

## EXISTENZGRÜNDUNG – E34

Stand: November 2013

Ihr Ansprechpartner  
Dr. Thomas Pitz

E-Mail  
thomas.pitz  
@saarland.ihk.de

Tel.  
(0681) 9520-211

Fax  
(0681) 9520-389

# Unternehmensbewertung bei kleinen Unternehmen

## 1. Vorbemerkungen

Nicht selten führen unterschiedliche Vorstellungen über die Höhe des Kaufpreises zu Konflikten zwischen dem Altinhaber und dem Unternehmensnachfolger. So überschätzt der Übergeber oftmals den Wert seines Unternehmens, das er mit viel Herzblut aufgebaut und dahin geführt hat, wo es heute steht. Der Nachfolger hingegen ist bemüht, einen möglichst geringen Kaufpreis zu zahlen, um nicht in Finanzierungsschwierigkeiten zu geraten und damit die Kapitaldienstfähigkeit seines künftigen Unternehmens zu überschreiten. Nur wenn es einen Preisbereich gibt, der für beide Parteien akzeptabel ist oder sich eine oder beide Parteien von ihren ursprünglichen Vorstellungen wegbegeben, kann die Transaktion gelingen. In diesem Zusammenhang stellt sich oftmals die Frage nach dem „objektiven“ Unternehmenswert bei kleinen Unternehmen und wie dieser ermittelt wird.

Wissenschaft und Praxis haben eine Vielzahl verschiedener Methoden zur Unternehmensbewertung entwickelt. So finden sich beispielsweise unter [www.unternehmenswertrechner.de](http://www.unternehmenswertrechner.de) allein 20 Verfahren zur Unternehmenswertermittlung bei kleinen und mittleren Unternehmen. **Ein allgemein verbindliches Verfahren existiert nicht.** Folglich gibt es in der Praxis auch keinen „richtigen“ oder „objektiv gültigen“ Unternehmenswert. Während der Marktpreis bei börsennotierten Unternehmen relativ leicht durch Multiplikation des Aktienkurses mit der Anzahl der Aktien ermittelt werden kann, gestaltet sich dies bei inhabergeführten kleinen und mittleren Unternehmen ungleich schwieriger. Wirtschaftliche Leistung und Zukunftsaussichten sind hier eng mit den unternehmerischen Fähigkeiten des Eigentümers verknüpft.

Im Folgenden werden die **in der Praxis gängigsten Verfahren** zur Bewertung kleiner Unternehmen vorgestellt. Dazu zählen die **Substanzwertmethode**, die **Multiplikatormethode** und die **Ertragswertmethode**. Aus den o.g. Gründen kann jede Methode nur Anhaltspunkte für die Ermittlung des Wertes und damit des Kaufpreises geben. Letztlich bleibt es aber den Verhandlungen zwischen Übergeber und Nachfolger überlassen, sich auf angemessene Übernahmbedingungen zu einigen.

Auf unserer Homepage ist unter Kennzahl 416 ein **Berechnungstool** abrufbar, in der alle wesentlichen, hier dargestellten Berechnungen enthalten sind. Die Eingabefelder sind grün hinterlegt, so dass man eigene Unternehmenszahlen und Annahmen (z.B. für den Risikozuschlag) eintragen kann. Damit kann überschlägig überprüft werden, ob beispielsweise die Größenordnung eines Kaufpreises realistisch ist oder nicht. Auch erhält man durch die Excel-Tabelle einen sehr anschaulichen Eindruck davon, wie stark die Ergebnisse der einzelnen Bewertungsmethoden voneinander abweichen und wie groß die Sensitivität des Unternehmenswertes von den getroffenen Annahmen (z.B. Risikozuschlag) ist.

Die komplexe Materie der Unternehmensbewertung kann in einem Merkblatt nur sehr grundlegend behandelt werden. Es ist daher ratsam, ein Unternehmenswertgutachten von einem - auf Unternehmensbewertung spezialisierten - Wirtschaftsprüfer, Steuerberater oder Unternehmensberater erstellen zu lassen. Da ein solches Gutachten die Grundlage für die späteren Kaufpreisverhandlungen darstellt, d. h. große wirtschaftliche Folgen damit verknüpft sind, ist der für das Gutachten zu zahlende Preis in der Regel gut angelegt.

## 2. Bewertungsverfahren

### 2.1. Substanzwertmethode

#### 2.1.1. Reproduktionswert

Der Wert des Unternehmens ergibt sich bei dieser Variante der Substanzwertmethode danach, **was ein Käufer für die Errichtung (= Kopie / Reproduktion) des Unternehmens auszugeben hätte**. Der Nutzen der Substanz besteht für den potenziellen Käufer darin, dass ihm Ausgaben für die ansonsten vorzunehmenden Anschaffungen (z.B. für den Warenbestand) erspart bleiben. Der Vollreproduktionswert markiert damit die Wertobergrenze für den potenziellen Käufer.

