

**Streng vertraulich**

10. Juli 2014

**Gutachten zum Unternehmenswert**

**der Firma**

**„Friesenhof – Barbara Janssen.“ (Friesenhof)**

Erstellt von:

Dipl.-Volkswirt Heinrich Hemmelrath, Waidmannweg 64, 41239 Mönchengladbach

für AVANDIL GMBH

Neuer Zollhof 1

40221 Düsseldorf

Tel. +49 (0)211 247 908-0

[www.avandil.com](http://www.avandil.com)

## Inhaltsverzeichnis

A. Auftrag und Auftragsdurchführung	3
B. Beschreibung des Bewertungsobjektes	4
1. Rechtliche Grundlagen	4
2. Wirtschaftliche Grundlagen	4
2.1. Umsatz- und Ergebnisentwicklung	5
2.2. Betriebsvermögen und Finanzierung	6
2.3. Kennzahlenanalyse	7
2.3.1. Bilanzkennzahlen	8
2.3.2. Ergebniskennzahlen	11
C. Herleitung des Unternehmenswertes	12
1. Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden	13
1.1. Darstellung der Methoden	14
1.1.1. Ertragswertverfahren	14
1.1.2. Discounted cash flow-Methode	15
1.1.3. Multiplikationsverfahren	15
1.1.4. Substanzwertverfahren	16
1.1.5. Liquidationswertermittlung	16
1.2. Durchführung der Ertragswertermittlung	16
2. Objektivierter Unternehmenswert	18
2.1. Ergebnisplanung	18
2.2. Ermittlung der zu kapitalisierenden Ergebnisse	19
2.3. Kapitalisierungszinssatz	19
2.4. Bewertungsergebnis	22

## **A. Auftrag und Auftragsdurchführung**

Die Inhaberin der Firma Friesenhof, Frau Barbara Janssen stellt derzeit Überlegungen an, ihre Firma ganz oder teilweise zu veräußern. Zu diesem Zweck haben wir den Auftrag übernommen, den Unternehmenswert der Firma Friesenhof zu ermitteln.

Zur Durchführung unseres Auftrages standen uns folgende Unterlagen zur Verfügung:

- Jahresabschlüsse der Jahre 2010 bis 2012
- Betriebswirtschaftliche Auswertung per Dezember 2013
- Firmenbroschüre
- Immobiliengutachten zu den wesentlichen Immobilien

Darüber hinaus stand uns die Verwaltungsleiterin des Friesenhofes Frau Angelika für Auskünfte zur Verfügung.

Unsere Untersuchung umfasste insbesondere die Analyse der bisherigen Ertragskraft der Gesellschaft. Eigene Prüfungshandlungen haben wir nicht vorgenommen. Ebenso waren eigene Markt- und Wettbewerbsuntersuchungen nicht Gegenstand unseres Auftrags.

Bei der Durchführung des Auftrags haben wir uns an den im Standard 1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e. V. (IDW S 1) enthaltenen „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ orientiert. Im Sinne dieser Grundsätze erstellen wir diese Unternehmensbewertung in der Funktion als neutraler Gutachter.

Das Unternehmen und die uns von ihm benannten Ansprechpartner bestätigten, dass die bereitgestellten Informationen nach bestem Wissen und Gewissen vollständig und richtig waren und dass die im Jahresabschluss enthaltenen Informationen die Ergebnisse der Geschäftstätigkeit des Unternehmens und seine finanzielle Lage in Übereinstimmung mit den Grundsätzen ordnungsmäßiger Buchführung wiedergeben. Insbesondere wurden alle geplanten bzw. bereits eingeleiteten Maßnahmen offen gelegt, die Einfluss auf den Zukunftserfolgswert des Unternehmens haben können.

Wir haben die uns zur Verfügung gestellten Unterlagen und gegebenen Angaben auf Plausibilität überprüft, können aber für die Richtigkeit der Unterlagen und Angaben keine Gewähr übernehmen.

Diese Bewertung unterstellt, dass das Unternehmen als laufender Betrieb fortbesteht und dass der Charakter seines jetzigen Geschäftsmodells unverändert beibehalten wird. Diese Bewertung kann zudem nur die Fakten und Gegebenheiten betrachten, die zum Zeitpunkt der Bewertung gegeben waren. Das Gutachten ersetzt daher auch nicht die vor einem Firmenerwerb erforderliche und durch den Unternehmenserwerber durchzuführende Due-diligence-Prüfung.

## **B. Beschreibung des Bewertungsobjektes**

### **1. Rechtliche Grundlagen**

Die Firma besteht seit 1999 und wurde bisher als Einzelunternehmen geführt. Der Sitz des Unternehmens ist Büsum, die Geschäftsanschrift ist Werftstraße 8, 25761 Büsum.

Das Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr.

### **2. Wirtschaftliche Grundlagen**

Bei der Firma Friesenhof handelt es sich um eine Jugendhilfeeinrichtung in freier Trägerschaft, in denen Mädchen mit gravierenden Persönlichkeitsstörungen und Verhaltensauffälligkeiten betreut werden. Ziel ist es, die Jugendlichen in familienähnlichen Gruppen schrittweise zu verselbständigen und ihnen ein eigenständiges Leben zu ermöglichen.

Der Friesenhof wird durch die Jugendämter finanziert, wobei die Finanzierung nach Tagessätzen pro Jugendlichen erfolgt. Die Tagessätze können zum Teil mit den Jugendämtern verhandelt werden. Der Friesenhof ist bei den Jugendämtern bundesweit bekannt und genießt einen guten Ruf. Seit ca. drei Jahren bestehen mehr Anfragen seitens der Jugendämter als der Friesenhof Betreuungsplätze hat, sodass eine Warteliste eingerichtet wurde. Aufgrund der Nachfrage seitens der Jugendämter muss keine eigene Akquise betrieben werden.

Derzeit sind neben der Inhaberin ca. 65 Mitarbeiter beschäftigt, davon haben 9 Mitarbeiter Führungsaufgaben (1 Sozialpädagogin, 8 Hausleitungen). Die Tochter von Frau Janssen ist ebenfalls auf dem Friesenhof beschäftigt, dürfte aber bei Verkauf des Unternehmens das Unternehmen verlassen. Der Friesenhof ist nicht tarifgebunden, ein Betriebsrat existiert nicht.

Der Friesenhof nutzt an mehreren Standorten Räumlichkeiten, die sich teilweise im Eigentum der Firma befinden oder angemietet sind. Im Einzelnen werden an folgenden Standorten Räumlichkeiten genutzt:

- Wrohm  
„Mädchencamp „Nanna“ (Betreuung von Mädchen, die in Jugendhilfeeinrichtungen nicht mehr betreut werden können); die Räumlichkeiten sind angemietet, die monatliche Kaltmiete beträgt 1.850 €, ab 01.06.2015 1.950 €
- Hedwigenkoog  
„Töchterhaus Charlottenhof“ (Kompetenztraining für Mädchen, die Regelschulen oder Maßnahmen der Arbeitsagentur besuchen), die Immobilie befindet sich im Eigentum der Firma mit einem geschätzten Marktwert von 650 T€ und einem jährlichen kalkulatorischen Mietwert von 45,4 T€.  
Daneben ist noch das „Peselhaus“ angemietet, um Besucher der Jugendlichen unterzubringen. Die Räumlichkeiten sind angemietet, Monatskaltmiete 350 €
- Wesselburen  
„Dithmarscher Haus“ (Vorbereitung auf die Selbständigkeit),  
„Friesenhaus“ (Betreuung psychisch erkrankter oder traumatisierter Mädchen in Kleinstgruppen unter Anleitung von Frau Janssen), die Immobilie befindet sich im Eigentum der Firma mit einem geschätzten Marktwert von 265 T€ und einem jährlichen Mietwert von 25,2 T€)  
„Wesselburener Koog (Campina)“, (Betreutes Wohnen zur Vorbereitung auf die Selbständigkeit), die Räumlichkeiten sind angemietet, Monatskaltmiete 1.262 €

- Süderdeich  
„Birkenhof“ (Betreuung von jungen Männern, die meist in Werkstätten für Behinderte arbeiten), die Immobilie befindet sich im Eigentum der Firma mit einem geschätzten Marktwert von 246 T€ und einem jährlichen Mietwert von 23,6 T€)
  
- Büsum  
„Lernoase – Insel am Hafen“ (Betreuung von Jugendlichen mit Lernschwächen), ebenso ist die Verwaltung der Firma Friesenhof und das Lager der Firma hier untergebracht; die Räumlichkeiten sind angemietet, Monatskaltmiete 3.802,50 €  
Ferner ist eine Klein-Wohnung angemietet, Monatskaltmiete 250 €.
  
