

Merkblatt

Unternehmensbewertung

Ansprechpartner: Referat Wirtschaftsförderung

Grit Fischer
Telefon: 0351 2802-134
Fax: 0351 2802-7134
fischer.grit@dresden.ihk.de@dresden.ihk.de

Stand: 2017

Hinweis:

Das Merkblatt wurde sorgfältig erstellt. Dessen ungeachtet können wir keine Gewähr übernehmen und schließen deshalb jede Haftung im Zusammenhang mit der Nutzung des Merkblattes aus. Eventuelle Verweise und Links stellen keine Empfehlung der Kammer dar.

Wer sein Unternehmen verkaufen will, der wird früher oder später auch einen Kaufpreis bestimmen müssen. Die Findung eines geeigneten Preises, der für beide Seiten, Übergeber und Nachfolger, gleichermaßen zufriedenstellend ist, gestaltet sich in der Regel schwierig. Der Wert eines Unternehmens ist neben den objektiven Kriterien der Berechnung auch sehr stark durch die subjektive Wahrnehmung von Käufer und Verkäufer bestimmt. Neben den betrieblichen Faktoren wie Umsatzzahlen, Ertrag, Ausstattung und Marktstellung wirken sich auch andere Einflüsse wie das Alter des Käufers und Verkäufers, deren finanzielle Lage sowie die Risikobereitschaft und vorhandene alternative Optionen der Beteiligten auf die Preisvorstellungen aus.

Der potenzielle Käufer möchte den Preis naturgemäß so gering wie möglich halten, wohingegen der Übergeber versucht, den höchstmöglichen Preis zu erzielen. Die Wertüberschätzung kann sich allerdings zu einer Gefahr entwickeln: Einerseits können zu hohe Forderungen die Nachfolgersuche erschweren, da nicht jeder bereit und in der Lage ist, diese zu erfüllen; andererseits birgt eine überhöhte Kaufpreiszahlung das Risiko, dass der Nachfolger in Finanzierungsschwierigkeiten gerät und damit die Kapitaldienstfähigkeit des Unternehmens gefährdet.

Nicht nur bei Nachfolgeregelungen oder der Abfindung von Mitgesellschaftern muss eine Unternehmensbewertung durchgeführt werden, sondern auch bei Erbschaften oder Zugewinnermittlungen (bei Ehescheidungen). Berücksichtigen Sie bei der Kaufpreisermittlung, ob das Unternehmen an ein Familienmitglied, einen Mitarbeiter, einen externen Nachfolger oder an einen Investor verkauft wird. Tritt ein Wettbewerber oder Investor an das Unternehmen heran, sind in der Regel ebenfalls interessante Verkaufspreise zu erzielen.

Eine umfassende Analyse sämtlicher Aspekte des Unternehmens, die sogenannte Due Diligence, bildet immer die Grundlage der eigentlichen Bewertung. Dabei liegt das größte Augenmerk nicht auf Vergangenheitswerten, sondern auf der intensiven Analyse des zukünftigen Umsatz-, Kosten-, Investitions- und Ergebnispotenzials. Die Prognose der Wachstums- und Entwicklungsfähigkeit ist eine der wichtigsten, aber auch schwierigsten Aufgaben für die Unternehmensbewertung.

Die Unternehmensbewertung sollte möglichst immer unter Mitwirkung eines erfahrenen Beraters (Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Unternehmensberater, Bank oder [öffentlich bestellter und vereidigter] Sachverständiger für Unternehmensbewertung) erfolgen.

Bewertungsverfahren im Überblick

Eine Grundlage für die Kaufpreisfestsetzung bieten Verfahren zur Unternehmensbewertung. Ein allgemeines Bewertungsverfahren, mit dessen Hilfe sich der Wert des Unternehmens eindeutig bestimmen lässt, existiert jedoch nicht. Grundsätzlich muss vor Beginn der Bewertung geklärt sein, für welchen Anlass ein Bewertungsverfahren angewandt wird. Anlässe können gesetzliche Vorschriften, vertragliche Vereinbarungen oder sonstige Gründe sein. Gemäß Bewertungsgesetz (BewG) kann zur Bewertung von Unternehmen nach erbschafts- und schenkungssteuerlichen Gesichtspunkten das vereinfachte Ertragswertverfahren herangezogen werden, wenn es nicht zu unzutreffenden Ergebnissen führt. Im letzteren Fall muss eine ordentliche betriebswirtschaftliche Bewertung erfolgen.