##### 1. Schritt:

Zunächst werden nur die Vermögensgegenstände in die Berechnung einbezogen, die betriebsnotwendig sind und einzeln bewertbar sind. Dazu werden auf der Basis der **Inventarliste** die einzelnen Gegenstände mit ihren **Wiederbeschaffungskosten** bewertet. Von dem so ermittelten Wert sind die zu übernehmenden **Schulden abzuziehen**. Ergebnis ist der sogenannte **Teilreproduktionswert**.

##### 2. Schritt:

In der Inventarliste sind immaterielle Wirtschaftsgüter (z.B. selbstgeschaffene Patente und Software) und der Firmenwert (z.B. Kundenstamm, Standort, Know How der Mitarbeiter) nicht enthalten. In einem zweiten Schritt ist daher zu überlegen, welche Aufwendungen erforderlich sind, um die entsprechenden **immateriellen Wirtschaftsgüter** und den **Firmenwert** zu rekonstruieren. Für die Ermittlung ist man auf Schätzungen angewiesen, für die es jedoch keine anerkannten Methoden gibt.

##### Beispiel:

*Einzelunternehmer Müller (65 Jahre) führt ein kleines gemietetes Geschäft, welches er altersbedingt an Herrn Schulz veräußern will. Das Ergebnis der gewöhnlichen Ge-*

*schäftstätigkeit vor Steuern betrug in den letzten Jahren ca. 25.000 €. Im Angestelltenverhältnis würde Herr Müller ca. 30.000 € pro Jahr verdienen.*

zu übernehmende Vermögensgegenstände und Schulden	ursprüngliche Anschaffungskosten in €	aktueller Buchwert in €	Wiederbeschaffungskosten in €	erzielbare Einzelveräußerungspreise in €
Ladeneinrichtung	10.000	3.000	4.500	1.500
Kleintransporter	20.000	9.000	12.000	10.000
Waren	17.000	15.000	17.000	8.000
Forderungen		2.500	2.500	2.500
zu übernehmende Verbindlichkeiten		-16.000	-16.000	-16.000
Buchvermögen		13.500		
<b>Teilreproduktionswert</b>			<b>20.000</b>	
<b>Zerschlagungswert</b>				<b>6.000</b>

Ergebnis:

*Das Ladengeschäft ist wenig profitabel, da Herr Müller im Angestelltenverhältnis mehr verdient hätte. Da auch künftig nicht mit hohen Gewinnsteigerungen zu rechnen ist, kommen Herr Müller und Herr Schulz zum Ergebnis, dass ein Kundenstamm zwar vorhanden ist, auf Grund der geringen Profitabilität des Ladengeschäftes diesem jedoch kein wirtschaftlicher Wert zugerechnet werden kann. Da weder Firmenwert noch immaterielle Wirtschaftsgüter vorhanden sind, ergibt sich der Unternehmenswert allein aus den materiellen Wirtschaftsgütern. Wertuntergrenze für Herrn Müller ist der Zerschlagungswert (6.000 €), Wertobergrenze für Herrn Schulz ist der Reproduktionswert in Höhe von 20.000 €. Herr Müller und Herr Schulz einigen sich auf den Mittelwert von 13.000 € (= (20.000 € + 6.000 €)/2), da so beide Vertragsparteien in gleicher Höhe profitieren.*

Beurteilung der Methode:

Der Vorteil dieser Methode ist, wie dieser kleine Beispielfall verdeutlicht, dass sie einfach anzuwenden ist, gerade weil keine Zukunftsprognose erforderlich ist. Problematisch ist, wie immaterielle Vermögensgegenstände bewertet werden sollen: Ein langjährig eingeführter Markenname beispielsweise lässt sich auf die Schnelle nicht reproduzieren. Noch gravierender ist der Mangel, dass eine Einzelbewertung (und keine Gesamtbewertung) erfolgt: Entscheidend für den Wert eines Unternehmens ist aber gerade das Zusammenspiel der einzelnen Wirtschaftsgüter. Und ob dieses Zusammenspiel gut oder schlecht ist, drückt sich letztlich in den **künftigen** Gewinnen des Unternehmens aus. Die maßgebende Größe für den Unternehmenswert – nämlich die Profitabilität (= Teil des Firmenwertes) eines Unternehmens – findet bei der Substanzwertmethode – da hier auf Zukunftsprognosen verzichtet wird – jedoch gerade keine Berücksichtigung. Im Übrigen ist die Reproduktion eines unprofitablen Unternehmens oder von Überkapazitäten keine sinnvolle Alternative.

Auf Grund dieser gravierenden Mängel hat die Substanzwertmethode nur eine Hilfsfunktion. Die Bewertungsmethode ist aber ggf. bei Verlustunternehmen und bei solchen Unternehmen sinnvoll anzuwenden, bei denen immaterielle Wirtschaftsgüter und Firmenwert nicht oder nur in geringem Umfang vorhanden sind (siehe Beispiel oben).

