

BEWERTUNG VON KLEINEN UND MITTLEREN UNTERNEHMEN



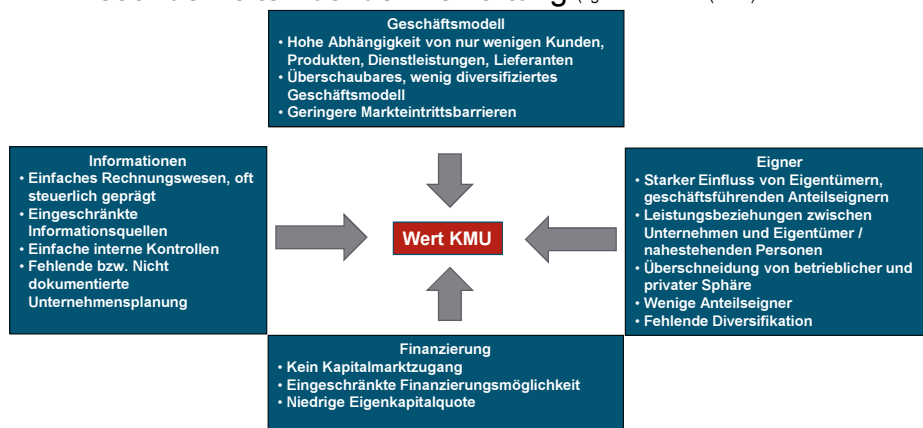
Univ.-Prof. Dr. Ewald Aschauer (ewald.aschauer@jku.at)

Institut für Unternehmensrechnung und Wirtschaftsprüfung

www.firmvaluation.center

AUSGANGSSITUATION BEI DER BEWERTUNG VON KMU

■ Besonderheiten bei der Bewertung (vgl. Ihlau/Duscha (2012))



HERAUSFORDERUNGEN BEI DER BEWERTUNG VON KMU

- Subjektivität in Bezug auf Steuern
 - KFS BW 1 (Tz 86): Bei Einzelunternehmen oder Personengesellschaften kann die Bewertung im Hinblick auf die Ertragsbesteuerung vereinfachend so vorgenommen werden, als läge eine Kapitalgesellschaft vor.
- Abgrenzung betriebliche/private Sphäre
 - Heranziehung
- Berücksichtigung persönlicher Wertaspekte
 - Kalkulatorischer Unternehmerlohn (vgl. Tz 146, KFS BW 1)
- Eingeschränkte Anwendbarkeit von kapitalmarktorientierten Bewertungsverfahren?
 - Zu beachten: Die reale Bewertungssituation muss durch Modelle immer vereinfacht werden
 - Die zu treffenden Modellannahmen richten sich nach dem Zweck der Bewertung
 - Methoden der Unternehmensbewertung sind durch die notwendigen Vereinfachungen immer angreifbar
- Konsequenz bei der Bewertung von KMUs?
 - In ständiger Diskussion:
 - Alternative Bewertungsmodelle?
 - Anpassung vorhandener Bewertungsmethoden?

ALTERNATIVE BEWERTUNGSMODELLE?

■ Verwendung von Multiplikatoren?

- Bspw. bei Arztpraxen:

| Umsatzmultiplikatoren (Merk 2010) | | |
|-----------------------------------|-------------|------------|
| | Mindestsatz | Höchstsatz |
| Augenärzte | 22% | 103% |
| Allgemeinärzte | 10% | 75% |
| Chirurgen | 45% | 95% |
| Gynäkologen | 38% | 83% |
| HNO-Ärzte | 35% | 75% |
| Hautärzte | 30% | 92% |
| F.ä. Internisten mit Schwerpunkt | 42% | 122% |
| Kinderärzte | 33% | 65% |
| Neurologen | 40% | 92% |
| Orthopäden | 40% | 118% |
| Urologen | 35% | 80% |
| Radiologen | 26% | 78% |
| Zahnärzte | 15% | 72% |

ALTERNATIVE BEWERTUNGSMODELLE?

■ Size Premia

- Erhöhung des Risikozuschlages für KMUs?
- Probleme:
 - Fehlende theoretische Grundlage
 - Keine Stabilität der Size Premia am Kapitalmarkt
- WP Handbuch 2008: „Für die Ermittlung objektiverer Unternehmenswerte kleiner und mittlerer Unternehmen ist [...] die Anwendung abzulehnen.“
- Anwendungshinweise IDW 2011: „Da auch die theoretische Einbindung von „Size Premiums“ in die Kapitalmarktpreisbildungsmodelle nicht überzeugt, ist insgesamt die Anwendung derartiger Risikozuschläge abzulehnen“

■ Total Beta

- Berücksichtigung des fehlenden Diversifizierungsgrades

$$\beta_{Total} = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} \quad \text{statt} \quad \beta_{CAPM} = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\sigma_m^2}$$

- Problem: mit Modellannahmen des CAPM nicht vereinbar

■ Empirische Ermittlung der Kapitalkosten

- Implizite Kapitalkosten der Branche
- www.firmvaluation.center: Bewertungsparameter

JYU

ANPASSUNG DES ZINSSATZES?