■ Ertragswertverfahren

Am häufigsten wendet man zur Bestimmung des Unternehmenswerts das Ertragswertverfahren an. Ihm liegt die Annahme zugrunde, dass ein Käufer nur in ein Unternehmen investiert, wenn die Rendite hier größer ist als jene aus vergleichbaren Aktiengeschäften. Die Ertragskraft eines Unternehmens entscheidet somit über den Kaufanreiz und den Kaufpreis. Der Käufer muss die Gewissheit haben, dass der vom Unternehmen erwirtschaftete Gewinn eine angemessene Verzinsung darstellt und das die Erträge zur Deckung aller Zins- und Tilgungszahlungen sowie zur Finanzierung neuer Investitionen ausreichen.

Der Ertragswert errechnet sich aus dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (Betriebsergebnis) der letzten drei bis fünf Jahre, das um verschiedene Positionen bereinigt wird. Durch die Berechnung des durchschnittlichen Gewinns in der Vergangenheit und dessen Abzinsung auf den Bewertungsstichtag soll auf die langfristige Ertragskraft des Unternehmens in Zukunft geschlossen werden („ewige Rente“).

Ein mögliches Vorgehen ist wie folgt:

1. Ergebnisbetrachtung der einzelnen Vorperioden der letzten drei bis fünf Jahre

Betriebsergebnis

- kalkulatorischer Unternehmerlohn
- außerordentliche Erträge (Zuschüsse, nicht abzugsfähige Betriebsausgaben)
- + außerordentliche Aufwendungen (Sonderabschreibungen, Spenden)
- + Zinsen, Abschreibungen, Steuern
- ± weiter nicht dem direkten Betriebszweck dienende Erträge/ Aufwendungen

= Bereinigtes Betriebsergebnis

2. Gewichtung der Einzelergebnisse

Um die Aussagekraft der Jahresergebnisse zu verfeinern, können Gewichtungsfaktoren eingesetzt werden, die die Ergebnisse (Gewinne) jüngerer Perioden stärker hervorheben.

3. Ermittlung des durchschnittlichen Gewinns

Die jährlichen Ergebnisse bzw. Gewinne werden addiert und anschließend a) durch die Anzahl der Perioden oder b) durch die Summe der Gewichtungsfaktoren geteilt, um den durchschnittlichen (gewichteten) Gewinn zu erhalten.

4. Ermittlung des Abzinsungsfaktors

Um aus dem durchschnittlichen Gewinn den Ertragswert zu erhalten, folgt die Abzinsung des Betrags mit einem Kapitalisierungszinssatz. Der Kapitalisierungszinssatz spiegelt das Investitionsrisiko wider, das heißt, man kann mit ihm die mögliche Rendite des Unternehmenskaufs mit dem Ertrag anderer Anlagemöglichkeiten vergleichen. Dieser Zinssatz ergibt sich aus einem Basiszinssatz, der aus einer Alternativanlage abgeleitet wird. Üblicherweise unterstellt man dafür die Rendite einer quasi-sicheren Anlageform (Zinssatz für langfristig erzielbare Renditen öffentlicher Anleihen). Dem Basiszinssatz wird ein Aufschlag für das interne und externe Unternehmensrisiko (Marktrisiko, Branchenrisiko, Kundenstrukturrisiko, Standort usw.) hinzugerechnet.