## 2.1.2. Zerschlagungswert

Bei dieser Variante der Substanzwertmethode werden die Vermögensgegenstände laut Inventarliste nicht mit den Wiederbeschaffungskosten sondern mit den am Markt erzielbaren - teilweise deutlich niedrigeren – Verkaufspreisen bewertet (siehe rechte Spalte der Tabelle zum Beispiel oben). Es geht im Ergebnis darum zu ermitteln, welcher Wert bei Zerschlagung des Unternehmens zu erzielen wäre. Der Zerschlagungswert markiert damit die absolute Wertuntergrenze des Unternehmens. Auch der Zerschlagungswert hat nur eine Hilfsfunktion. Im Übrigen ist sogenanntes nichtbetriebsnotwendiges Vermögen mit dem Zerschlagungswert zu bewerten.

## 2.2. Multiplikatorenmethode

In der Praxis gibt es unterschiedliche Varianten der Multiplikatorenmethode. Eine Variante stellt auf das **operative Betriebsergebnis** (Gewinn vor Zinsen und Steuern) ab, wobei kalkulatorische Kosten (insbesondere der kalkulatorische Unternehmerlohn) auch mit zu berücksichtigen sind. Ein anderer Multiplikator stellt hingegen auf den Umsatz ab.

Bei beiden Varianten wird der **Durchschnitt des Gewinns bzw. des Umsatzes aus insgesamt sechs Geschäftsjahren gebildet**: Aus den letzten beiden Geschäftsjahren und aus dem prognostizierten Wert des aktuellen Geschäftsjahres sowie der folgenden drei Jahre. Das Ergebnis, der sogenannte nachhaltige Gewinn bzw. der nachhaltige Umsatz, wird dann mit dem entsprechenden Branchenfaktor multipliziert. Diese werden vom Finance-Magazin monatlich aktualisiert und sind im Internet abrufbar unter: [www.finance-research.de/multiples/index.php](http://www.finance-research.de/multiples/index.php). Für kleine Unternehmen (Small Cap) beispielsweise aus der Branche Elektrotechnik/Elektronik ergibt sich für März/April 2012 hinsichtlich des Gewinnmultiplikators (EBIT) eine Bandbreite zwischen 5,2 und 6,9 (bzw. ein Umsatzmultiplikator zwischen 0,56 und 0,92). *Im nachfolgenden Beispiel wird die Vorgehensweise einschließlich der Bestimmung der Positionierung eines Unternehmens innerhalb dieser Bandbreite verdeutlicht. Die Vergangenheits- und Plandaten der in der Elektronikbranche tätigen Müller GmbH sind für den Zeitraum 2010 bis 2015 in der folgenden Übersicht zusammengestellt:*

Jahr	Umsatzerlöse in T€	Ergebnis der ge- wöhnlichen Geschäfts- tätigkeit vor Steuern in T€	Kalkulatori- sche Kosten (z.B. kalku- latorischer Unterneh- menslohn) in T€	Zinser- träge in T€	Zins- aufwand in T€	Ergebnis vor Zinsen und Steu- ern (ope- ratives Er- gebnis) in T€
2010	790,2	54,9	0	3,0	10,9	62,8
2011	820,3	59,9	0	1,0	12,9	71,8
2012	870,3	62,0	0	2,0	12,0	72,0
2013	885,0	64,0	0	2,0	13,0	75,0
2014	898,0	69,0	0	2,0	14,0	81,0
2015	907,0	73,0	0	2,0	14,0	85,0
Mittelwert	861,8	63,8	0	2,0	12,8	74,6

Ein kalkulatorischer Unternehmerlohn wurde nicht berücksichtigt, da die Geschäftsführergehälter bei der Gewinnermittlung bereits als Betriebsausgabe abgesetzt wurden

(vgl. auch die Ausführungen unter 2.3.2.1.). Da sich die Gewinnmultiplikatoren auf das **EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)**, also das operative Ergebnis beziehen, wird zunächst das Netto-Zinsergebnis dem Ergebnis vor Steuern wieder aufgeschlagen (letzte Spalte der Tabelle). Die Nettofinanzverschuldung zum Bewertungsstichtag errechnet sich wie folgt:

**Bilanz / Gewinn- und Verlustrechnung der Müller GmbH**  
**(Branche: Elektronik) zum Bewertungsstichtag:**

in T€:

Bankschulden	150
+ Gesellschafterdarlehen	50
- Guthaben auf Festgeldkonto	-10
= Nettofinanzverschuldung	190

**Ermittlung des Unternehmenswertes:**

1. Schritt:

Die Müller GmbH ist in der Elektronikbranche tätig. Die Bandbreite der Gewinnmultiplikatoren für kleine Unternehmen (Small Cap) laut Tabelle (Stand April 2012) liegt zwischen: 5,2 – 6,9, der Umsatzmultiplikator zwischen 0,56 – 0,92.

2. Schritt:

Die „13 bewertungsrelevanten Fragen“ (Finance-Magazin: „Leitfragen“ unter [www.finance-research.de/multiples/fragen.php](http://www.finance-research.de/multiples/fragen.php)) wurden tendenziell positiv im Sinne von "eher ja" beantwortet. Gewinnmultiplikator und der Umsatzmultiplikator liegen daher jeweils am oberen Ende der Bandbreite (6,9 bzw. 0,92).