- Schülp  
„Elbenhof“, (Wohnhaus zur Unterbringung der Jugendlichen, die in der Lernoase beschult werden), die Räumlichkeiten sind angemietet, Monatskaltmiete 1.400 €
  
- Flechtingen  
(Ferienhaus auch für Einzelmaßnahmen genutzt), befindet sich im persönlichen Eigentum von Frau Janssen und ist nicht in der Firma Friesenhof bilanziert, 2014 erworben zum Kaufpreis von 60 T€, was dem Marktwert entspricht.
  
- Heide  
2 Klein-Wohnungen, angemietet Monatskaltmiete insgesamt 280 €

Der Marktwert der im Eigentum der Firma stehenden Immobilien in Hedwigenkoog, Wesselburen und Süderdeich wurde durch Immobiliengutachten des Architekten Rolf Belitz in 2012 und 2013 ermittelt. Der Marktwert für alle drei Immobilien beträgt 1.161 T€.

## **2.1. Umsatz- und Ergebnisentwicklung**

Die wesentlichen Eckdaten der GuV-Rechnung stellen sich für den Zeitraum 2011 bis 2013 wie folgt dar (eine Erläuterung zu den einzelnen Positionen der GuV-Rechnung findet sich in Anlage 1):

Das vorläufige Ergebnis per Dezember 2013 basiert auf der „Betriebswirtschaftlichen Auswertung per Dezember 2013“. Die üblichen Jahresabschlussbuchungen wie Anpassung der Rückstellungen und Abgrenzungsbuchungen sind im vorläufigen Ergebnis noch nicht alle berücksichtigt. Es ist aber auskunftsgemäß davon auszugehen, dass sich das Ergebnis 2013 im endgültigen Abschluss nicht mehr wesentlich ändert.

Friesenhof	ERGEBNISRECHNUNGEN					
	2011		2012		2013 vorl.	
	T€	%	T€	%	T€	%
Umsatzerlöse	2.746		3.057		3.317	
Sonstige Betriebliche Erträge	6		9		1	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>2.752</b>	100	<b>3.066</b>	100	<b>3.318</b>	100
Material/Warenaufwand	360	13	349	11	334	10
<b>Betrieblicher Rohertrag</b>	<b>2.392</b>	87	<b>2.717</b>	89	<b>2.984</b>	90
Personalaufwand	1.281	47	1.650	54	1.884	57
Werbe-/Reisekosten	10	0	16	1	13	0
Raumkosten	302	11	268	9	274	8
Versicherungen/Beiträge	33	1	32	1	19	1
Fahrzeugkosten	81	3	123	4	110	3
Reparatur/Instandhaltung	21	1	29	1	23	1
Sonst. betr. Kosten	134	5	160	5	141	4
Verluste Umlaufvermögen	2	0	19	1	0	
Hauptbetriebskosten	583	21	647	21	579	17
Gesamtkosten	1.864	68	2.297	75	2.464	74
<b>EBITDA, Operatives Ergebnis (OE)</b>	<b>528</b>	19	<b>420</b>	14	<b>520</b>	16
Abschreibungen	55		58		59	
Ab-/Zuschreibungen, Buchwertänd.	55		58		59	
<b>EBIT (OE nach Abschreib.)</b>	<b>472</b>	17	<b>363</b>	12	<b>461</b>	14
Zinsaufwendungen	40		33		35	
Finanzergebnis, Zinsen	40		33		35	
<b>EBT1 (OE nach Abschreib./Zinsen/Bet.)</b>	<b>432</b>	16	<b>329</b>	11	<b>426</b>	13
Sonstige Steuern	7		5		6	
Steuern	7		5		6	
<b>EAT (Jahresüberschuss)</b>	<b>425</b>	15	<b>324</b>	11	<b>419</b>	13

Die Umsätze sind im Zeitraum 2011 bis 2013 deutlich angestiegen, aufgrund steigender Personal- und übriger Betriebskosten blieb das Ergebnis im betrachteten Zeitraum etwa konstant.

Bei den Angaben zur Ergebnisrechnung ist zu berücksichtigen, dass für die Inhaberin kein Gehalt angesetzt ist, da ihre Vergütung – wie bei Einzelunternehmen üblich – durch Gewinnentnahme erfolgt.

## 2.2. Betriebsvermögen und Finanzierung

Die Bilanzen 2011 und 2012 der Gesellschaft stellen sich wie folgt dar (Die Bilanz 2013 ist noch nicht verfügbar):

Friesenhof	BILANZ			
	2011		2012	
	T€	%	T€	%
<b>AKTIVA</b>				
Immaterielles Vermögen	6	0	29	2
Sachanlagen	975	69	961	
<b>I. Anlagevermögen</b>	<b>981</b>	69	<b>989</b>	76
Forderungen LuL	68	5	104	8
Sonstiges Vermögen	82	6	88	7
Liquide Mittel	282	20	122	9
<b>II. Umlaufvermögen</b>	<b>432</b>	30	<b>313</b>	24
Rechnungsabgrenzungsposten	9		4	
<b>III. Sonstiges</b>	<b>9</b>	1	<b>4</b>	0
<b>GESAMTVERMÖGEN</b>	<b>1.422</b>	100	<b>1.306</b>	100
<b>PASSIVA</b>				
Anfangskapital	325	23	530	41
Entnahmen	-216	-15	-471	-36
Jahresergebnis	425	30	324	25
<b>I. Eigenkapital</b>	<b>534</b>	38	<b>383</b>	29
sonst. Rückstellungen	17	1	32	2
<b>II. Rückstellungen</b>	<b>17</b>	1	<b>32</b>	2
Kreditinstitute	734	52	637	49
Verbindlichk. LuL	71	5	74	6
Sonst. Verbindlichk.	67	5	180	14
<b>III. Verbindlichkeiten</b>	<b>872</b>	61	<b>891</b>	68
<b>GESAMTKAPITAL</b>	<b>1.422</b>	100	<b>1.306</b>	100

Beim Anlagevermögen handelt es sich überwiegend um bebaute Grundstücke, der Bodenanteil (= Anschaffungskosten) der drei im Eigentum der Firma stehenden Betriebsgebäude beläuft sich per Ende 2012 auf 124 T€, die Gebäude hatten per Ende 2012 einen Restwert von 736 T€ (ursprüngliche Anschaffungskosten = 986 T€). Der Marktwert der Immobilien wurde 2013 mit insgesamt 1.161 T€ ermittelt. Die Finanzierung des Immobilienerwerbs erfolgte seinerzeit durch Bankkredite, die Ende 2012 noch mit 560 T€ und Ende 2013 noch mit 470 T€ valutierte. Anfang 2014 hat Frau Janssen erhebliche Tilgungen vorgenommen, sodass sich das Kreditvolumen inzwischen nur noch auf 290 T€ beläuft. Der



Rest des Anlagevermögens betrifft Mietereinbauten sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung.

Das Umlaufvermögen setzt sich i. W. aus Forderungen gegenüber Kunden (Jugendämtern) und Geldanlagen zusammen. Finanziert wird das Vermögen vor allem durch Eigenmittel, und den überwiegend zur Finanzierung der Immobilienkäufe aufgenommen Darlehen.

### **2.3 Kennzahlenanalyse**

Die Kennzahlenanalyse beabsichtigt, durch bestimmte Kennzahlen die wirtschaftliche Lage eines Unternehmens darzustellen. Grundlage hierfür sind die Jahresabschlüsse. Schwerpunkte der Analyse sind die folgenden Themenfelder:

- Wie stellt sich die Vermögens- und Finanzierungslage dar, bzw. ist die Unternehmung auch bei schwierigeren wirtschaftlichen Verhältnissen solide und stabil finanziert?
- Wie stellt sich die Ertragskraft der Unternehmung dar, also die Fähigkeit Gewinne zu realisieren?

Die Kennzahlenanalyse soll vor allem:

- wirtschaftliche Sachverhalte beschreiben, wie z. B. die Rentabilität oder die Finanzierungsstruktur eines Unternehmens,
- Sachverhalte in einer Zahl oder einem Zahlenverhältnis (z. B. Anlagenintensität) zusammenfassen,
- die wirtschaftliche Situation eines Unternehmens im Zeitablauf oder im Vergleich zu anderen Unternehmen darstellen.

