung der Höhe der Gewinne oder Verluste und die Zukunfts-Orientierung deutlich vernachlässigt.
- Heute findet diese Bewertung primär bei Immobilien- und Beteiligungsgesellschaften statt.

- Letztendlich entscheidet aber die Phase der Nachfolge-Regelung über den Einsatz des entsprechenden Bewertungsverfahrens:
- Steht man am Anfang seiner Überlegungen genügt als Indikation das Multiplikatoren Verfahren.
- Im Rahmen konkreter Verkaufsverhandlungen sollten jedoch belastbarere und auf Ertrags-Basis ermittelnde Verfahren eingesetzt werden.

Abschließend jedoch gilt die alte Weisheit:

„Am Ende des Tages ist ein Unternehmen aber nur das wert, was ein Käufer bereit ist auch zu zahlen!“

VIELEN DANK FÜR IHRE AUFMERKSAMKEIT!