3. Schritt: Einsetzen in Formel für den Gewinn- bzw. Umsatzmultiplikator:

<b><u>Ermittlung des Unternehmenswertes nach Gewinnmultiplikator:</u></b>	<u>in T€</u>
nachhaltiges Ergebnis vor Zinsen und Steuern (operatives Ergebnis)	74,6
x Gewinnmultiplikator (für die Branche Elektronik)	6,9
= Unternehmenswert ohne Übernahme der Nettofinanzverschuldung	514,7
- Nettofinanzverschuldung	-190,0
<b>= Unternehmenswert mit Übernahme der Nettofinanzverschuldung</b>	<b>324,7</b>

<b><u>Ermittlung des Unternehmenswertes nach Umsatzmultiplikator:</u></b>	
nachhaltige Umsatzerlöse	861,8
x Umsatzmultiplikator (für die Branche Elektronik)	0,92
= Unternehmenswert ohne Übernahme der Nettofinanzverschuldung	792,9
- Nettofinanzverschuldung	-190,0
<b>= Unternehmenswert mit Übernahme der Nettofinanzverschuldung</b>	<b>602,9</b>

Quelle: In Anlehnung an das Rechenbeispiel unter [www.finance-magazin.de](http://www.finance-magazin.de), „Finance-Multiples“, „Rechenbeispiel“.

Der nach der Multiplikation ermittelte Unternehmenswert muss jeweils noch um die Nettofinanzverschuldung korrigiert werden, da die Schulden vom Käufer zu übernehmen sind.

Der Ergebnisunterschied zwischen Gewinn- und Umsatzmultiplikatorenverfahren deutet darauf hin, dass die Profitabilität des Unternehmens unter dem Branchendurchschnitt (Elektrotechnik/Elektronik) liegt.

### **Beurteilung der Methode:**

Finanzielle Vorteile erhält der Käufer letztlich durch Gewinne und nicht durch Umsätze. Entsprechend ist der Gewinnmultiplikator deutlich relevanter als der Umsatzmultiplikator. Problematisch an dieser Methode ist vor allem die Annahme, dass das Gesamtrisiko bzw. die Zukunftsaussichten primär von der Branchenzugehörigkeit des jeweiligen Unternehmens abhängen. Gerade kleinere Unternehmen sind oftmals von einem hohen Maß an Individualität geprägt und können nicht eindeutig einer bestimmten Branche zugeordnet werden. Darüber hinaus können auch andere Aspekte (z.B. Standort) für den Zukunftserfolg wesentlich wichtiger sein. Vorteilhaft an dieser Methode ist, dass sie einfach zu handhaben ist.

Auch wenn die Multiplikatorenmethode nicht allein angewendet werden sollte, so ist sie bspw. für die Überprüfung der Ergebnisse der Ertragswertmethode auf Plausibilität sehr gut geeignet. Nach Ermittlung eines Ertragswertes kann der nach der Multiplikatorenmethode (insbesondere Gewinnmultiplikator) ermittelte Unternehmenswert ggf. als zusätzliches Argument zur Unterstützung seiner Position im Rahmen der Kaufpreisverhandlungen eingebracht werden.

## **2.3. Ertragswertmethode**

### **2.3.1. Allgemeines**

Der Ertragswert eines Unternehmens ergibt sich durch **Vergleich prognostizierter Gewinne des Unternehmens mit den zu erwarteten Gewinnen einer bekannten Alternativanlage**, nämlich der Anlage am Aktienmarkt.

#### Ermittlung der Risikoprämie:

*Herr Meier stellt sich die Frage, mit welcher Wertentwicklung er rechnen kann, wenn er sein Geld in einen internationalen Aktienfonds anlegt: Für die Beantwortung der Frage vergleicht er die langfristige durchschnittliche Wertentwicklung (30 Jahre) von risikobehafteten Aktien zu risikoarmen Bundesanleihen. Das Ergebnis seiner Untersuchung ist, dass Aktien im Durchschnitt ca. 5,5 Prozentpunkte besser abgeschnitten haben als Bundesanleihen. Da zur Zeit Bundesanleihen eine Verzinsung von ca. 2,65 Prozent aufweisen, kalkuliert Herr Meier bei seiner Anlage am Aktienmarkt – da er unterstellt, dass die sogenannte Risikoprämie auch künftig 5,5 Prozent<sup>1</sup> beträgt - mit einer durchschnittlichen Rendite von 8,15 Prozent (= 2,65 % + 5,5 %).*

---

<sup>1</sup> Wird hingegen unterstellt, dass in der Zukunft die Kursschwankungen am Aktienmarkt geringer sind als in der Vergangenheit, wäre die Risikoprämie etwas geringer (z.B. 4,5 %).

### Bewerten heißt vergleichen:

Als Alternative zur Anlage am Aktienmarkt kann Herr Meier sein Geld zum Kauf der Müller GmbH verwenden. Es ist zu erwarten, dass das Unternehmen in der Zukunft einen Gewinn von 8.150 € erwirtschaftet. Für Herrn Meier stellt sich an dieser Stelle die Frage, was das Unternehmen wert ist?