5. Ermittlung des Ertragswerts

$\text{Ertragswert} = \frac{\text{Durchschnittliche Gewinn}}{\text{Kapitalisierungszinssatz}} \times 100$

BEISPIEL:

1. und 2. Ergebnisbetrachtung, Gewichtung

	bereinigtes Betriebsergebnis	Gewichtung	Ergebnis
1. Jahr (t-3)	5 T€	x 1	= 5 T€
2. Jahr (t-2)	8 T€	x 2	= 16 T€
3. Jahr (t-1)	13 T€	x 3	= 39 T€
	= 26 T€	= 6	= 300 T€

3. Ermittlung des durchschnittlichen Gewinns

60 T€/3 = 20 T€ durchschnittlicher Gewinn

oder

60 T€/6 = 10 T€ durchschnittlicher und gewichteter Gewinn

4. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

	2%	angenommene Rendite für Bundesanleihen (Laufzeit ab zehn Jahre)
+	5%	Risikozuschlag für externe Risiken
+	7%	Risikozuschlag für interne Risiken
<hr/>		
=	14%	

5. Ermittlung des Ertragswerts

20 T€/0,14 = 142,8 T€

bzw.

10 T€/0,14 = 71,4 T€

An diesem Beispiel wird deutlich, wie sehr die Berechnung von der Ermittlung der Rechengrundlage „Betriebsergebnis“ abhängt. Der zweite Einflussfaktor ist der Kapitalisierungszins; hierbei wirkt eine höhere Risikoprämie mindernd auf den errechneten Unternehmenswert.

Das Ertragswertverfahren ist für Unternehmen aller Rechtsformen, Branchen und Größen anwendbar.

■ Discounted-Cash-Flow-Methode

Die Discounted-Cash-Flow-Methode unterscheidet sich von der Ertragswertmethode dadurch, dass nicht der zukünftige Gewinn, sondern der zukünftige freie Cash-Flow mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinst wird. Der Cash-Flow zeigt den eigenerwirtschafteten Betrag an, der im Unternehmen für Investitionen, Kredittilgung, Steuerzahlungen und für drohende Liquiditätseingpässe usw. tatsächlich zur Verfügung steht. Er hat dadurch einen höheren Aussagewert über die Finanzkraft eines Unternehmens als der Ertragswert. Er berechnet sich aus dem Gewinn zuzüglich nichtausgabewirksamer Kosten wie Abschreibungen, kalkulatorische Miete und Zinsen abzüglich der Einzahlungsüberschüsse.

Der Unternehmenswert ergibt sich nach dieser Methode ebenfalls durch Abzinsung mithilfe des Kapitalisierungszinssatzes. Die Formel lautet:

Unternehmenswert =	Cashflow		
	Kapitalisierungszinssatz	x 100	

■ Substanzwertverfahren

Die Anwendung des Substanzwertverfahrens ist vor allem für Unternehmen mit besonders hohem Anlagevermögen geeignet bzw. für kleinere Unternehmen, deren Ertragskraft im Branchendurchschnitt eher gering und von der Unternehmerpersönlichkeit geprägt ist. Bei dieser Methode werden alle Maschinen, Warenbestände, Fahrzeuge, Immobilien etc. des Unternehmens einzeln bewertet. Eine vorherige Inventur zur Bestandsaufnahme aller Vermögensgegenstände und Schulden empfiehlt sich. Betriebsnotwendiges Vermögen wird mit den Wiederbeschaffungskosten bewertet und nicht betriebsnotwendiges Vermögen mit dem zu erzielenden Veräußerungspreis. Maßgeblich ist der Markt- und nicht der Bilanzwert.

Der Substanzwert wird aus der Summe der im Unternehmen vorhandenen Vermögensgegenstände abzüglich der Verbindlichkeiten ermittelt. Dieser gibt an, welchen Betrag man zum aktuellen Zeitpunkt aufwenden müsste, um ein Unternehmen mit gleicher Ausstattung zu errichten.

Wiederbeschaffungskosten des Anlagevermögens (Aufstellung lt. Bilanz)

+ Umlaufvermögen (z. B. Warenlager)

- Rückstellungen

- Verbindlichkeiten

= Substanzwert

Das Substanzwertverfahren sagt nichts über die zukünftigen Erträge aus, ist allerdings für die Besicherung von Bankdarlehen von Bedeutung.