Kennzahlen vermitteln aber immer nur ein komprimiertes Bild von Teilaspekten des Unternehmens, lassen dafür aber Zusammenhänge leichter erkennen. Sie zeigen auch mögliche Stärken und Schwächen auf. Dabei basieren sie allerdings immer auf Vergangenheitszahlen zu bestimmten Bilanzstichtagen (bei der Bilanz) oder Jahresperioden (bei der Ergebnisrechnung). Im Folgenden wurden die Kennzahlen für 2011 ermittelt.

### 2.3.1. Bilanzkennzahlen

Die wesentlichen Bilanzkennzahlen stellen sich wie folgt dar:

#### Bilanzkennzahlen 2012 in %

$$\text{Anlagenintensität} = \frac{\text{Anlagevermögen} * 100}{\text{Gesamtvermögen}}$$

$$= 75,7$$

$$\text{Umlaufintensität} = \frac{\text{Umlaufvermögen} * 100}{\text{Gesamtvermögen}}$$

$$= 24,0$$

$$\text{Anlagenabnutzungsgrad} = \frac{\text{Kumulierte Abschreibungen} * 100}{\text{Anlagevermögen zu hist. AHK}}$$

$$= 37,9$$

$$\text{Eigenkapitalquote} = \frac{\text{Eigenkapital} * 100}{\text{Gesamtkapital}}$$

$$= 29,4$$

$$\text{Fremdkapitalquote} = \frac{\text{Fremdkapital} * 100}{\text{Gesamtkapital}}$$

$$= 70,6$$

$$\text{Anlagendeckungsgrad I} = \frac{\text{Eigenkapital} * 100}{\text{Anlagevermögen}}$$

$$= 38,8$$

$$\text{Anlagendeckungsgrad II} = \frac{(\text{Eigenkapital} + \text{langfr. Fremdkapital}) * 100}{\text{Anlagevermögen}}$$

$$= 95,4$$

Die Anlagenintensität und die Umlaufintensität besagen, welchen Anteil das Anlage- bzw. das Umlaufvermögen am Gesamtvermögen haben. Eine hohe Anlageintensität ist vor allem für kapitalintensive Produktionsunternehmen typisch, während Handels- und Dienstleistungsunternehmen eher eine hohe Umlaufintensität haben. Eine hohe Anlagenintensität bedeutet

in der Regel auch einen hohen Fixkostenanteil (insbesondere aufgrund von Abschreibungen und Zinsen).

Beim Anlagenabnutzungsgrad werden die kumulierten Abschreibungen (= aufgelaufenen Abschreibungen über alle Vergangenheitsjahre gerechnet) in Relation gesetzt zu den historischen Anschaffungs- oder Herstellungskosten (AHK); damit wird ermittelt, wie viel Prozent des Anlagevermögens abgeschrieben ist. Ein hoher Wert deutet auf ein hohes Alter des Sachkapitals hin, was einen Investitionsbedarf in den nächsten Jahren bedeuten kann. Ein hoher Wert für den Anlagenabnutzungsgrad kann aber auch die Folge der Anwendung der degressiven Abschreibungsmethode sein.

Die Eigenkapitalquote und die Fremdkapitalquote geben an, inwieweit eine Unternehmung durch Eigenmittel oder Fremdmittel finanziert ist. Eine niedrige Eigenkapitalquote (und damit hohe Fremdkapitalquote) bedeutet, dass das Unternehmen bei der Finanzierung stark von fremden Gläubigern abhängig ist. Auch ist ein Unternehmen bei einer niedrigen Eigenkapitalquote in wirtschaftlich schwierigen Zeiten stärker gefährdet, da es Verlustphasen nicht so lange durchstehen kann.

Der Anlagendeckungsgrad fordert, langfristiges Vermögen (Anlagevermögen) fristenkongruent zu finanzieren, d. h. durch langfristiges Kapital zu finanzieren. In der engen Fassung des Anlagendeckungsgrades, dem Anlagendeckungsgrad I besagt dies (auch goldene Bilanzregel genannt), dass das Anlagevermögen mit Eigenkapital zu finanzieren sei, somit soll als Zielgröße für den Anlagendeckungsgrad I ein Wert von 100 % erreicht werden.

Der Grund hierfür ist, dass für das Anlagevermögen eine sichere Finanzierung gegeben sein sollte, weil es kurzfristig nur schwer liquidiert (verkauft) werden kann und weil ohne die Anlagegegenstände eine Fortsetzung des Geschäftsbetriebes meist nicht möglich sein dürfte. Wäre Anlagevermögen stattdessen mit Fremdkapital finanziert und würden die Fremdkapitalgeber ihre Kredite zurückfordern, wäre eine Bedienung der Kredite kurzfristig nicht möglich. Umlaufvermögen kann hingegen schneller realisiert werden, sodass eine Finanzierung von Umlaufvermögen durch Fremdkapital eher akzeptabel ist.

In einer weiteren Fassung des Anlagendeckungsgrades, dem Anlagendeckungsgrad II wird verlangt, dass das Anlagevermögen langfristig, also mit Eigenkapital und langfristigem

Fremdkapital finanziert werden müsse, auch hier gilt eine Zielvorgabe von 100 %. Eine Finanzierung von Anlagevermögen mit langfristigem Fremdkapital (langfristige Bankkredite, Pensionsrückstellungen) ist somit noch akzeptabel. In der Praxis spielt als Zielgröße für die Finanzierung nur der Anlagendeckungsgrad II eine wesentliche Rolle (eine Zielgröße von 100 % für den Anlagendeckungsgrad I ist für die meisten Unternehmen kaum erreichbar).

Für die Firma Friesenhof kann sowohl die Eigenkapitalquote von 29,4 % als auch der Anlagendeckungsgrad II von 95,4 % als ausreichend solide Finanzierung angesehen werden.

### 2.3.2 Ergebniskennzahlen

#### Ergebniskennzahlen 2012 in %

$$\text{EBIT-Marge} = \frac{\text{EBIT} * 100}{\text{Gesamtleistung}}$$

$$= 11,8$$

$$\text{Eigenkapitalrendite} = \frac{\text{Jahresüberschuss} * 100}{\text{Eigenkapital}}$$

$$= 84,5$$

$$\text{Gesamtkapitalrendite} = \frac{\text{Gewinn vor Zinsen} * 100}{\text{Gesamtkapital}}$$

$$= 27,4$$

Die Kennzahl EBIT-Marge (Earnings before interest and taxes) bezeichnet den Gewinn vor Zinsergebnis, außerordentlichem Ergebnis und Steuern in Relation zur Gesamtleistung. Es handelt sich praktisch um die Relation Betriebsergebnis zu Gesamtleistung und kann als „operative Gewinnmarge“ angesehen werden. Ein Wert von 11,8 % drückt eine hohe Ergebniskraft aus. Es ist aber bei dieser Kennzahl und bei den beiden folgenden Kennzahlen zu berücksichtigen, dass im Ergebnis noch kein Unternehmerlohn berücksichtigt ist und somit das Ergebnis - wirtschaftlich betrachtet - zu hoch ausgewiesen ist.

Die Eigenkapitalrentabilität setzt den Jahresüberschuss eines Unternehmens ins Verhältnis zum Eigenkapital des Unternehmens. Es drückt aus, wie hoch sich das eingesetzte Eigenkapital innerhalb einer Rechnungsperiode verzinst hat und zeigt auch, ob die Investition mehr oder weniger rentabel ist als eine Kapitalanlage. Die Eigenkapitalrendite steigt in der Regel an, wenn weniger Eigenkapital im Unternehmen investiert ist, da dann der Gewinn auf ein niedrigeres Eigenkapital bezogen wird, was die Eigenkapitalrendite erhöht. Dies schränkt die Aussagefähigkeit der Eigenkapitalrendite generell ein, da sie sich je nach Eigenkapitalquote verändert.

Die Gesamtkapitalrentabilität gibt an, welche Rendite das gesamte im Unternehmen eingesetzte Kapital (Gesamtkapital = Bilanzsumme) innerhalb einer Periode erwirtschaftet hat. Es wird somit nicht nur das eingesetzte Eigenkapital sondern das gesamte im Unternehmen eingesetzte Kapital berücksichtigt. Entsprechend muss auch das Fremdkapital und seine Verzinsung bei der Rentabilitätsmittlung berücksichtigt werden. Folglich wird der Zinsaufwand dem Jahresüberschuss zugerechnet.

