

## B & K Special

### Unternehmensbewertungen – ein Überblick

03/2015

#### I. Einleitung

Unternehmensbewertungen haben eine hohe Bedeutung, wirtschaftlich, rechtlich und steuerlich. Aufgrund der materiellen Folgen gibt es häufig völlig unterschiedliche Vorstellungen, wie hoch der „echte“ Unternehmenswert ist. Käufer und Verkäufer haben unterschiedliche Vorstellungen, abzufindende Gesellschafter und Gesellschaft und letztendlich Finanzamt und Steuerpflichtiger.

Das vorliegende Special soll eine kleine Orientierung über die wichtigsten Bewertungsverfahren von Unternehmen geben.

#### II. Unternehmensbewertung nach IDW S1

Der IDW Standard S1 (Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen) stellt gewissermaßen das Bewertungsverfahren schlechthin dar.

Im Grundsatz beruht es darauf, dass die gesamten zukünftig erwarteten Überschüsse berechnet und auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden. Im Regelfall geht man von einer ewigen Unternehmensdauer aus.

Die Vergangenheitsergebnisse sind dabei nur in soweit relevant, als sie die geplanten zukünftigen Ergebnisse verplausibilisieren. Entscheidend ist also, mit welchen Planergebnissen das Unternehmen zumindest für die nächsten fünf Jahre rechnet. Hierbei werden im Regelfall die nächsten fünf Jahre im Detail geplant und im 6. Jahr im Sinne einer ewigen Rente kapitalisiert. Diesem als typisch und realistisch einzuschätzenden Jahr kommt allein aufgrund der mathematischen Logik eine enorm hohe Bedeutung zu.

Der zweite wichtige Parameter ist der sogenannte Kapitalisierungszinssatz. Je niedriger der Kapitalisierungszinssatz ausfällt, desto höher errechnet sich der Unternehmenswert. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich aus einem Basiszins für eine risikolose Kapitalanlage zusammen, erhöht um eine sogenannte Marktrisikoprämie, die das generelle unternehmerische Risiko wiedergeben soll und justiert um einen sogenannten Beta-Faktor, mit dem das unternehmensindividuelle Risiko dargestellt werden soll.

Bei durchschnittlichen Risikoeinstufungen kann man derzeit davon ausgehen, dass der Kapitalisierungszinssatz in einer Größen-

ordnung zwischen sechs und acht Prozent liegen wird.

In der Praxis sind IDW S1-Gutachten sehr aufwendig und demzufolge auch sehr teuer. Dies liegt an der notwendigen Verifizierung der Planergebnisse und der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes im Einzelfall.

Bei kleinen und mittelständischen Unternehmen kommt es daher eher selten zu entsprechenden Beauftragungen. Geht es allerdings um ein gerichtliches Verfahren, z. B. im Rahmen einer Auseinandersetzung mit einem ausscheidenden Gesellschafter, werden von den Gerichten im Regelfall nur IDW S1-Gutachten anerkannt.

### III. Indikative Unternehmensbewertung

Hier handelt es sich um eine Art IDW S1-Light-Version. Die Berechnungsmethode ist die gleiche, wird jedoch mit wesentlich weniger Aufwand betrieben. Es werden die Ertragsplanungen der Unternehmen zugrunde gelegt oder im Bedarfsfall erstellt auf der Basis der Vergangenheitsergebnisse und der subjektiven Erwartungen für die Zukunft.

Die Entwicklung des Kapitalisierungszinsses wird weniger auf der Basis einer wissenschaftlich fundierten Deduktion finanzwirtschaftlicher Daten vorgenommen sondern eher nach subjektiver Einschätzung,

insbesondere hinsichtlich des unternehmensindividuellen Risikos.

In stark vereinfachter Form lässt sich der Wert berechnen aus einem als nachhaltig eingeschätzten nachsteuerlichen Jahresertrag dividiert durch den Kapitalisierungszinssatz. Ein Ertrag in Höhe von € 100.000,- führt bei einem Kapitalisierungszinssatz von 7,5 % zu einem Unternehmenswert in Höhe von gerundet € 1.333.000,-.

Eine solche indikative Unternehmensbewertung dient im Regelfall eher internen Zwecken, gibt dem Unternehmer bzw. den Gesellschaftern also eine Orientierung.

