

# Der faire Verkaufspreis

Die Herausforderung der Bewertung familiengeführter Unternehmen

Von Ulrich Sommer und Nils Klamar, FAS AG

Die Frage nach dem angemessenen Unternehmenswert ist eine der größten Herausforderungen beim Verkauf einer Firma. Unternehmensbewertungen sollten die Besonderheiten bei kleineren und mittleren Unternehmen (KMU), zu denen eine Vielzahl der familiengeführten Unternehmen in Deutschland zählt, berücksichtigen. Eine zusätzlich eingeholte „Fairness Opinion“ kann helfen, eine objektive Preisvorstellung zu erhalten und überzogene Vorstellungen innerhalb der Familie auf ein realistisches Maß zu reduzieren.

## Besonderheiten bei Unternehmensbewertungen von KMU

Wie bei allen Transaktionen kommt es auch im Bereich der KMU häufig zu höchst unterschiedlichen Preisvorstellungen bei Käufer und Verkäufer. Bei der Bewertung sind die Besonderheiten der KMU zu beachten, wie z.B. die langfristig geplanten Investitionen, die Abhängigkeit von wichtigen Angestellten oder Cluster-Risiken in der Kundenstruktur. Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) hat zusätzlich z.B. den begrenzten Eigentümerkreis, geringe Organisationstiefe, geringe Diversifikation, fehlende oder nicht dokumentierte Unternehmensplanung oder ein beschränkt aussagefähiges Rechnungswesen als bewertungsrelevante Faktoren genannt. Außerdem ist der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens im Bereich der KMU ein höherer Stellenwert zuzuweisen als bei Konzernen. Hierzu gehören z.B. nicht genutzte Grundstücke, aber auch ein überhöhtes Working Capital durch eine unökonomische Vorrathaltung oder ein zu zurückhaltendes Mahnwesen.

## Bewertungsverfahren im Überblick

Grundsätzlich werden bei großen Unternehmen und KMU die gleichen Bewertungsverfahren angewendet.

### ZU DEN PERSONEN: ULRICH SOMMER UND NILS KLAMAR

Ulrich Sommer ([ulrich.sommer@fas-ag.de](mailto:ulrich.sommer@fas-ag.de)) ist Mitglied des Vorstands, Nils Klamar ([nils.klamar@fas-ag.de](mailto:nils.klamar@fas-ag.de)) Manager bei der FAS AG, einer auf Corporate Performance Management sowie Bewertungsfragen spezialisierten Unternehmensberatung. [www.fas-ag.de](http://www.fas-ag.de)



Ulrich Sommer



Nils Klamar

Weltweit am häufigsten ist das Discounted Cashflow (DCF)-Verfahren, wobei in Deutschland noch immer das Ertragswertverfahren eine wichtige Rolle spielt. Werden DCF-Verfahren bei KMU angewendet, so findet man in der Praxis häufig Korrekturen bei den Diskontierungszinssätzen, um z.B. die Größe des Unternehmens oder eine geringe Fungibilität der Anteile zu berücksichtigen. Die DCF-Verfahren bauen auf zukünftigen Unternehmensplanungen auf. Teilweise liegen diese aber gerade nicht in der benötigten Form vor, so dass man in der Praxis im Bereich der KMU häufig auch Vergleichsverfahren für die Bewertung einsetzt. Diese

### BEWERTUNGSMETHODEN

#### Ertragswertmethode:

Bei der Ertragswertmethode werden zukünftige Erträge mittels risikoangepasster Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag diskontiert.

#### Discounted-Cashflow-Methode (DCF):

Bei der DCF-Methode werden nicht zukünftige Erträge, sondern zukünftige Cashflows analog der Bewertung der Ertragswertmethode auf den Bewertungsstichtag diskontiert.

#### Substanzwert:

Diese Methode stellt nicht auf die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens ab, sondern bewertet das Unternehmen zu Wiederbeschaffungskosten.

Quelle: FAS

werden mittels Multiplikatoren von vergleichbaren Transaktionen durchgeführt. Gerade deren Identifizierung stellt aber die Schwierigkeit dieses Verfahrens dar. Deshalb sind in der Praxis im Bereich der KMU Substanzwertverfahren oder Mischformen aus Substanzwert und Ertragswert verbreitet. Um den Unternehmenswert zu plausibilisieren, sollten zumindest zwei der genannten Verfahren parallel eingesetzt werden. Es muss eine kritische Würdigung aller, insbesondere der KMU-spezifischen, bewertungsrelevanten Faktoren erfolgen.

### Fairness Opinion

Grundsätze zur Erstellung von Fairness Opinions wurden von verschiedensten Organisationen veröffentlicht. So zum Beispiel in Deutschland vom IDW oder von der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA). Gemäß der IDW-Definition ist eine Fairness Opinion eine fachliche Stellungnahme zum Ergebnis eines Entscheidungsprozesses, insbesondere zur finanziellen Angemessenheit eines Transaktionspreises. Sie ist kein Instrument zur Ermittlung von Unternehmenswerten,

sondern zur Beurteilung von bestehenden Bewertungen. Obwohl Fairness Opinions eher im Bereich von Transaktionen von börsennotierten Unternehmen verbreitet sind, kann eine Erstellung auch im Bereich der Unternehmensbewertungen im Zusammenhang mit einer Nachfolgeregelung sowohl auf Käufer- als auch auf der Verkäuferseite als sinnvoll erachtet werden, um spätere Auseinandersetzungen zu vermeiden, die womöglich die Transaktion gefährden könnten.

### Fazit:

Bei der Unternehmensbewertung im Rahmen der Unternehmensnachfolge sind die allgemein anerkannten Methoden der Unternehmensbewertung zu beachten. Je nach Bewertungsobjekt sind die Besonderheiten, wie z.B. Zuschläge auf den Diskontierungssatz, zu berücksichtigen. Um die Angemessenheit des Unternehmensverkaufs und die Qualität der durchgeführten Unternehmensbewertung sicherzustellen, empfiehlt sich auch bei nicht börsennotierten Gesellschaften der Einsatz einer Fairness Opinion.

Anzeige

UNTERNEHMENSKONTINUITÄT DURCH INDIVIDUELLE NACHFOLGELÖSUNGEN

MINDERHEITSBETEILIGUNGEN UND NACHRANGKAPITAL FÜR DEN MITTELSTAND

STRATEGISCHE WEITERENTWICKLUNG IN PARTNERSCHAFTLICHER ZUSAMMENARBEIT



Eine attraktive Alternative zu standardisiertem Mezzanine und konventionellem Private Equity

MML Capital Partners GmbH | Bockenheimer Landstraße 17/19 | 60325 Frankfurt am Main

Telefon +49 69 710 455 240 | info@mmlcapital.com | www.mmlcapital.com

London

Paris

Frankfurt

Stamford