Letztlich wird so ein von der Finanzierungsstruktur unabhängiges Ergebnis ermittelt und die Ertragskraft eines mit Fremdkapital finanzierten Unternehmens mit der eines ausschließlich durch Eigenkapital finanzierten Unternehmens vergleichbar.

Die Gesamtkapitalrendite liegt mit 27,4 % deutlich über dem Fremdkapitalzinssatz, den das Unternehmen am Markt zahlen müsste, was aber auch darauf zurückzuführen ist, dass im Ergebnis kein Unternehmerlohn berücksichtigt ist.

### **C. Herleitung des Unternehmenswertes**

Unternehmensbewertungen werden aus unterschiedlichen Anlässen durchgeführt. Im Bereich von kleinen oder mittelständischen Unternehmen treten die folgenden Anwendungsfälle am häufigsten auf:

- Zielpreisbestimmung im Rahmen eines Unternehmenskaufes oder -verkaufes
- Bewertung von Unternehmen oder Unternehmensteilen im Zusammenhang mit Unternehmenszusammenschlüssen

- Bewertung bei Auseinandersetzungen zwischen Gesellschaftern (Abfindung)
- Bewertung bei Erbauseinandersetzungen

Für den hier vorliegenden Anlass einer Verkaufsabsicht hat die Unternehmensbewertung auch eine Argumentationsfunktion für den Verkäufer, dessen Interessen in der Regel anders gelagert sind als die eines potenziellen Käufers.

Das Ziel des Verkäufers ist es, einen möglichst hohen Kaufpreis zu erzielen. Besonders für mittelständische Unternehmer verkörpert das Unternehmen oft ein Lebenswerk, das mit hohem persönlichem Einsatz aufgebaut wurde. Das soll sich im Kaufpreis ebenso widerspiegeln. Häufig stehen aber auch das Fortbestehen des Unternehmens und die Sicherung von Arbeitsplätzen aus sozialer Verantwortung gegenüber langjährigen Mitarbeitern im Vordergrund.

Der Kaufinteressent hingegen hat in erster Linie das Ziel, eine gut funktionierende Unternehmung mit intakter Struktur und wenigen Risiken zu einem möglichst niedrigen Preis zu erwerben. Er wird in der Regel nicht bereit sein, ideelle Werte mit zu bezahlen, was aus seiner Sicht verständlich erscheint. Außerdem wird er tendenziell Schwachstellen im Unternehmen suchen und meist auch finden, um diese zur Preisminderung zu nutzen. Grundsätzlich führen Kaufinteressenten eigene Bewertungen im Rahmen einer sogenannten „Due Diligence“ (wörtlich übersetzt: gebührende Sorgfalt) durch.

Die „Due Diligence“ ist eine solide Analyse des Unternehmens, seines Ertragspotenzials sowie der Qualität der Mitarbeiter. Der Kaufinteressent erhält hierdurch ein genaues Bild über die Stellung des Unternehmens im Markt, seinen Marktanteil, die Bedeutung der Wettbewerber sowie alle anderen wirtschaftlichen, steuerlichen und rechtlichen Verhältnisse. Bei Erwerb größerer Unternehmen wird in der Regel die „Due Diligence“-Prüfung durch ein Team fachkundiger Juristen, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer und Unternehmensberater durchgeführt.

Die Preisvorstellungen von Verkäufer und Käufer weichen also meistens voneinander ab. Das liegt vor allem auch daran, dass bei einem Unternehmenskauf eben nicht nur das Unternehmen als physische Einheit sondern vor allem als ein zukünftiger Zahlungsstrom erworben wird. Eine ordentliche Bewertung stellt grundsätzlich nicht mehr oder weniger als

eine Orientierung dar, die grobe Fehleinschätzungen über den Unternehmenswert verhindern soll.

## **1. Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden**

Unternehmen stellen generell eine Kombination von materiellen Faktoren (Anlagevermögen, Vorräte, liquide Mittel usw.) sowie immateriellen Faktoren (Know how, Organisation, usw.) dar, durch deren Zusammenwirken Erträge erwirtschaftet werden. Der Wert des Unternehmens ergibt sich somit nicht als Summe der Einzelwerte der materiellen und immateriellen Faktoren sondern erst durch das Zusammenwirken der Faktoren. Im Folgenden sollen zunächst die verschiedenen Bewertungsansätze vorgestellt werden.

### **1.1. Darstellung der Methoden**

#### **1.1.1. Ertragswertverfahren**

Bei der Bewertung der Firma Friesenhof wurden die nach herrschender Meinung in der Betriebswirtschaftslehre, im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer und in der Rechtsprechung allgemein anerkannten Bewertungsregeln angewandt. Bei der Wertermittlung nach dem Ertragswertverfahren haben wir uns an die „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1)“ angelehnt.

Nach den in IDW S 1 enthaltenen Grundsätzen bestimmt sich der Wert eines Unternehmens aus dem Nutzen, den das Unternehmen aufgrund seiner zum Bewertungszeitpunkt vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte, seiner Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements in Zukunft erwirtschaften kann.

Gemäß IDW S 1 wird durch einen neutralen Gutachter der Unternehmenswert als typisierter Zukunftserfolgswerts ermittelt, der sich unter der Annahme einer grundsätzlich unveränderten Fortführung des Unternehmens ergibt (objektivierter Unternehmenswert). Strukturveränderungen, Investitionen und Desinvestitionen, die am Bewertungsstichtag noch nicht hinreichend konkretisiert sind, bleiben bei der Bewertung grundsätzlich außer Betracht.

Der künftige Nutzen, der sich aus dem Zusammenwirken aller die Ertragskraft beeinflussenden Faktoren ergibt, zeigt sich im Hinblick auf rein finanzielle Zielsetzungen in dem Ertrag, der als Überschuss der Erträge über die Aufwendungen in der auf den Bewertungsstichtag folgenden Zukunft zu erwarten ist. Danach entspricht der Wert eines Unternehmens grundsätzlich dem Barwert aller künftigen Ertragsüberschüsse (finanzielle Überschüsse). Dies ist der Ertragswert des Unternehmens.

Der Unternehmenswert der Firma Friesenhof wird im Folgenden nach der Ertragswertmethode ermittelt.

### **1.1.2. Discounted cash flow-Methode**

Neben dem in Deutschland vorwiegend angewandten Ertragswertverfahren sind national und international auch Methoden zur Unternehmensbewertung auf Basis des „discounted cash flow (DCF)“ gebräuchlich. Bewertungen nach dem so genannten DCF-Verfahren und nach dem Ertragswertverfahren sind grundsätzlich gleichwertig und führen unter gleichen Prämissen zu identischen Ergebnissen, da beide Verfahren auf demselben investitionstheoretischen Fundament (Kapitalwertkalkül) beruhen und von prognostizierten finanziellen Überschüssen ausgehen, die jeweils auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden.

### **1.1.3. Multiplikationsverfahren**

Diese häufig verwendeten Verfahren multiplizieren ein „nachhaltig erzielbares Ergebnis“ (ermittelt wie unter „Ertragswertverfahren“ beschrieben) mit Multiplikatoren. Die Höhe des jeweiligen Multiplikators bemisst sich dabei an Vergleichsunternehmen aus der gleichen Branche, an Branchenrisiken und an der Stellung des Unternehmens in seinem Markt. Gradmesser ist vor allem die Qualität der Kundenbindung.

Die Multiplikatoren für kleinere Unternehmen liegen in einer Bandbreite von z.B. 3 (Pflegedienste) bis 6 (Softwareunternehmen).



Grundüberlegung dieses Vorgehens ist die klare Festlegung darauf, wie oft der Käufer den zukünftig anfallenden Gewinn als Preis für das Unternehmen zahlen soll. Als Bemessungsgröße für Multiplikatoren werden auch andere Positionen herangezogen, wie z.B. der Umsatz oder in bestimmten Branchen die Anzahl spezifischer Kunden.

Obwohl diese Methode der Unternehmensbewertung ohne großen mathematischen Aufwand bewerkstelligt werden kann, ist diese Verfahren häufig zu stark vereinfachend. Multiplikationsverfahren werden häufig in Kombination mit anderen Bewertungsverfahren oder zu deren Überprüfung verwendet.