*Um den Wert des Unternehmens zu ermitteln, vergleicht Herr Meier den nachhaltigen Gewinn des Unternehmens mit der Renditeerwartung am Aktienmarkt: Für einen Gewinn in Höhe von 8.150 € bedarf es - bei einer Renditeerwartung von 8,15 Prozent - der Anlage von genau 100.000 €. Vernachlässigt man unternehmensspezifische Risiken, so sind beide Investitionsalternativen vollkommen vergleichbar, das heißt auch die Müller GmbH hat für Herrn Meier einen Ertragswert von 100.000 €.*

Unterschiedliche Personen haben auf Grund von unterschiedlichen Erwartungen hinsichtlich der künftigen Gewinne auch unterschiedliche Ertragswerte. Zu einem Unternehmensverkauf kann es daher nur dann kommen, wenn der Ertragswert des Verkäufers niedriger ist als der des Käufers.

Der subjektive Ertragswert kennzeichnet für den Verkäufer den Minimalpreis (= Entscheidungswert, Grenzpreis), also den Preis den er mindestens erzielen will. Für den Käufer ist er der Maximalpreis, den der Käufer gerade noch bereit ist zu zahlen.

Würde also der Alteigentümer in dem vereinfachten Beispiel einen Preis von mehr als 100.000 € verlangen, so wäre es für Herrn Meier finanziell gesehen besser, sein Geld in einen internationalen Aktienfonds anzulegen. Der Käufer wird also durch geschicktes Verhandeln versuchen, so weit wie möglich unter dem Wert von 100.000 € zu kommen.

Der vereinbarte Kaufpreis liegt zwischen dem Ertragswert des Käufers (= Höchstpreis) und dem Ertragswert des Verkäufers (= Mindestpreis).

Der Kapitalisierungszinsfuß spielt eine zentrale Rolle bei der Ertragswertmethode. Mit dem Kapitalisierungszinsfuß werden die zukünftig zu erwartenden Gewinne auf den Tag der Übernahme abgezinst. Dabei ist die Höhe des Kapitalisierungszinsfußes von ebenso großer Bedeutung wie die Höhe des abzuzinsenden Ertrages selbst. Durch die Bedeutung, die der Kapitalisierungszinsfuß für den Unternehmenswert inne hat, ist viel Sorgfalt bei der Festlegung und Berechnung geboten.

Ein Kapitalisierungszinsfuß von 8 % ergibt beispielsweise einen um 25 % höheren Barwert (Unternehmenswert) als ein Kapitalisierungszinsfuß von 10 %. Die Frage des „richtigen“ Kapitalisierungszinsfußes ist somit gleichbedeutend mit der Frage nach dem „richtigen“ zukünftigen Gewinn.

## **2.3.2. Überschlägige Ertragswertberechnung bei kleinen Unternehmen**

### **2.3.2.1. Allgemeines**

Bei kleinen Unternehmen ist in der Praxis festzustellen, dass die aufbereiteten Unterlagen aus dem Rechnungswesen häufig erhebliche Mängel aufweisen und die Jahresabschlüsse oft nicht plausibel sind.

**Tipp:** Zur Überprüfung der vorgelegten Unterlagen auf Plausibilität sind vom Verkäufer im Rahmen der Verkaufsverhandlungen die Einkommensteuerbescheide der letzten Jahre anzufordern.

Da basierend auf derart mangelhaften Unterlagen umfassende Prognoseberechnungen nicht möglich sind und zudem auf Grund der relativ geringen Kaufpreishöhe die Berechnungen einfach gehalten werden sollen, begnügt man sich in der Praxis mit überschlägigen Ertragswertberechnungen, die sich anstelle von Planwerten an Vergangenheitswerten orientieren. Als Bewertungsgrundlage werden dann die Ist-Zahlen aus Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung oder Betriebswirtschaftlichen Auswertungen der letzten drei Jahre herangezogen. Wichtig ist, dass für die Geschäftsführung Personalaufwand ergebnismindernd verbucht wurde. Sofern Aufwand hierfür noch nicht berücksichtigt wurde, ist ein sogenannter kalkulatorischer Unternehmerlohn anzusetzen.

### **Kalkulatorische Kosten:**

Bei Einzelunternehmen und ggf. bei Personengesellschaften muss aus dem Ergebnis vor Steuern (**EBT = Earnings Before Taxes**) der kalkulatorische Unternehmerlohn abgezogen werden. Der kalkulatorische Unternehmerlohn ist der Gegenwert für die Arbeitsleistung des Inhabers. Die Höhe bestimmt sich nach der Höhe der Bezüge eines angestellten Geschäftsführers eines - hinsichtlich Größe und Profitabilität – vergleichbaren Unternehmens. Bei Kapitalgesellschaften, bspw. einer GmbH, mindert das Gehalt des Gesellschaftergeschäftsführers bereits als Personalaufwand den Jahresüberschuss. Sofern die Höhe des Geschäftsführergehaltes angemessen ist, sind bei der GmbH daher keine kalkulatorischen Kosten anzusetzen.

Was zum Unternehmerlohn gesagt wurde, gilt entsprechend auch für kalkulatorische Mieten, wenn das Unternehmen bisher in eigenen Räumlichkeiten betrieben wurde und diese Räumlichkeiten nicht mit veräußert werden.