### IV. Vereinfachtes Ertragswertverfahren gemäß § 199 ff BewG

Das vereinfachte Ertragswertverfahren ist im steuerlichen Bewertungsgesetz geregelt. Es soll immer dann Anwendung finden, wenn der Unternehmenswert nicht aus Verkäufen aus einem vorherigen Jahreszeitraum abzuleiten ist. Es hat eine hohe Relevanz, zunächst einmal gedacht für erbschaftsteuerliche Zwecke, deren ursprünglicher Anlass auch dieses Bewertungsverfahren war. Allerdings wendet die Finanzverwaltung dieses Verfahren auch für ertragsteuerliche Zwecke an, z. B. bei Übertragungen zwischen nahen Angehörigen oder bei der Verkehrswertermittlung in Umwandlungsfällen.

Im Gegensatz zu dem früheren sogenannten Stuttgarter Verfahren hat das verein-

fachte Ertragswertverfahren wesentliche Elemente der IDW S1-Methodik übernommen. Es gibt allerdings zwei gravierende Unterschiede.

Zum einen werden ausschließlich die Vergangenheitswerte betrachtet und zwar als arithmetischer Durchschnitt. Bei unterjähriger Bewertung ist der Forecast des laufenden Geschäftsjahres mit einzubeziehen. Hintergrund dieser betriebswirtschaftlich unkorrekten Methode ist, dass die Finanzverwaltung keine Möglichkeit hat, selbst Planungsrechnungen der Unternehmen zu erstellen.

Der Bezug auf die Vergangenheitswerte kann dazu führen, dass der Unternehmenswert deutlich zu hoch ausfällt, weil die Erwartungshaltung für die Zukunft pessimistisch ist oder umgekehrt viel zu niedrig, weil steigende Ertragsaussichten unberücksichtigt bleiben. Das hat der Gesetzgeber durchaus gesehen, so dass er diese Berechnung nicht übernimmt, sofern diese zu offensichtlich unzutreffenden Ergebnissen führt. Was darunter zu verstehen ist, ist weitgehend ungeklärt, Rechtsprechung existiert hierzu noch nicht.

Auch hier wird das nachsteuerliche Ergebnis zu Grunde gelegt, allerdings mit der Vereinfachung, dass die Ertragsteuerquote mit 30 % festgelegt ist. Das passt allenfalls dann, wenn der gewerbsteuerliche Hebesatz bei 400 % liegt und keine nennenswerten gewerbsteuerlichen Hinzurechnungen vorliegen.

Ein weiterer Unterschied zum IDW S1 besteht in der Bemessung des Kapitalisierungszinssatzes. Zwar geht man auch hier vom Basiszins aus, der sich aus einer langfristigen Zinsstrukturkurve ableitet. Das unternehmerische Risiko wird jedoch nur mit einem festen Prozentsatz von 4,5 % angesetzt und berücksichtigt damit keine unternehmensindividuellen Risiken und lässt auch einen notwendigen Ausgleich zu historisch niedrigen Basiszinssätzen außen vor.

Der Zinssatz wird für ein Jahr zum jeweils 01. Januar festgelegt. Für 2015 beträgt der Basiszinssatz 0,99 %, so dass der Kapitalisierungszins bei 5,49 % oder anders ausgedrückt dem 18,2-fachen des Ertragswertes liegt.

Dieser Zinssatz wird nach allgemeinem wirtschaftlichen Verständnis als deutlich zu niedrig angesehen, und damit werden die Unternehmenswerte deutlich überhöht berechnet. Wenn der als Durchschnitt berechnete Ertragswert tatsächlich der Zukunftserwartung entspricht, so wird dennoch kein fiktiver Erwerber das mehr als 18-fache dieses Jahresgewinns als Kaufpreis vergüten.

In unserem Beispiel führt ein nachsteuerlicher Ertrag in Höhe von € 100.000,- bei einem Hebesatz von 480 % zu einem Unternehmenswert in Höhe von € 1.890.000,-, ein Wert, der in der Praxis als völlig überhöht gilt.

In der Praxis wird daher vielen Unternehmen bzw. Gesellschaftern nichts anderes

übrig bleiben, als einen zu hohen Unternehmenswert nach dem vereinfachten Ertragswertverfahren durch ein Gutachten zu entkräften. Zweifelsfrei dürfte dies mit einem IDW S1-Gutachten gelingen; inwieweit andere Bewertungsverfahren durch die Finanzverwaltung anerkannt werden, ist derzeit noch völlig offen.

## V. EBIT-Multiple-Verfahren

Dieses Verfahren ist bei mittelständischen Unternehmen durchaus gebräuchlich und findet sich bisweilen auch in Gesellschaftsverträgen wieder oder als Basis von Unternehmenskaufverhandlungen.