#### **1.1.4. Substanzwertverfahren**

Dieses Verfahren bezeichnet einen Wertansatz, der sich hauptsächlich aus der Untersuchung der Unternehmens-Bilanz ergibt. Dazu werden die Aktiva (Anlagevermögen und Umlaufvermögen) des Unternehmens anhand von Kriterien wie zum Beispiel deren Marktwert oder Wiederbeschaffungswert bewertet. Die wertmäßige Summe der Aktiva wird um Rückstellungen und Verbindlichkeiten vermindert.

Das Substanzwertverfahren ermittelt quasi die Kosten, die entstehen würden, wenn man das Unternehmen im gegenwärtigen Zustand neu errichten wollte. Es kommt vor allem dann zum Einsatz, wenn im Unternehmen regelmäßig hohe stille Reserven oder stille Lasten vorhanden sind. Dies betrifft häufig Immobilien- und Beteiligungsgesellschaften.

Der Substanzwert stellt aber nur eine Art Vergleichswert für den Ertragswert dar, er hat keine eigenständige Bedeutung bei der Ermittlung eines Unternehmenswerts; ein Substanzwert ist daher nicht ermittelt worden.

#### **1.1.5. Liquidationswertermittlung**

Erweist es sich gegenüber der Unternehmensfortführung als vorteilhafter, sämtliche, das heißt sowohl die nicht betriebsnotwendigen als auch die betriebsnotwendigen

Vermögensteile eines Unternehmens gesondert zu veräußern, so ist die Summe der dadurch erzielbaren Nettoerlöse, das ist der Liquidationswert, zu berücksichtigen. Da im vorliegenden Fall davon ausgegangen werden kann, dass der ermittelte Unternehmenswert über dem entsprechenden Liquidationswert bei unterstellter Zerschlagung liegt, wurde auf die Ermittlung eines Liquidationswertes verzichtet.

## **1.2. Durchführung der Ertragswertermittlung**

Die Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse ist das zentrale Element der Unternehmensbewertung. Dabei sind Chancen und Risiken in gleicher Weise zu berücksichtigen. Die tatsächlich erzielten Ergebnisse der Vergangenheit können hierbei eine Orientierung geben. Bei der Ermittlung von objektivierten Unternehmenswerten wird von einer Vollausschüttung der künftig ausschüttungsfähigen Ergebnisse ausgegangen.

Die so für künftige Perioden ermittelten finanziellen Überschüsse sind auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Da bei einer objektivierten Unternehmensbewertung subjektive Gesichtspunkte (z.B. rein verkäufer- oder rein käuferorientierte Wert- und Nutzenvorstellungen) nicht zu berücksichtigen sind, kann als Orientierungsgröße für den Kapitalisierungszinssatz die Rendite von Anleihen inländischer öffentlicher Emittenten am Kapitalmarkt herangezogen werden. Der Kapitalisierungszinssatz ist dann so festzulegen, dass die Ergebnisse aus dem Bewertungsobjekt und die Ergebnisse aus dem Vergleichsobjekt hinsichtlich Ertrags- und Geldwertsicherheit sowie Fristigkeit gleichwertig sind.

Als betriebliche Ertragsteuern sind bei der Firma Friesenhof keine Steuern zu berücksichtigen.

Ferner sind generell – d.h. unabhängig vom Bewertungsanlass – persönliche Steuern des Anteilseigners zu berücksichtigen. Im Rahmen der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte (typisierte Betrachtung) ist dabei grundsätzlich auf die steuerliche Situation eines unbeschränkt steuerpflichtigen, als natürliche Person gedachten Anteilseigners abzustellen. Bei der Ermittlung der zu kapitalisierenden Ergebnisse wurden pauschalisiert persönliche Steuern (Einkommensteuer incl. Solidaritätszuschlag) von 40 % angesetzt.

Die Ermittlung der finanziellen Überschüsse ist zu ergänzen, wenn das Bewertungsobjekt über nicht betriebsnotwendiges Vermögen verfügt. Vermögensgegenstände, die einzeln veräußert werden können, ohne die Fortführung des Unternehmens zu beeinträchtigen, sind grundsätzlich gesondert als nicht betriebsnotwendiges Vermögen mit den netto erzielbaren Überschüssen aus der Einzelveräußerung anzusetzen und in den jeweiligen Unternehmenswert einzubeziehen. Nach unserem Kenntnisstand verfügt die Firma Friesenhof über kein nennenswertes nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

## **2. Objektivierter Unternehmenswert**

### **2.1. Ergebnisplanung**

Für die Unternehmenswertermittlung ist grundsätzlich zunächst festzulegen, wie hoch das nachhaltig erzielbare Ergebnis in der Zukunft ist. Zur Einschätzung der vorhandenen Ertragskraft wurde zunächst eine Vergangenheitsanalyse durchgeführt. Diese bezog sich auf die Ist-Daten der Geschäftsjahre 2011 bis 2013. Eine Unternehmensplanung für die nächsten Jahre besteht nicht, die Gesellschafterin geht aber davon aus, dass die Gesellschaft auch in Zukunft Ergebnisse in Höhe des Ergebnisses der letzten Jahre realisieren wird. Daher soll das nachhaltig erzielbare Ergebnis in der Zukunft als Mittelwert des Ergebnisses der Jahre 2011 bis 2013 hergeleitet werden.

Zur Ermittlung des künftig nachhaltig erzielbaren Ergebnisses sind noch Bereinigungen der bisherigen Ergebnisse wie folgt erforderlich:

- Berücksichtigung eines kalkulatorischen Unternehmerlohns von 80 T€ jährlich.
- Die Personalkosten für die Tochter von Frau Janssen entfallen bei einem Verkauf des Unternehmens, da sie dann das Unternehmen verlassen würde, die Personalkosteneinsparung beträgt unter Berücksichtigung der Lohnnebenkosten jährlich ca. 26 T€.
- Die Firmenwertabschreibung von 2 T€ jährlich wird deshalb bereinigt, weil diese Aufwandsposition nicht zahlungswirksam ist und außerdem – anders als bei Abschreibungen auf Sachanlagen – keine Ersatzinvestitionen in Höhe der Firmenwertabschreibungen in Zukunft erforderlich sind.

Die Ergebnisse vor Ertragsteuern (aber nach sonstigen Steuern) der Firma sowie die Ergebnisbereinigung stellen sich für die Jahre 2011 bis 2013 wie folgt dar:

	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>	<b>Ist</b>
	<b><u>2011</u></b>	<b><u>2012</u></b>	<b><u>2013</u></b>
Ergebnis vor Steuern	432	329	426
Sonstige Steuern	-7	-5	-6
Bereinigung Unternehmerlohn	-80	-80	-80
Bereinigung Gehalt Tochter	26	26	26
<u>Bereinigung Abschreibung Geschäftswert</u>	<u>2</u>	<u>2</u>	<u>2</u>
<b>Bereinigtes Ergebnis Friesenhof</b>	<b>373</b>	<b>272</b>	<b>368</b>

Der Mittelwert der bereinigten Ergebnisse beträgt 338 T€ und soll für die Zukunft als nachhaltig erzielbar angesehen werden.

Es empfiehlt sich, das Geschäft der Firma Friesenhof und ihre Betriebsimmobilien (incl. der für diese Immobilien bestehenden Kreditverbindlichkeiten) getrennt zu bewerten, da für die Immobilien bereits ein aktueller Marktwert ermittelt wurde und es denkbar ist, dass das Geschäft von Friesenhof und die Betriebsimmobilien getrennt an verschiedene Käufer veräußert werden. Der Unternehmenswert der Firma Friesenhof setzt sich daher zusammen aus dem Unternehmenswert des Geschäftes und dem Marktwert der Immobilie.

Da die Immobilienbewertung für die drei Immobilien eine marktgerechte Miete von insgesamt 94 T€ pro Jahr ermittelt hatte, ist das Geschäft von Friesenhof mit einem fiktiven Mietaufwand von 94 T€ pro Jahr zu belasten, gleichzeitig sind die Kosten der Immobilien (Abschreibungen von 19 T€, Zinsaufwand der Immobiliendarlehen 25 T€) in der Ergebnisrechnung zu bereinigen. Per Saldo ergibt sich aus dieser Betrachtung eine Ergebnisbelastung für das Geschäft von Friesenhof von 50 T€ pro Jahr. Das nachhaltig erzielbare künftige Ergebnis von Friesenhof beträgt somit 288 T€ (338 T€ - 50 T€). In diesem Ergebnis sind marktübliche Mieten für die Betriebsimmobilien berücksichtigt.