Ferner gilt es zu beachten, dass Käufer/Verkäufer einen großen Teil ihres Vermögens in das Unternehmen investieren bzw. investiert haben. Anders als beispielsweise Finanzinvestoren, die die finanziellen Mittel haben, um ihre Vermögensanlagen zu streuen, spielt für diese Käufer-/Verkäufergruppe das rein unternehmensspezifische Risiko (z. B. Insolvenzrisiko = unsystematisches Risiko) eine bedeutende Rolle und ist daher mit zu berücksichtigen. Die Höhe des anzusetzenden Risikozuschlags hängt primär davon ab, ob die Jahresüberschüsse der letzten Jahre relativ konstant waren oder von Jahr zu Jahr hohen Schwankungen unterworfen waren.

### **2.3.2.2. Vorgehensweise aus Sicht des Käufers (auf Basis einer ewigen Rente)**

Beim vereinfachten Ertragswertverfahren auf Basis einer ewigen Rente wird unterstellt, dass die (aus Vergangenheitswerten abgeleiteten) Jahresüberschüsse in der Zukunft unbefristet zu erwarten sind. Der Barwert dieser unbefristeten Gewinne stellt den vorläufigen Ertragswert dar, der noch um Zu- und Abschläge zu korrigieren ist.



a) Bereinigung der Gewinne der letzten drei Jahre:

Beispiel	Jahr	2009 in €	2010 in €	2011 in €
	Jahresüberschuss	32.000	28.500	30.600
./.	Korrektur um außerordentliche Erträge (z.B. aus Verkauf von 10 Kühlregalen)	-3.000		-2.200
+	Korrektur um außerordentliche Aufwendungen (z.B. Reparaturaufwendungen auf Grund eines Wasserschadens)	500		1.000
+	Steuerergebnis (= Steueraufwand – Steuerertrag)	1.000	500	700
+	Zinsergebnis (= Zinsaufwand – Zinsertrag)	400	0	0
=	Operatives Ergebnis vor Steuern u. Zinsen (EBIT)	30.900	29.000	30.100
./.	Kalkulatorischer Unternehmerlohn	-27.000	-27.000	-27.000
=	<b>Betriebswirtschaftlicher Gewinn</b>	<b>3.900</b>	<b>2.000</b>	<b>3.100</b>

b) Ermittlung des nachhaltigen betriebswirtschaftlichen Gewinns:

$$\frac{3.900 \text{ €} + 2.000 \text{ €} + 3.100 \text{ €}}{3} = 3.000 \text{ €}.$$

<u>c) Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes</u>	
Zinssatz langfristiger Bundesanleihen	2,65%
Zuschlag für allgemeines Marktrisiko (beinhaltet die Risiken, von denen alle Unternehmen betroffen sind)	5,50%
Zuschlag für unternehmensspezifische Risiken (z.B. hinsichtlich Branche, Standort, Insolvenz)	7,00%
<b>Summe</b>	<b>15,15%</b>
<u>d) Ermittlung des endgültigen Ertragswertes</u>	
Ertragswert vorläufig (= 3.000 / 0,1515)	19.802
Zuschläge (z.B. ungenutzte Vertriebsmöglichkeit über Internet)	5.000
Abschläge (z.B. zu erwartender Verlust an Kunden)	-2.910
<b>subjektiver Ertragswert endgültig (in €)</b>	<b>21.892</b>
Überprüfung mit Reproduktionswert (in €)	30.000

Zum endgültigen Ertragswert gelangt der Käufer, indem er künftige Entwicklungen durch pauschale Zu- und Abschläge berücksichtigt. Sofern der subjektive Ertragswert nicht über dem Reproduktionswert liegt, markiert er den Maximalpreis für den Käufer.

### 2.3.2.3. Verkaufsverhandlung

Der Verkäufer hat analog zu der oben dargestellten Vorgehensweise (a - d) seinen subjektiven Ertragswert zu ermitteln, wobei der Minimalpreis des Verkäufers durch den Zerschlagungswert markiert wird. Da der Verkäufer beispielsweise die künftigen Risiken und Chancen anders einschätzt als der Käufer, weicht der subjektive Ertragswert des Verkäufers von dem des Käufers ab. In der Verkaufsverhandlung versuchen nun Käufer

fer bzw. Verkäufer ihren subjektiven Ertragswert so weit wie nur möglich zu unter- bzw. überschreiten, wobei der nach der Multiplikatorenmethode (insbesondere Gewinnmultiplikator) ermittelte Unternehmenswert ggf. als zusätzliches Argument in die Verhandlung eingebracht werden kann.