■ Berücksichtigung von Insolvenzrisiko

- Berücksichtigung von Insolvenz in der ewigen Rente (Gleißner 2010)?

$$UW = \frac{E(\tilde{CF})_t \cdot (1-p)}{k - w + p \cdot (1+w)}$$

- Berücksichtigung von Insolvenz strittig:
 - Kruschwitz/Lodowicks/Löffler (2005) zeigen, dass im Fall der Insolvenz unter gewissen Annahmen (CF unabhängig von Insolvenz; im Insolvenzfall Schuldenerlass voll zu versteuern; gleicher Informationsstand von EK,- und FK-Gebern) die UB-Modelle unverändert anwendbar sind.
 - Insolvenzrisiko wird im Zinssatz bereits eingepreist sein.

JYU

Dr. Ewald Aschauer 11/12

Seite
6

ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

- Bewertung des Kunden-, Mandanten-, Patientenstocks
 - Wert von KMUs vielfach durch Wert des (übertragbaren) Kunden-, Mandanten-, Patientenstocks geprägt.
 - Vielfach starke persönliche Bindung des Kundenstocks an den Unternehmer.
 - Einfachere Reproduktionsmöglichkeit: Vielfach geringere Markteintrittsbarrieren bei KMU im Vergleich zu großen Unternehmen.

ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

- Wert eines KMU aus Sicht des jeweiligen Bewertungssubjekts?
 - Wert aus Sicht eines Verkäufers?
 - Vergleich zwischen Fortführung des Unternehmens und alternativer Veranlagung des erzielbaren Preises.
 - Besondere Relevanz: Wie lange kann noch eine Fortführung erfolgen? (Personengebundenheit)
 - Ist eine Fortführung (bspw. aus Altersgründen) nicht möglich oder nicht geplant, so ist nur noch der Liquidationswert relevant.

Bewertung Übergeber

| t | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|----|
| Einnahmen | 410.000 | 420.000 | 415.000 | 430.000 | 400.000 | 30.000 | |
| Ausgaben | 205.000 | 210.000 | 207.500 | 215.000 | 200.000 | 0 | |
| prognostizierter Cashflow | 205.000 | 210.000 | 207.500 | 215.000 | 200.000 | 30.000 | |
| kalkulatorischer Unternehmerlohn | 110.000 | 110.000 | 110.000 | 110.000 | 110.000 | 0 | |
| zu bewertender Cashflow | 95.000 | 100.000 | 97.500 | 105.000 | 90.000 | 30.000 | |
| Zinssatz | | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| Bruttokapitalwert | | 432.057 | | | | | |

ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

■ Wert eines KMU aus Sicht des jeweiligen Bewertungssubjekts?

□ Wert aus Sicht eines Verkäufers?

- Vergleich zwischen Fortführung des Unternehmens und alternativer Veranlagung des erzielbaren Preises.
- Besondere Relevanz: Wie lange kann noch eine Fortführung erfolgen? (Personengebundenheit)
- Ist eine Fortführung (bspw. aus Altersgründen) nicht möglich oder nicht geplant, so ist nur noch der Liquidationswert relevant.

Bewertung Übergeber

| t | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
|----------------------------------|---------|---------|----|---|---|---|---|
| Einnahmen | 410.000 | 30.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ausgaben | 205.000 | 0 | | | | | |
| prognostizierter Cashflow | 205.000 | | | | | | |
| kalkulatorischer Unternehmerlohn | 110.000 | | | | | | |
| zu bewertender Cashflow | 95.000 | 30.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Zinssatz | | 6% | 6% | | | | |
| Bruttokapitalwert | | 116.323 | | | | | |

ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

■ Wert eines KMU aus Sicht des jeweiligen Bewertungssubjekts?

□ Wert aus Sicht des Käufers/Übernehmers?

□ Erhöhte Reproduktionsmöglichkeit bei KMU!

- Alternative Möglichkeit zum Unternehmenskauf (bspw.) Neuerrichtung.
- Der Übernehmer wird nicht bereit sein, einen Preis über dem Wert des Unternehmens bei Neuerrichtung zu bezahlen.