Für die künftig zu erzielenden Ergebnisse wurde vereinfachend angenommen, dass sie am Ende der jeweiligen Geschäftsjahre anfallen und phasengleich vom Firmeninhaber entnommen werden. Sie werden von diesem Zeitpunkt an mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abgezinst. Als Bewertungsstichtag wurde der 01.01.2014 gewählt.

Da die Gesellschaft über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen verfügt, entspricht der Unternehmenswert ausschließlich dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens.

## **2.2. Ermittlung der zu kapitalisierenden Ergebnisse**

Ausgangspunkt für die Ermittlungen der zu kapitalisierenden Ergebnisse der Gesellschaft ist das bereinigte nachhaltige Ergebnis vor Ertragssteuern (aber nach sonstigen Steuern) von 288 T€. Die Berechnung der persönlichen Einkommensteuer des Anteilseigners erfolgt auf Basis einer typisierten Belastung von 40 %.

<u>in T€</u>	<u>2014ff</u>
Ergebnis vor Ertragsteuern (= Gewinnentnahme)	288
Persönliche Einkommensteuer (40 %)	-115
Gewinn nach persönlichen Steuern	173

Der Gewinn nach persönlichen Steuern von 173 T€ wird für alle Folgejahre als künftig nachhaltig erzielbar angesehen.

## **2.3. Kapitalisierungszinssatz**

Die zu kapitalisierenden Ausschüttungen sind mit dem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag 01.01.2014 abzuzinsen. Ökonomisch gesehen stellt der Kapitalisierungszinssatz den Vergleichsmaßstab für folgende Entscheidungssituation dar: Ein Investor vergleicht die Rendite der Investition in ein Unternehmen mit der Rendite einer entsprechenden anderen Geldanlage. Der Vergleich der beiden Entscheidungsalternativen liefert nur dann einen sinnvollen Wertmaßstab für eine Investitionsentscheidung, wenn die Alternativen gleichwertig sind.

In der betriebswirtschaftlichen Literatur und in der Rechtsprechung wird allgemein anerkannt, dass bei der Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes von der Rendite langfristiger risikoarmer Gläubigerpapiere öffentlicher inländischer Emittenten am Kapitalmarkt (Kapitalmarktzinssatz) auszugehen ist. Da die erwarteten Nettoausschüttungen weder hinsichtlich ihrer zeitlichen Struktur noch hinsichtlich ihres Sicherheitsgrads mit einer Kapitalmarktanlage

vergleichbar sind, sind Modifizierungen des Kapitalmarktzinssatzes erforderlich. Dabei ist der Kapitalisierungszinssatz zweckmäßigerweise in seine Komponenten Basiszinssatz und Risikozuschlag aufzuteilen und ggfs. für die Kapitalisierung des nachhaltigen Ergebnisses ein Wachstumsabschlag zu berücksichtigen.

Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der (vollen) persönlichen Ertragsbesteuerung des Unternehmenseigners unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz ebenfalls um die persönliche Ertragssteuerbelastung mit einem typisierten Steuersatz – in diesem Fall von 26,375 % (Abgeltungssteuer 25 % zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5 %) - zu kürzen.

Die durchschnittliche Rendite für festverzinsliche Wertpapiere der öffentlichen Hand lag im längerfristigen Jahresvergleich bei etwa 4,0 %, der für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes zugrunde gelegt wurde.

Die zu vergleichenden Anlagealternativen müssen hinsichtlich ihrer Risiken äquivalent sein. Bei der Risikobeurteilung ist grundsätzlich die Risikoneigung des Investors zu beachten. Bei einer objektivierten Unternehmensbewertung kann hierbei allerdings nicht auf die subjektive Risikoneigung eines bestimmten Investors abgestellt werden. Daher wird die subjektive Risikoneigung üblicherweise durch das allgemeine Verhalten des Marktes ersetzt. Da Investoren bei der Geldanlage in Unternehmen ein besonderes Risiko (Anlegerrisiko) sehen, ist zur Herstellung der Vergleichbarkeit der Anlagealternativen ein Zuschlag zum Kapitalmarktzins notwendig.

Die Höhe des unternehmensspezifisch abzuleitenden Risikozuschlags richtet sich nach der jeweiligen Risikostruktur des Unternehmens und der Branche.

Kapitalmarktuntersuchungen langjähriger Betrachtungszeiträume haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Bei diesen Untersuchungen wurden durchschnittliche Marktrisikoprämien bei börsennotierten Unternehmen gegliedert nach Branchen ermittelt.

Es stellt sich allerdings sehr die Frage, ob derartige Kapitalmarktbeobachtungen auf die Unternehmensbewertung eines kleinen mittelständischen Unternehmens übertragen werden

können. So ist davon auszugehen, dass eine Investition in das betrachtete Unternehmen sich im Hinblick auf Unternehmensgröße, unternehmerisches Risiko sowie Liquidität einer Investition deutlich von einer Investition in ein börsennotiertes Unternehmen unterscheidet. Bei der Bewertung mittelständischer Unternehmen werden meist Risikozuschläge in der Größenordnung von 10 % bis 30 % angewendet (siehe z. B. Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe, Dr. Stefan Behringer, Erich Schmid Verlag 2004, Seite 170). Im vorliegenden Fall wurde ein Risikozuschlag von lediglich 15 % angesetzt. Dabei wurde einerseits der Tatsache Rechnung getragen, dass der Friesenhof aufgrund guter Verbindungen zu den Jugendämtern und der hohen Nachfrage nach Betreuungsplätzen (Warteliste) über ein stabiles Umsatzgeschäft verfügt und im Markt gut eingeführt ist. Andererseits ist das Geschäft immer auch erheblich von der Person des Geschäftsführers abhängig, was bei mittelständischen Unternehmen immer einen Risikofaktor darstellt.

Der Kapitalmarktzinssatz enthält zumindest theoretisch einen Zuschlag für Geldentwertungsrisiken. Unternehmensergebnisse ändern sich allerdings nicht zwangsläufig mit der Geldentwertungsrate. Es ist vielmehr völlig offen, inwieweit sich ein Unternehmen an inflationsbedingt steigende Kosten anpassen kann, beziehungsweise inwieweit der Markt eine Erlösanpassung zulässt. Eine jährliche Ergebnissteigerung in Höhe der Geldentwertungsrate kann deshalb nicht ohne weiteres angenommen werden. Diese Annahme würde unterstellen, dass inflationäre Kostensteigerungen im prozentual gleichen Ausmaß in den Erlösen weitergegeben werden können. Soweit deshalb vom (nominalen) Kapitalisierungszinssatz ein Abschlag in Höhe der künftigen Geldentwertungsrate vorgenommen wird, ist damit unterstellt, dass die Unternehmensgewinne nominal nach Maßgabe dieses Geldentwertungsabschlags wachsen werden.

Im Hinblick auf die solide Marktposition des Unternehmens halten wir langfristig ein Wachstum der finanziellen Überschüsse des Unternehmens von jährlich 1,0 % für möglich. Da dieses Wachstum ohne Korrektur des Kapitalisierungszinssatzes für die ewige Rente nicht zutreffend berücksichtigt würde, haben wir eine entsprechende Anpassung vorgenommen.

Bei der Ertragswertermittlung ist mit folgenden Kapitalisierungszinssätzen gerechnet worden:

	<u>ab 2014 in %</u>
Basiszinssatz	4,0
<u>Risikozuschlag</u>	<u>15,0</u>
Kapitalisierungszinssatz vor Steuern	19,0
Persönliche Ertragsteuern des Anteilseigners (Abgeltungsbesteuerung = 0,26375 %)	-5,0
Wachstumsabschlag	-1,0
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern	13,0

#### **2.4. Bewertungsergebnis**

Der Ertragswert des Unternehmens errechnet sich jeweils auf Basis des oben hergeleiteten zu kapitalisierenden Ergebnisses und des Kapitalisierungszinssatzes wie folgt:

Zu kapitalisierendes Ergebnis	173 T€
Barwert der Ausschüttungen bei einem Abzinsungssatz von 13,0 %	1.330 T€

Der Unternehmenswert der KG setzt sich zusammen aus dem Barwert der Gewinnentnahmen des Einzelunternehmens zuzüglich des Marktwertes der Immobilie abzüglich der Immobiliendarlehen).