### **Beurteilung der Methode:**

Das vereinfachte Ertragswertverfahren orientiert sich ausschließlich an Vergangenheitswerten. Künftig abzusehende Umsatz- und Gewinneinbrüche (zum Beispiel wie auf Grund einer Wirtschafts- und Finanzkrise) werden in diesem Verfahren nicht berücksichtigt. Die Ermittlung des Ertragswertes erfolgt auf Basis einer ewigen Rente. Dieser Vorgehensweise liegt die wohl kaum realistische Annahme zeitlich unbefristet zu erzielender, konstanter Gewinne zugrunde.<sup>2</sup> Dennoch kann das vereinfachte Ertragswertverfahren – insbesondere in den Fällen, in denen keine Planwerte vorliegen - zumindest Anhaltspunkte für eine Kaufpreisverhandlung liefern. Auch die Finanzämter ziehen seit 2009 das vereinfachte Ertragswertverfahren im Rahmen der Berechnung von Erbschafts- bzw. Schenkungssteuern heran, legen hierbei aber einen standardisierten Kapitalisierungszinssatz zugrunde (2012: 6,94 %).

#### **2.3.2.4. Vorgehensweise aus Sicht des Käufers (nach dem Staffelfverfahren)**

Bei der vereinfachten Ertragswertmethode nach dem Staffelfverfahren werden die in der Zukunft zu erwartenden, auf Vergangenheitsdaten basierenden Gewinne zeitlich befristet und mit unterschiedlichen Kapitalisierungszinssätzen abgezinst. Durch diese Staffelung wird einerseits eine Befristung der Kapitalisierung der zu erwartenden Unternehmenserträge erreicht, was der betrieblichen Praxis weitaus besser entspricht, als die wenig realistische Annahme zeitlich unbefristet zu erzielender Erträge; zum anderen wird der Tatsache Rechnung getragen, dass weiter in der Zukunft zu erwartende Erträge mit einem höheren Risiko behaftet und deshalb mit einem entsprechend höheren Kapitalisierungszinsfuß abzuzinsen sind.

Ausgehend von den Daten des zuvor eingeführten Beispiels wird zunächst angenommen, dass der nachhaltige betriebswirtschaftliche Gewinn in Höhe von 3.000 € nicht mehr unendlich zu erwarten ist, sondern auf 10 Jahre befristet wird. Als vorläufiger Ertragswert ergibt sich dann:

$$3.000 \text{ €} \cdot \frac{(1 + 0,1515)^{10} - 1}{(1 + 0,1515)^{10} \cdot 0,1515} = 14.971 \text{ €}.$$

Nach Berücksichtigung der Zu- und Abschläge für künftige Entwicklungen beträgt der endgültige Ertragswert nun

$$14.971 \text{ €} + 5.000 \text{ €} - 2.910 \text{ €} = 17.061 \text{ €}.$$

Wird neben der zeitlichen Befristung zusätzlich noch berücksichtigt, dass die zu erwartenden Gewinne in fernerer Zukunft einem höheren Risiko unterliegen, so kann diesem Umstand durch die Verwendung unterschiedlich hoher Kapitalisierungszinssätze Rechnung getragen werden. Für unser Beispiel wird angenommen, dass der Kapitalisie-

---

<sup>2</sup> Diesem Nachteil kann mit dem später noch vorgestellten Staffelfverfahren begegnet werden.

zungssatz für das 1. bis 4. Jahr unverändert 15,15 % beträgt. Für das 5. bis 10. Jahr wird hingegen ein höherer Risikozuschlag unterstellt, so dass sich für diesen Zeitraum ein Kapitalisierungszinssatz in Höhe von 20 % ergibt.

Als vorläufiger Ertragswert ergibt sich dann:

$$3.000 \text{ €} \cdot \left[ \frac{(1+0,1515)^4 - 1}{(1+0,1515)^4 \cdot 0,1515} + \frac{(1+0,2)^{10} - 1}{(1+0,2)^{10} \cdot 0,2} - \frac{(1+0,2)^4 - 1}{(1+0,2)^4 \cdot 0,2} \right] = 13.350 \text{ €}.$$

Nach Berücksichtigung der Zu- und Abschläge für künftige Entwicklungen beträgt der endgültige Ertragswert nun

$$13.350 \text{ €} + 5.000 \text{ €} - 2.910 \text{ €} = 15.440 \text{ €}.$$

An diesem Beispiel wird deutlich, welcher enormer Kaufpreisunterschied durch die Verwendung unterschiedlicher Kapitalisierungszinssätze bzw. einer zeitlichen Befristung der Abzinsung entsteht. Es sollte daher für jeden Unternehmensnachfolger erklärtes Ziel sein, unter allen Umständen eine zeitliche Befristung der Gewinnkapitalisierung durchzusetzen, da eine Unternehmensbewertung auf Basis einer ewigen Rente stets zu deutlich höheren Kaufpreisforderungen seitens des Verkäufers führt.

### 2.3.2.5 Vereinfachtes (steuerliches) Ertragswertverfahren

Mit der zum 01.01.2009 in Kraft getretenen Erbschaft- und Schenkungssteuerreform wurde die Bewertung von Unternehmensbeteiligungen neu geregelt. Für die Berechnung des Ertragswertes ist der zukünftig nachhaltig realisierbare Jahresüberschuss mit einem Kapitalisierungsfaktor zu multiplizieren. Die Bewertungsgrundlage bildet dabei der durchschnittliche bereinigte Jahresüberschuss der letzten drei Wirtschaftsjahre.