Bei diesem Verfahren werden die Vergangenheitsergebnisse beleuchtet und hieraus eine Aussage für die Zukunft abgeleitet, im Regelfall allerdings mit einem maximal zweijährigen Planungszeitraum. Da die Finanzierungsaufwendungen den Unternehmenswert allein in Abhängigkeit von der Form der Finanzierung verändern können, wird das Ergebnis vor Zinsen und letztlich auch vor Steuern berechnet (EBIT = earnings before interest and taxes). Im Grunde wird der EBIT als eine Art operatives Geschäftsergebnis verstanden. Er gibt die operative Ertragskraft des Unternehmens wieder. Das EBIT errechnet sich als i. d. R. gewichteter Wert aus Vergangenheit, Gegenwart und/oder Zukunft. Eine Bewertung zum 01.01.2015 könnte z. B. bestehen aus den Ergebnissen 2013 (Faktor 1), 2014 (Faktor 2) und Planergebnis 2015 (Faktor 3). Die gewichteten Ergeb-

nisse werden addiert und die Summe durch 6 dividiert.

Dieser EBIT-Wert wird nunmehr mit einem Multiplikator bewertet. Im Grunde stellt der Multiplikator nichts anderes dar als den reziproken Wert des Kapitalisierungszinses. Beträgt der Multiplikator 6,67, entspricht dies einem Kapitalisierungszins von 15 %.

Natürlich ist der Multiplikator deutlich niedriger als bei den ertragswertbasierten Bewertungsverfahren, da faktisch Finanzierungsaufwendungen und Ertragsteuern anfallen werden. Die Höhe des Multiplikators wird wesentlich von der Einschätzung der branchenbedingt unternehmensindividuellen Risiken beeinflusst. Als gängige Größenordnungen lassen sich derzeit Multiples zwischen 6 und 9 in der Praxis belegen.

In unserem Beispiel führt der nachsteuerliche Jahresgewinn von € 100.000,- bei Zinsaufwendungen in Höhe von € 10.000,- und einem Multiple von 7 zu einem Unternehmenswert in Höhe von ca. € 1.178.000,-.

Für einzelne Branchen finden sich zu diesem Multiplikator immer wieder Veröffentlichungen, so dass man branchenbezogene Anhaltspunkte finden kann (z. B. [www.finance-magazin.de](http://www.finance-magazin.de)).

## VI. Weitere Praktikerverfahren

In einigen Branchen haben sich andere, insbesondere umsatzbezogene Bewertungsverfahren als üblich erwiesen. Dies gilt z. B. für viele Freiberufler, deren Praxiswert mit dem x-fachen eines Jahresumsatzes bewertet wird.

Bisweilen werden auch Substanzwertverfahren angewendet (ähnlich: Liquidationswert, s. VII), die aber nur in Ausnahmefällen gerechtfertigt werden können, da es bei Unternehmen auf die Ertragsfähigkeit ankommt und nicht auf das wirtschaftliche Eigenkapital als Resultante mit Verkehrswerten bewerteter Aktiva minus Schulden.

In seltenen Fällen finden Vergleichsverfahren statt, die hinsichtlich ihrer Systematik den umsatzbezogenen Bewertungsverfahren ähneln.

Auf eine weitere Darstellung derartiger Praktikerverfahren wird an dieser Stelle verzichtet.

## VII. Liquidationswert

Allen Verfahren gemein ist, dass der sogenannte Liquidationswert die Untergrenze einer Unternehmensbewertung

darstellen sollte. Der Fall ist weniger selten als man glaubt. Die Bevorzugung des Liquidationswertes heißt nichts anderes, als dass man über die Betriebsaufgabe, d. h. den Verkauf aller Vermögenswerte, mehr Geld erhält, als man in Zukunft als Ertrag verdienen kann. Folglich sind solche Fälle im Regelfall nur bei ertragschwachen Unternehmen anzutreffen oder bei solchen mit immensen Vermögenswerten wie z. B. Immobilien.

## VIII. Fazit

Unternehmensbewertungen werden zunehmend professionalisiert vorgenommen, seit dem vereinfachten Ertragswertverfahren auch seitens der Finanzverwaltung. Die Berechnungen können bei gleichen Annahmen der eigentlichen Ertragskraft zu erheblich abweichenden Unternehmenswerten führen. Insbesondere deutlich überhöhte Werte nach dem steuerlichen Bewertungsverfahren erzeugen Handlungsbedarf. Sollten Sie hierzu Beratungsbedarf haben, stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Information:

Der Inhalt dieser Information wurde nach bestem Wissen und Kenntnisstand erstellt. Mit Rücksicht auf die Komplexität der angesprochenen Themen und den ständigen Wandel der Rechtsmaterie bitten wir um Verständnis, wenn wir unsere Haftung und Gewährleistung auf Beratungen in individuellen Einzelaufträgen nach Maßgabe unserer Auftragsbedingungen beschränken und sie i. Ü. d. h. für diese Informationen ausschließen.