Unternehmenswert Friesenhof	1.330 T€
Marktwert Betriebsimmobilie	1.169 T€
<u>Immobilienkredit (per 31.12.2013)</u>	<u>- 470 T€</u>
Unternehmenswert gesamt	2.029 T€

Der objektivierte Unternehmenswert für 100 % der Anteile an der Firma Friesenhof beträgt zum 01.01.2014 somit 2.029 T€. Da sich die Immobiliendarlehen seit Anfang 2014 nur noch auf 290 T€ belaufen, erhöht sich der Unternehmenswert unter Einschluss der Immobilien auf 2.209 T€. Weitere Tilgungen in 2014 erhöhen diesen Unternehmenswert entsprechend weiter. Sofern das Ferienhaus in Flechtingen (z. Zt. Im persönlichen Besitz von Frau Janssen) ebenfalls erworben wird, erhöht sich der Kaufpreis um den Marktwert dieses Objektes (ca. 60 T€).



Der ermittelte Unternehmenswert kann für den Verkäufer als Argumentationshilfe für Verhandlungen mit interessierten Käufern dienen und sollte im Zusammenhang mit den detaillierten Erläuterungen in diesem Bericht gesehen werden. Er stellt grundsätzlich nicht mehr oder weniger als eine Orientierung dar, die eine grobe Fehleinschätzung über den Unternehmenswert verhindern soll. Im Verlaufe ernsthafter Verkaufsverhandlungen müssen erfahrungsgemäß oft noch Korrekturgrößen bzw. den Kaufpreis sichernde Zugeständnisse und Vereinbarungen gefunden werden.

Die unterschiedlichen Motivationen verschiedener Kaufinteressenten können zu sehr unterschiedlichen Wertangeboten führen, die von einer objektivierten Unternehmensbewertung abweichen.

Mönchengladbach, den 10.07.2014

Heinrich Hemmelrath

## **Anlage 1**

### **Erläuterungen zu den Positionen der GuV-Rechnung:**

Bei der Erstellung der GuV-Rechnung wurden – wie im Folgenden dargestellt – einzelne Positionen (Konten) zu Oberbegriffen zusammengefasst.

Die Position Umsatzerlöse besteht üblicherweise überwiegend aus den Konten

- Erlöse
- Steuerfreie Umsätze
- Erlösschmälerungen
- Gewährte Skonti

Eine Erhöhung oder Verminderung des Bestands an fertigen und unfertigen Erzeugnissen ergibt sich in aller Regel aus den Unterpositionen

- Bestandsveränderung fertige Erzeugnisse
- Bestandsveränderung unfertige Erzeugnisse/ Aufträge in Arbeit

Andere aktivierte Eigenleistungen beinhalten Leistungserbringungen für selbst erstellte Anlagen.

Die sonstigen betrieblichen Erträge setzen sich vor allem aus folgenden Positionen zusammen:

- Verrechnete sonstige Sachbezüge
- Unentgeltliche Erbringung von Leistungen
- Erlöse Sachanlagenverkäufe
- Erträge aus Auflösung von Rückstellungen
- Erträge aus Auflösung von Sonderposten mit Rücklage-Anteil
- Erträge aus Herabsetzung von Pauschalwertberichtigungen zu Forderungen
- Erträge aus Währungsumstellung auf Euro
- Versicherungsentschädigungen

Der aufgeführte Materialaufwand besteht üblicherweise aus den Positionen

- Aufwendungen für Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe und für bezogene Waren
- Aufwendungen für bezogene Leistungen.

Der Personalaufwand beinhaltet in der Regel

- Löhne und Gehälter (auch Geschäftsführungsgehälter)
- Soziale Abgaben und Aufwendungen für Altersversorgung und für Unterstützung.

Die Abschreibungen setzen sich grundsätzlich zusammen aus

- Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände des Anlagevermögens und Sachanlagen
- Abschreibungen auf Vermögensgegenstände des Umlaufvermögens

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beinhalten häufig folgende Positionen

- Raumkosten
- Versicherungen, Beiträge und Abgaben
- Reparaturen und Instandhaltungen
- Fahrzeugkosten
- Werbe- und Reisekosten
- Kosten der Warenabgabe
- Verschiedene betriebliche Kosten
- Verschiedene Verwaltungskosten
- Verluste aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens
- Verluste aus Wertminderungen oder aus dem Abgang von Gegenständen des Umlaufvermögens und Einstellung in die Pauschalwertberichtigungen zu Forderungen
- Einstellungen in die Sonderposten mit Rücklage-Anteil
- Sonstige Aufwendungen im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit.

Die Erträge aus Beteiligungen enthalten in der Regel Erträge wie Ausschüttungen von Tochtergesellschaften und Erträge sowie Verluste aus Gewinnabführungen.

Die Erträge aus anderen Wertpapieren und Ausleihungen des Finanzanlagevermögens bestehen meist aus Ausschüttungen von Wertpapierfonds sowie Zinserträgen aus gewährten Darlehen.

Die Abschreibungen auf Finanzanlagen und auf Wertpapiere des Umlaufvermögens bestehen meist aus außerplanmäßigen Abschreibungen auf Beteiligungsbuchwerte von Tochtergesellschaften und anderen Wertpapieren.

Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit ergibt sich regelmäßig als Saldo des Umsatzes, zu dem die vorgenannten Ertragspositionen hinzugerechnet werden, vermindert um die vorgenannten Aufwandspositionen.

Die außerordentlichen Erträge ebenso wie die außerordentlichen Aufwendungen bestehen meist aus atypischen Positionen wie Restrukturierungsaufwendungen, einmalige Erträge und Aufwendungen, größere Erträge oder Aufwendungen aus dem Verkauf von Anlagegegenständen

Die Steuern vom Einkommen und vom Ertrag stellen die Summe dar von Positionen wie

- Gewerbesteuer
- Körperschaftsteuer
- Zinsabschlagsteuer
- Solidaritätszuschlag

Die sonstigen Steuern beinhalten häufig

- Grundsteuern
- Kfz-Steuern

Der Jahresüberschuss bzw. Jahresfehlbetrag ergibt sich aus dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit zuzüglich des außerordentlichen Ergebnisses, abzüglich der Steuern vom Einkommen und vom Ertrag sowie der sonstigen Steuern.

## Anlage 2

### Wesentliche Bewertungsmethodische Fachbegriffe

Im Folgenden werden wichtige typische Fachbegriffe aus der Methodik der Unternehmensbewertung erläutert, darunter auch Begriffe, die in diesem Gutachten nicht verwendet wurden.

Abgeltungssteuer	Die Abgeltungssteuer ist eine Form der Einkommensteuer und wird auf Kapitaleinkünfte erhoben. Es liegt ein feststehender Steuersatz von 25% zugrunde, zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag
Abzinsung	Abzinsung ist ein Verfahren der Zinseszinsrechnung zur Verminderung prognostizierter künftiger Erträge um Zinsen bzw. um die zu erwartende Rendite einer Alternativinvestition.
Asset Deal	Bei einem Asset Deal handelt es sich um die Grundform eines Unternehmenskaufes, bei dem die Wirtschaftsgüter eines Unternehmens (= Assets) einzeln übertragen werden. (Gegenstück siehe Share Deal)
Ausschüttungsfähiger Gewinn	Grundsätzlich legen die Gesellschafter bzw. Inhaber des Unternehmens individuell fest, in welcher Höhe der Gewinn ausschüttungsfähig ist bzw. im Unternehmen verbleiben muss. Bei der Ermittlung des marktgerechten Unternehmenswertes wird von einer 100%igen Entnahme der erwirtschafteten Jahresüberschüsse und somit einer Vollausschüttung des Gewinnes ausgegangen.
Barwert	Der Barwert bezeichnet den auf den Betrachtungstichtag abgezinsten (vgl. Abzinsung) Wert der für die kommenden Jahre prognostizierten Erträge.
Cash-Flow	Der Cash-Flow stellt die Differenz von Einzahlungen zu Auszahlungen dar. Im Rahmen der Ermittlung des marktgerechten Unternehmenswertes ist er kurz als Jahresergebnis zzgl. der Abschreibungen definiert.
Diskontierungszinssatz	Der Diskontierungszinssatz ist der Zinssatz, der zur Diskontierung (d.h. Abzinsung) prognostizierter künftiger Erträge genutzt wird. Dieser stellt die Rendite einer Alternativinvestition dar und setzt sich aus einem risikolosen Zinssatz (vgl. risikoloser Zinssatz) und einer Marktrisikoprämie (vgl. Marktrisikoprämie), abzgl. der typisierten