Der Kapitalisierungsfaktor errechnet sich aus dem aktuell veröffentlichten Basiszinssatz (für das Jahr 2016 liegt dieser lt. BMF bei 1,1 %) und einem pauschalen Risikozuschlag von 4,5 %. Der Kapitalisierungszins liegt somit bei 5,6 %. Der Kapitalisierungsfaktor lag bisher bei 17,86 (= 1 / 5,6%).

Durch die anhaltende Niedrigzinsphase wurde der Kapitalisierungsfaktor mit dem Gesetz zur Anpassung der Erbschaft- und Schenkungssteuer an die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (vom 04.11.2016) rückwirkend für das Jahr 2016 und für die folgenden Jahre auf 13,75 festgeschrieben.

## 2.4. Unternehmensbewertung nach IDW S1

Der Standard des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW Standard) legt die Grundsätze dar, nach denen die Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten. Allerdings betont das Institut, dass die Grundsätze nur den Rahmen festlegen, in dem die eigenverantwortliche Lösung im Einzelfall liegen muss. Nach IDW Standard bestimmt sich der Wert eines Unternehmens durch **den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner** (Nettoeinnahmen als Saldo von Ausschüttungen bzw. Entnahmen, Kapitalrückzahlung und Einlagen).

Zur Ermittlung dieses Barwerts wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alter-

nativanlage repräsentiert. Der Wert des Unternehmens wird somit von seiner Ertragskraft abgeleitet. Der Unternehmenswert wird grundsätzlich als Zukunftserfolgswert ermittelt. Der Substanzwert spielt dabei keine Rolle. Der IDW Standard weist darauf hin, dass der Preis für Unternehmen und Unternehmensanteile sich auf freien Kapitalmärkten aus Angebot und Nachfrage bildet. Er wird wesentlich von der Nutzenschätzung der jeweiligen Käufer und Verkäufer bestimmt und kann je nach dem mengenmäßigen Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage sowie den Einflussmöglichkeiten der Unternehmenseigner auf die Unternehmenspolitik mehr oder weniger stark von dem Wert des gesamten Unternehmens oder dem quotalen Anteil am Unternehmensgesamtwert abweichen.

Der IDW Standard berücksichtigt die Gesamtheit aller zusammenwirkenden Bereiche eines Unternehmens, wie beispielsweise Beschaffungs- und Absatzbeziehungen bzw. Märkte, Forschung und Entwicklung, Organisation, Finanzierung und Management.

Der Standard unterscheidet zwischen wachstumsstarken und wachstumsschwachen Unternehmen. Wachstumsunternehmen sind durch Produkt- und Leistungsinnovation, hohe Investitionen in Personal- und Sachkapital, erhebliche Vorleistungen im Entwicklungs-, Produktions- und Absatzbereich, wachsenden Kapitalbedarf und Einsatz von Risikokapital, dynamische Veränderung der Unternehmensorganisation und progressiv steigende Umsätze geprägt. Bei der Wertfindung müssen deshalb insbesondere die nachhaltige Markt- und Wettbewerbsfähigkeit des Produkt- und Leistungsprogramms, die Ressourcenverfügbarkeit, die Anpassungsmaßnahmen der Organisation und die Finanzierbarkeit des Unternehmenswachstums analysiert werden.

Bei der Bewertung ertragsschwacher Unternehmen, bei denen die Kapitalverzinsung nachhaltig geringer ist als der Kapitalisierungszinssatz, hat der Wirtschaftsprüfer nicht nur Fortführungskonzepte sondern auch eventuelle Zerschlagungskonzepte zu beurteilen. Ist der Barwert der finanziellen Überschüsse aus der Zerschlagung (Liquidation) eines Unternehmens höher als der Barwert der finanziellen Überschüsse bei Fortführung eines Unternehmens, bildet grundsätzlich der Liquidationswert die Wertuntergrenze bei der Unternehmensbewertung. Bei der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen legt der Standard besonderes Augenmerk auf die Abgrenzung von betrieblicher und privater Atmosphäre des Eigentümers, die Bestimmung des Unternehmerlohns und die Zuverlässigkeit der vorhandenen Informationsquellen. Im Gegensatz vereinfachten Ertragswertverfahren enthält der IDW Standard sehr einzelfallbezogene Kriterien, die den Wert exakter aber auch das Verfahren sehr aufwendig machen. Neben der Vergangenheitsanalyse wird hier auch immer eine detaillierte mehrjährige Unternehmensplanung vorgenommen. Auf Grund der damit verbundenen komplexen Methodik sollte dieses Bewertungsmodell nur von den entsprechenden Fachleuten, z.B. unabhängige, sachverständige Gutachter, durchgeführt werden.

*Dieses Merkblatt soll – als Service Ihrer IHK – nur erste Hinweise geben und erhebt daher keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Obwohl es mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt wurde, kann eine Haftung für die inhaltliche Richtigkeit nicht übernommen werden.*

*Das Merkblatt ist von der Industrie- und Handelskammer Hannover erarbeitet und von der IHK Saarland erweitert und an saarländische Regelungen angepasst worden.*