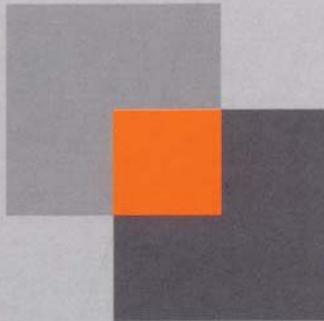




RKW

Andreas Tewinkel

Unternehmensbewertung



 Unternehmensführung

Andreas Tewinkel

Unternehmensbewertung

Andreas Tewinkel

Unternehmensbewertung

© Alle Rechte vorbehalten
2. Auflage 2004

RKW - Verlag

Düsseldorfer Straße 40
65760 Eschborn

RKW-Nr. 1437
ISBN 3-89644-184-1

Layout und Druck: RKW, Eschborn

Inhaltsverzeichnis

	Seite
1 Einführung	7
1.1 Bewertungsanlässe	7
1.2 Subjektiver und objektiver Wert	9
1.3 Die Bewertungsmethoden: Übersicht	10
1.4 Rechtliche Vorschriften	13
1.5 Methodenwahl	15
2 Das Konzept der überschußorientierten Bewertung: Ertragswert und Discounted Cashflow	19
2.1 Konzept	19
2.2 Arbeitsschritte: Übersicht	27
3 Die zukünftigen Überschüsse	29
3.1 Das Stichtagsprinzip	29
3.2 Vergangenheitsanalyse	30
3.3 Überschußprognose	33
3.4 Die Überschüsse: Varianten	38
3.5 Überschüsse vor und nach persönlichen Steuern	42
3.6 Das Vorsichtsprinzip	45
3.7 Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	46
3.8 Kalkulatorische Kosten	47
3.9 Vollausschüttung und Ausschüttungsbeschränkungen	48
4 Der Kalkulationszins	50
4.1 Elemente	50
4.2 Der Basiszins	52
4.3 Der Risikozuschlag	54
4.4 Der Steuersatz	59
4.5 Der Wachstumsabschlag	60
4.6 Äquivalenz zu den Überschüssen	60
5 Barwertermittlung durch Abzinsung der Überschüsse	63
6 Substanzwert und Liquidationswert	65

7	Marktwerte oder Vergleichswerte	67
7.1	Einordnung	67
7.2	Vorgehensweise	71
8	Einzelfragen der Unternehmensbewertung	75
8.1	Bewertung von Kleinunternehmen	75
8.2	Bewertung im Familien- und Erbrecht	78
8.3	Checkliste	79

1 Einführung

1.1 Bewertungsanlässe

Während das Management eines börsennotierten Unternehmens die Antwort auf die Frage nach dem Unternehmenswert täglich im Kursteil der Zeitung nachlesen kann, stellt sie sich für viele mittelständische Familienunternehmen und Kleinbetriebe überhaupt zum ersten Mal, wenn eine Nachfolgeregelung ansteht. Doch nicht nur beim Verkauf an einen Wettbewerber oder einen internen oder externen Manager ist die Bewertung des Unternehmens erforderlich, um einen für beide Seiten akzeptablen Preis festzulegen. Auch wenn ein Unternehmen vererbt wird, kann eine Wertermittlung dann notwendig werden, wenn nur einer von mehreren Erben das Unternehmen weiterführen soll und Ausgleichszahlungen zu leisten sind. Einen dritten, ebenfalls sehr häufigen Anlaß für die Bewertung von Unternehmen oder Anteilen bildet die Ehescheidung, wenn ein Unternehmen oder eine Unternehmensbeteiligung unter den Zugewinnausgleich fällt.

Die Anlässe für die Bewertung von ganzen Unternehmen oder von Unternehmensanteilen lassen sich im wesentlichen danach unterscheiden, ob ein Eigentümerwechsel stattfindet oder nicht.

Bewertungsanlässe *mit Eigentümerwechsel* sind z.B.

- Verkauf eines Unternehmens oder Unternehmensanteils
- Einbringung von Anteilen bei der Unternehmensgründung oder Kapitalerhöhung
- Aufnahme neuer Gesellschafter
- Spaltung und Verschmelzung von Gesellschaften
- Ausscheiden eines Gesellschafters
- Abfindung von Minderheitsgesellschaftern nach dem Aktiengesetz oder dem Umwandlungsgesetz
- Festsetzung des Emmissionskurses bei der Börseneinführung.

Zu den wesentlichen Anlässen für Unternehmensbewertungen *ohne Eigentümerwechsel* zählen die folgenden:

- Zugewinnausgleich bei Scheidung
- Erbrechtliche Auseinandersetzungen
- Bemessung der Erbschafts- und Schenkungsteuer
- Bereitstellung von Daten für Management-Entscheidungen (z.B. Abschreibung von Beteiligungen, Bonuszahlungen nach Maßgabe der Wertentwicklung).