□ Relevante Parameter des Übernahmevorteils:

- Überschüsse des übernommenen Unternehmens
- Überschüsse der alternativen Handlungsmöglichkeit
- Nachhaltigkeitszeitraum

ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

■ Wert des Kundenstocks?

- Bsp1) Übernahmevorteil bei Übernahme vs Neuerrichtung

Bewertung Übernehmer

übernommenes Unternehmen

| t | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | ... | 30 |
|---------------------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Einnahmen | 410.000 | 420.000 | 415.000 | 430.000 | 400.000 | 400.000 | 400.000 |
| Ausgaben | 205.000 | 210.000 | 207.500 | 215.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 |
| prognostizierter Cashflow | 205.000 | 210.000 | 207.500 | 215.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 |
| Bruttokapitalwert (Zinssatz 6%) | 2.784.762 | | | | | | |

Alternative: Neuerrichtung des Unternehmens

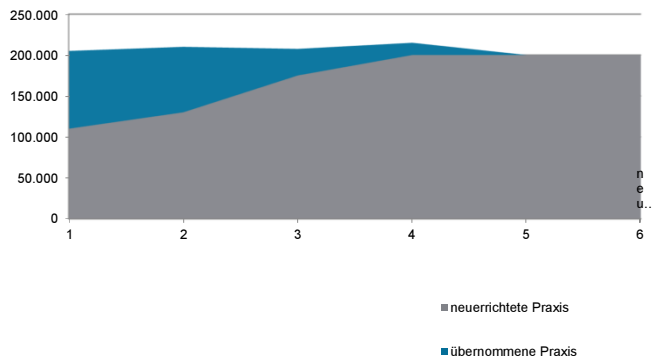
| t | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | ... | 30 |
|---------------------------------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Einnahmen | 220.000 | 260.000 | 350.000 | 400.000 | 400.000 | 400.000 | 400.000 |
| Ausgaben | 110.000 | 130.000 | 175.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 |
| prognostizierter Cashflow | 110.000 | 130.000 | 175.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 |
| Bruttokapitalwert (Zinssatz 6%) | 2.584.770 | | | | | | |

| | | | | | | | |
|---------------------------------|---------|--------|--------|--------|---|---|---|
| Übernahmevorteil | 95.000 | 80.000 | 32.500 | 15.000 | 0 | 0 | 0 |
| Bruttokapitalwert (Zinssatz 6%) | 199.991 | | | | | | |

ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

■ Wert des Kundenstocks?

- Bsp1) Übernahmevorteil bei Übernahme vs Neuerrichtung



ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

■ Wert des Kundenstocks?

- Bsp 1a) Casflows des übernommenen Unternehmens nicht sofort erzielbar

Bewertung Übernehmer

Übernommenes Unternehmen

| t | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | ... | 30 |
|---------------------------------|---|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Einnahmen | | 350.000 | 370.000 | 400.000 | 400.000 | 400.000 | 400.000 |
| Ausgaben | | 175.000 | 185.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 |
| prognostizierter Cashflow | | 175.000 | 185.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 |
| Bruttokapitalwert (Zinssatz 6%) | | 2.716.031 | | | | | |

Alternative: Neuerrichtung des Unternehmens

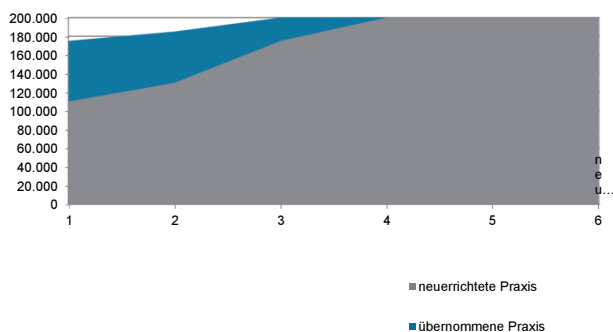
| t | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | ... | 30 |
|---------------------------------|---|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Einnahmen | | 220.000 | 260.000 | 350.000 | 400.000 | 400.000 | 400.000 |
| Ausgaben | | 110.000 | 130.000 | 175.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 |
| prognostizierter Cashflow | | 110.000 | 130.000 | 175.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 |
| Bruttokapitalwert (Zinssatz 6%) | | 2.584.770 | | | | | |

| | | | | | | | |
|---------------------------------|--|---------|--------|--------|---|---|---|
| Übernahmeverteil | | 65.000 | 55.000 | 25.000 | 0 | 0 | 0 |
| Bruttokapitalwert (Zinssatz 6%) | | 131.261 | | | | | |

ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

■ Wert des Kundenstocks?