■ Mittelwertverfahren

In der Praxis kombiniert man meist das Ertragswert- und Substanzwertverfahren im sogenannten Mittelwertverfahren. Das Verfahren basiert auf der Überlegung, dass der Ertragswert zwar den eigentlichen Unternehmenswert darstellt, dessen Ermittlung aber auch mit Unsicherheiten behaftet sein kann. Deshalb wird die vorhandene Unternehmenssubstanz in die Bewertung einbezogen. Bei dieser Methode bewertet man die Ertragskraft und die technische Ausstattung eines Unternehmens gleichermaßen.

Sowohl Ertragswert als auch Substanzwert werden mit einer Gewichtung versehen, wobei der Ertragswert in der Regel zu 90 Prozent den Unternehmenswert bestimmt und der Substanzwert zu 10 Prozent. Die Gewichtung kann jedoch je nach Branche sowie Größe und Alter des Unternehmens abweichen. Unternehmen, deren Substanz tatsächlich von besonders hohem Wert ist (beispielsweise Immobiliengesellschaften), müssen den Substanzwert höher gewichten.

Unternehmenswert =	(Ertragswert x 0,9) + (Substanzwert x 0,1)
---------------------------	--

■ Liquidationsverfahren


Beim Liquidationsverfahren bestimmt man den Wert des Unternehmens, der sich ergibt, wenn man alle Bestände und Einrichtungen der Firma zu Marktpreisen verkaufen würde. Abzüglich der Verbindlichkeiten und zuzüglich der Forderungen, die das Unternehmen noch besitzt, ergibt sich der Liquidationswert. Die Anwendung dieses Verfahrens ist nur dann sinnvoll, wenn der absolute Mindestwert des Unternehmens ermittelt werden soll. In der Praxis übernimmt die Liquidation zumeist ein Liquidator.

■ Marktwertverfahren (Multiplikatorverfahren)

Das Marktwertverfahren weist in der Regel eine hohe Komplexität auf und ist oftmals nur schwer zu handhaben, weshalb in der Praxis verstärkt vereinfachte Methoden zur näherungsweise Wertermittlung herangezogen werden, z. B. branchenbezogene Multiplikatoren. Diese unterstellen ein in gewisser Weise typisches Branchenverhalten. Individuelle Chancen und Risiken, die sich z. B. aus der beabsichtigten Unternehmensstrategie des Käufers ergeben könnten, finden keine Berücksichtigung. Darüber hinaus wird rein auf vergangenheits-orientierte Basisgrößen abgestellt, das heißt die zukünftige Entwicklung bleibt unbeachtet.

Beim Multiplikatorverfahren wendet man zur Berechnung des Unternehmenswertes einen Multiplikator auf den durchschnittlichen EBIT (Gewinn vor Steuern und Zinsen) bzw. den durchschnittlichen Umsatz des Unternehmens an. Der Durchschnitt berechnet sich aus den Ergebnissen der letzten zwei Geschäftsjahre, dem erwarteten Ergebnis des aktuellen Jahres und den geschätzten Werten der kommenden zwei Jahre. Der Multiplikator variiert von Branche zu Branche und ergibt sich aus dem Kurswert vergleichbarer börsennotierter Unternehmen.

Die errechneten Unternehmenswerte können eine erhebliche Streuung aufweisen. Aus diesem Grund reicht die alleinige Anwendung des Multiplikatorverfahrens meist nicht aus, um den Unternehmenswert festzustellen. Es sollte lediglich einer ersten, näherungsweise Wertermittlung dienen.

 *Obwohl Unternehmenswert und Firmenwert augenscheinlich dasselbe zu sein scheinen, gibt es Unterschiede. Als Unternehmenswert bezeichnet man den Wert eines Unternehmens als Ganzes. Der Firmenwert misst hingegen den nichtkörperlichen Wert, den das Unternehmen besitzt. So etwa am Markt erlangtes Know-how, einen gut ausgebauten Kundenstamm und Geschäftskontakte sowie eingearbeitete Mitarbeiter, die das Unternehmen repräsentieren.*

Der Firmenwert eines Unternehmens lässt sich aus folgender Gleichung ableiten:

$$\boxed{\text{Firmenwert} = \text{Ertragswert} - \text{Substanzwert}}$$