Obwohl also die Anlässe für eine Unternehmensbewertung aus der Sicht des Unternehmers nicht immer erfreulich sind, lohnt es sich, frühzeitig eine Vorstellung vom Wert des eigenen Unternehmens zu entwickeln. Geht es um den Verkauf des Unternehmens, ist dies ohnehin unerlässlich. Wer glaubwürdig verhandeln will, muß vorab eine Vorstellung davon gewinnen, bis zu welchem Preis er kompromißfähig sein kann. Dies gilt natürlich in gleicher Weise für die Käuferseite. Die Erfahrung zeigt jedoch, daß insbesondere abgebende Unternehmer häufig mit unrealistischen Erwartungen in die Verhandlungen hineingehen. Wer aber einmal eine Preisvorstellung von z. B. 15 Millionen € geäußert hat und dann feststellen muß, daß alle seriösen Angebote bestenfalls im Bereich von 6 bis 8 Millionen € liegen, hat es schwer, von seiner ursprünglichen Position ohne Verlust an Glaubwürdigkeit herunterzukommen. Insofern lohnt es sich immer, beizeiten zumindest der Größenordnung nach einen Unternehmenswert zu ermitteln, der mehr ist als das Ergebnis eigenen Wunschdenkens.

Die Notwendigkeit einer Unternehmensbewertung bedeutet aber nicht in jedem Fall, daß ein ausführliches Bewertungsgutachten erstellt werden muß. In vielen Fällen mag es für die Vorbereitung von Entscheidungen ausreichend sein, wenn der Unternehmenswert mit Hilfe einiger vereinfachender Annahmen der Größenordnung nach bestimmt wird. Aber auch bei einem solchen Vorgehen sollten die wesentlichen methodischen Überlegungen, wie sie in den folgenden Abschnitten dargestellt sind, beachtet werden.

1.2 Subjektiver und objektiver Wert

Grundsätzlich wird der Wert eines Unternehmens wie der jedes anderen Gegenstandes aus ökonomischer Sicht durch den subjektiven Nutzen des Eigentümers bestimmt. Daß auch Unternehmenswerte bis zu einem gewissen Grad subjektiv sind, wird schon daran deutlich, daß Unternehmen und Unternehmensanteile verkauft werden. Denn eine Transaktion wie ein Verkauf setzt ja immer voraus, daß der Gegenstand dem Käufer mehr wert ist als dem Verkäufer.

In eine Unternehmensbewertung gehen also in der Regel auch subjektive Eigenschaften und Vorstellungen der am Unternehmen beteiligten oder interessierten Personen ein. Dazu zählen z. B. die persönliche Fähigkeit, das Unternehmen zu entwickeln oder zu führen, die individuelle Risikoeinschätzung, die Finanzierungsmöglichkeiten und die Vermögenssituation. Vor allem dort, wo der Anlaß für die Unternehmensbewertung eine (bevorstehende) Transaktion ist, ist also der Wert des Unternehmens zu bestimmen, den es für eine bestimmte Person oder eine bestimmte Gruppe von Personen hat. Daß diese subjektiven Unternehmenswerte sehr unterschiedlich sein können, zeigt sich z. B. an der großen Bandbreite von Preisen, die verschiedene Investoren bei organisierten Bietungsprozessen für das gleiche Unternehmen anbieten. Es kommt dabei durchaus vor, daß der höchste Bieter ein doppelt so hohes Angebot abgibt wie der Bieter mit dem niedrigsten Gebot.

Für einen potentiellen Verkäufer muß die Bewertung die *Preisuntergrenze* ergeben, bis zu der ein Verkauf für ihn in Frage kommt, für einen potentiellen Käufer die *Preisobergrenze*, bis zu der er mitbieten oder in Verhandlungen gehen kann. Die Bewertung hat für diese Zielgruppen *Entscheidungswerte* zu liefern.

Es gibt aber zudem viele Anlässe, bei denen es notwendig wird, einen mehr oder weniger *objektivierten* Unternehmenswert zu bestimmen. Dazu gehört z.B. die Abfindung von ausscheidenden Aktionären, da in diesem Fall nicht für jeden einzelnen Interessierten ein subjektiver Wert bestimmt und einer Entscheidung zugrundegelegt werden kann. Gleiches gilt für den Zugewinnausgleich oder die Erbauseinandersetzung, wo zur Bemessung von Ausgleichs- oder Abfindungsansprüchen sowohl vor Gericht als auch in privaten Schiedsverfahren in der Regel nach dem Verkehrswert, also einem objektivierten Unternehmenswert, gefragt wird.