- Bsp 1a) Casflows des übernommenen Unternehmens nicht sofort erzielbar



ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

■ Wert des Kundenstocks?

- Bsp 1b) Kürzere Anlaufzeit des neuerrichteten Unternehmens

Bewertung Übernehmer

Übernommenes Unternehmen

| t | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | ... | 30 |
|---------------------------------|---|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Einnahmen | | 350.000 | 370.000 | 400.000 | 400.000 | 400.000 | 400.000 |
| Ausgaben | | 175.000 | 185.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 |
| prognostizierter Cashflow | | 175.000 | 185.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 |
| Bruttokapitalwert (Zinssatz 6%) | | 2.716.031 | | | | | |

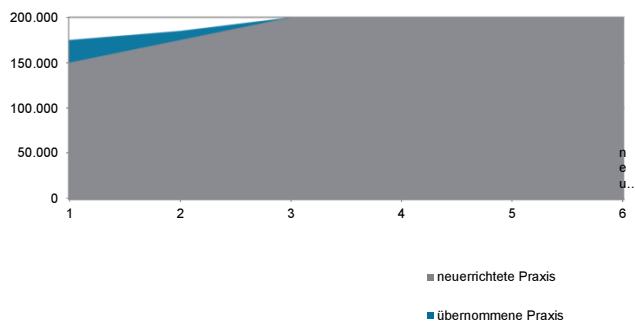
Alternative: Neuerrichtung des Unternehmens

| t | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | ... | 30 |
|---------------------------------|---|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Einnahmen | | 300.000 | 350.000 | 400.000 | 400.000 | 400.000 | 400.000 |
| Ausgaben | | 150.000 | 175.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 |
| prognostizierter Cashflow | | 150.000 | 175.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 | 200.000 |
| Bruttokapitalwert (Zinssatz 6%) | | 2.683.547 | | | | | |
| Übernahmeverteil | | 25.000 | 10.000 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Bruttokapitalwert (Zinssatz 6%) | | 32.485 | | | | | |

ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

■ Wert des Kundenstocks?

- Bsp 1b) Kürzere Anlaufzeit des neuerrichteten Unternehmens



ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

■ Wert der Unternehmenssubstanz?

- Wert der Substanz ergibt sich grundsätzlich als „vorgeleistete Ausgabe“ im Kapitalwertkalkül
- In der Vergleichsrechnung werden die notwendigen Investitionsausgaben zwischen den Alternativen verglichen.
- Wenn die Unternehmenssubstanz übergeben wird, erspart man sich die Investitionsausgaben; daraus ergibt sich ein Übernahmevorteil.

ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

■ Wert der Unternehmenssubstanz?

- Bsp1) Übernahmenvorteil bei Übernahme vs Neuerrichtung

Wert der Unternehmenssubstanz

Übernommenes Unternehmen

| t | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | ... | 30 |
|--|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Investitionsausgaben in übernommenem Unternehmen | 10.000 | 5.000 | 3.000 | 3.000 | 3.000 | 3.000 | 3.000 |
| Kapitalwert der Investition (Zinssatz 6%) | 53.181 | | | | | | |

Alternative: Neuerrichtung des Unternehmens

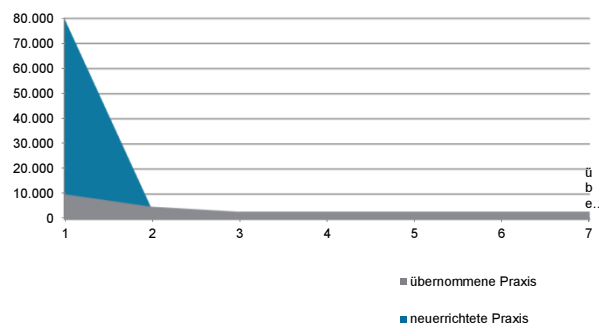
| t | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | ... | 30 |
|--|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Investitionsausgaben in neuerrichtetem Unternehmen | 80.000 | 4.000 | 3.000 | 3.000 | 3.000 | 3.000 | 3.000 |
| Kapitalwert der Investition (Zinssatz 6%) | 122.238 | | | | | | |

| | | | | | | | |
|---|--------|--------|---|---|---|---|---|
| Übernahmenvorteil | 70.000 | -1.000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kapitalwert der Investition (Zinssatz 6%) | 69.057 | | | | | | |

ANPASSUNGEN DES CASHFLOWS BEI DER BEWERTUNG VON KMUS

■ Wert der Unternehmenssubstanz?

- Bsp1) Übernahmevorteil bei Übernahme vs Neuerrichtung



JYU

Dr. Ewald Aschauer 11/12

Seite
19