	Ertragssteuer zusammen.
Eigenkapital	Eigenkapital sind die Mittel, die einem Unternehmen von dessen Eigentümern unbefristet zur Verfügung gestellt werden. Zum Eigenkapital zählen neben dem eingezahlten Kapital – bei einer Aktiengesellschaft Grundkapital, bei einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung Stammkapital genannt – die offenen und stillen Rücklagen sowie ein etwaiger Gewinnvortrag. Das Eigenkapital ist der Vermögensteil, der nach Abzug sämtlicher Schulden übrig bleibt. Überwiegen jedoch die Schulden, so spricht man vom negativem Eigenkapital oder vom nicht durch Eigenkapital gedeckten Fehlbetrag, welcher auf der Aktiv- oder der Passivseite der Bilanz ausgewiesen werden kann. Der Begriff negatives Eigenkapital beschreibt somit die Überschuldung eines Unternehmens.
Endwert	Der Endwert ist der Wert, der sich durch Aufzinsung (Gegenstück Abzinsung) ergibt. Mit seiner Hilfe kann man feststellen, welchen Wert eine oder mehrere, während einer Betrachtungsperiode geleisteten Zahlungen am Ende einer Periode haben.
Ertragswert	Als Ertragswert einer Unternehmung werden die abgezinsten (vgl. Abzinsung) Zahlungsüberschüsse bezeichnet.
Extrapolation	Von Extrapolation spricht man, wenn Werte in Bereichen des Datenraums abgeschätzt werden sollen, wo keine bekannten Daten vorhanden sind.
Fehlbetrag	Weist den Jahresfehlbetrag eines Geschäftsjahres aus, also das negative Jahresergebnis des Unternehmens. = Verlust
Größenabhängige Prämie	Wird bei der Unternehmensbewertung dem Diskontierungszinssatz (vgl. Diskontierungszinssatz) hinzugerechnet. Durch weiche Faktoren (wie z.B. Kunden-, Inhaber- und Personenabhängigkeit, sowie Wettbewerbssituation), branchenspezifische Faktoren und harte Faktoren, die sich in betriebswirtschaftlichen Kennzahlen ausdrücken, wird dem Risiko einer Investition in das betrachtete Unternehmen Rechnung getragen.
Kapitalbindung	Die Kapitalbindung entsteht im Zusammenhang mit der Tätigkeit von Investitionen, also wenn ein bestimmter Geldbetrag (z.B. der

	<p>Produktpreis) aufgebracht werden muss, um das Investitionsprojekt anzuschaffen. Damit ist der ursprünglich frei verfügbare Geldbetrag nunmehr an das betreffende Projekt gebunden.</p>
Kapitalisierung der Erträge	<p>Unter Kapitalisierung der Erträge ist die Berechnung des Gegenwartswertes (ein Barwert (vgl. Barwert)) wiederkehrender künftiger Erträge durch deren Abzinsung (vgl. Abzinsung) zu verstehen.</p>
Kapitalüberlassung	<p>Die Kapitalüberlassung ist eine befristete oder unbefristete Nutzung von überlassenem Kapital eines Dritten (u.a. Bank) für die im Regelfall ein vertraglich vereinbarter Zins gezahlt wird.</p>
Käufer-Break-Even-Verfahren	<p>Mit dem Käufer-Break-Even-Verfahren (vgl. Break-Even-Verfahren) wird der Wert eines Unternehmens aus der Position eines potentiellen Erwerbers betrachtet, der den Unternehmenskauf über eine Bank finanzieren muss. Dabei soll dieses Verfahren Aufschluss darüber geben, wann sich die Kapitalinvestition für den Erwerb der Unternehmung für den Käufer amortisiert.</p>
Lineare Trends	<p>Mit dem linearen Trend wird die konstante und stetige Veränderung einer Bezugsgröße definiert (z. B. Umsatz, Gewinn, Marktanteile usw.)</p>
M&A	<p>Mergers &amp; Acquisitions (M&amp;A) ist die Bezeichnung für Unternehmenstransaktionen (Käufe/Verkäufe) und Unternehmenszusammenschlüsse samt den damit verbundenen Finanzierungsfragen und Dienstleistungen.</p>
Markttrendite	<p>Die Markttrendite setzt sich aus den erzielten Zinsen und der Differenz zwischen dem Kauf- und Verkaufspreis eines Wertpapiers (z.B. Bundesanleihen) zusammen. Marktbedingte Kursschwankungen sind darin enthalten.</p>
Marktrisikoprämie	<p>Die Marktrisikoprämie ist die Prämie, die der Investor über den risikolosen Zinssatz (vgl. risikoloser Zinssatz) hinaus für das Halten des Objekts verlangt. Diese zusätzliche Prämie entschädigt den Investor für das mit dem Objekt verbundene Risiko. Die Marktrisikoprämie gibt wieder, um wie viel Prozent sich u.a. der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.</p>
Marktwert, fairer	<p>Der faire Marktwert ist der durch einen tatsächlich gehandelten Preis bestimmte Wert eines Gutes zum Zeitpunkt dieser Transaktion.</p>

Return on Investment	Der Return on Investment (ROI) ist ein statisches Verfahren der Investitionsrechnung und definiert als Verhältnis des Jahresüberschusses einer Investition zum Kapitaleinsatz. In der Rentabilitätsvergleichsrechnung wird der Return on Investment als Maß für die Vorteilhaftigkeit einer Investition herangezogen. In Deutschland bezeichnet man ROI als Gesamtkapitalrendite.
Risikoloser Zinssatz	Der risikolose Zinssatz ist eine Rendite, die sich mit praktisch absolut sicheren Anlagen erzielen lässt. Bei der Ermittlung des marktgerechten Unternehmenswertes wird hier die Marktrendite (vgl. Marktrendite) auf zehnjährige Bundesanleihen angesetzt, da diese als nahezu risikolos gelten.
Share Deal	Der Share Deal ist ein Kauf von Anteilen an einer Gesellschaft und stellt einen Rechtskauf dar. Kaufgegenstand können Aktien, GmbH-Anteile sowie Geschäftsanteile verbunden mit Gesamtrechtsnachfolge an einer Personengesellschaft sein. Mit dem Begriff Share Deal kann auch die teilweise Übernahme von Anteilen an einer Gesellschaft bezeichnet werden. Hierbei erwirbt der Käufer vom Verkäufer die Anteile an der zum Verkauf stehenden Gesellschaft. Durch diese Transaktion wird der Erwerber Anteilseigner und erhält die mit der Beteiligung verbundenen Rechte und Pflichten. (Gegenstück vgl. Asset Deal)
Shareholder Value	Der Shareholder Value misst den Wert von durch strategische Maßnahmen geschaffenen Produkt-/Marktpositionierungen, Erfolgsfaktoren und Wettbewerbsvorteilen eines Unternehmens, eines Unternehmensbereichs oder einer strategischen Geschäftseinheit. Dazu dient als Messgröße der Barwert des diskontierten zukünftigen frei verwendbaren Cash-Flows (vgl. Cash-Flow) des Unternehmens.
Substanzwert (engl. Net Asset Value)	Bei der Ermittlung des Substanzwertes werden die Aktiva (Anlagevermögen und Umlaufvermögen) des Unternehmens anhand von Kriterien wie zum Beispiel deren Marktwert oder Wiederbeschaffungswert bewertet. Die wertmäßige Summe der Aktiva wird um Rückstellungen und Verbindlichkeiten vermindert.
Unternehmerlohn	Bei Einzelunternehmungen und Personengesellschaften beinhalten die



Personalaufwendungen kein Entgelt für die Mitarbeit des Unternehmers. Die vom Unternehmergetätigten Privatentnahmen sind als Betriebsausgabe(Aufwand) nicht absetzbar. Um nun die Vergleichbarkeit mit Kapitalgesellschaften herzustellen, bei denen der Unternehmer ein in den Personalaufwendungen enthaltenes Geschäftsführerentgelt bezieht, wird ein kalkulatorischer Unternehmerlohn berücksichtigt. Grundlage für die Berechnung des Unternehmerlohns bilden Gehälter für die entsprechende Tätigkeit in der jeweiligen Branche (Opportunitätskosten). Der Unternehmerlohn soll eine adäquate private Lebensführung des Unternehmers ermöglichen.

Verlustvortrag

Der Verlustvortrag ist der aus vergangenen Jahren entstandene Verlust (vgl. Fehlbetrag), der in der Bilanz mit dem Kapital verrechnet wird.