

EXISTENZGRÜNDUNG – E34

Stand: Juli 2021

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. Einleitung

Ein zentraler Aspekt beim Unternehmenskauf bzw. -verkauf ist die Frage, wie viel das Unternehmen wert ist. Den absolut richtigen und objektiven Unternehmenswert gibt es nicht. In der Regel ist der Kaufpreis das Ergebnis längerer Verhandlungen zwischen Verkäufer und Käufer.

In die Verkaufsverhandlungen fließen neben den objektiven Kriterien auch die subjektiven Wertvorstellungen der Vertragsparteien mit ein. Der abgebende Unternehmer überschätzt häufig den Wert seines Unternehmens. Das ist verständlich, da er in das Unternehmen viele Jahre Mühe und Arbeit eingebracht hat. Der Nachfolger hingegen möchte einen möglichst geringen Kaufpreis zahlen, um die Kapitaldienstfähigkeit des Unternehmens nicht zu gefährden. Auch außerbetriebliche Faktoren, wie das Alter und die finanzielle Situation des Veräußerers und des Erwerbers, die Risikobereitschaft des Erwerbers und alternative Angebote spielen bei der Wertermittlung eine wichtige Rolle. Entscheidend ist zudem, ob das Unternehmen an ein Familienmitglied, einen Mitarbeiter, einen externen Übernehmer oder an einen Investor übergeben wird. Der Wert eines Unternehmens kann aufgrund der unterschiedlichen Sichtweisen durchaus variieren.

2. Vorbereitung einer Unternehmensbewertung

Wichtig (und auch fair) ist, dass sowohl Käufer als auch Verkäufer über denselben Wissensstand verfügen, um bei den anstehenden Verhandlungen einen angemessenen Preis auszuhandeln. Vor der eigentlichen Bewertung des Unternehmens müssen daher sämtliche Aspekte des Unternehmens genau analysiert werden. Dabei sind nicht nur die in der Vergangenheit erzielten Zahlen und Daten heranzuziehen. Auch die zukünftigen Umsatz-, Kosten-, Investitions- und Ergebnispotentiale sind von Bedeutung. Die Unternehmensanalyse und Prognose des Unternehmenspotenzials sind die wichtigsten und zugleich schwierigsten Aufgaben bei der Unternehmensbewertung.

3. Bewertungsverfahren

Für die Unternehmensbewertung gibt es kein allgemein gültiges Verfahren. Vielmehr finden unterschiedliche Methoden Anwendung und nicht jede Bewertungsmethode liefert für ein und dasselbe Unternehmen sinnvolle Ergebnisse. Auch der Anlass der Bewertung ist zu berücksichtigen. Kommt zum Beispiel eine Schenkung in Betracht, wird die Bewertung vom geltenden Erbschaft- und Schenkungssteuerrecht beeinflusst. Ist eine teilweise oder vollständige Veräußerung der Unternehmensanteile geplant, bildet der Unternehmenswert die Basis für die Kaufpreisverhandlungen.

Im Folgenden werden die in der Praxis am häufigsten angewendeten Verfahren zur Bewertung kleiner und mittelgroßer Unternehmen in ihren Grundzügen vorgestellt. Das sind das Substanzwert-, das Ertragswert- sowie das Multiplikatorverfahren.

3.1. Substanzwertverfahren

Der Substanzwert ist der Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen materiellen und immateriellen Werte. Er entspricht dem Betrag, den ein Käufer für die Errichtung einer „Kopie“ des Unternehmens aufwenden müsste (Reproduktionswert). Der Wiederbeschaffungswert markiert die Wertobergrenze für den potenziellen Käufer.

Um den Reproduktionswert zu ermitteln, wird in einem ersten Schritt das Unternehmensvermögen (z.B. Warenbestand, Fuhrpark, Maschinen) einzeln bewertet. Dazu werden die einzelnen Wirtschaftsgüter mit ihren Wiederbeschaffungskosten bewertet, nicht betriebsnotwendiges Vermögen mit Veräußerungs- oder Liquidationswerten. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sind Wirtschaftsgüter und mit diesen in wirtschaftlichem Zusammenhang stehende Schulden, die aus dem Betriebsvermögen herausgelöst werden können, ohne dass die eigentliche Unternehmenstätigkeit beeinträchtigt wird. Von dem so ermittelten Wert sind die zu übernehmenden Schulden abzuziehen. Betriebsnotwendige Schulden werden zu Nominalwerten, nicht betriebsnotwendige Schulden zu Ablösebeträgen bewertet. Ergebnis ist der sogenannte **Teilreproduktionswert**.

Die Inventarliste enthält weder die immateriellen Wirtschaftsgüter (z.B. selbstgeschaffene Patente und Software) noch den Firmenwert (z.B. Kundenstamm, Lieferbeziehungen, Standort, Know How der Mitarbeiter). In einem zweiten Schritt ist daher zu überlegen, welche Aufwendungen erforderlich sind, um die entsprechenden immateriellen Wirtschaftsgüter und den Firmenwert zu rekonstruieren. Hierbei ist man auf Schätzungen angewiesen. Werden zum bereits ermittelten Teilreproduktionswert die immateriellen Werte hinzugerechnet, ergibt sich der **Vollreproduktionswert**.

Wird das Unternehmen nicht fortgeführt, gilt es zu ermitteln, welcher Wert bei der Auflösung des Unternehmens erzielt werden könnte. Dieser sogenannte **Liquidationswert** markiert die Wertuntergrenze für den Verkäufer. Bei dieser Variante der Substanzwertmethode werden die Vermögensgegenstände nicht mit den Wiederbeschaffungskosten sondern mit den am Markt erzielbaren - teilweise deutlich niedrigeren – Einzelverkaufspreisen bewertet. Verpflichtungen, die mit der Aufgabe des Unternehmens entstehen (z.B. Kosten für Rückbau, Schlussbilanz, Aufbewahrungspflichten nach Liquidation), sind zu berücksichtigen.

Beispiel Einzelhandelsgeschäft

Einzelunternehmer Müller führt ein Einzelhandelsgeschäft, welches er altersbedingt an Herrn Schulz veräußern will. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit vor Steuern und Zinsen (EBIT) betrug in den letzten Jahren im Schnitt 25.000 Euro. Im Angestelltenverhältnis würde Herr Müller ca. 30.000 Euro pro Jahr verdienen.

	aktueller Buchwert in Euro	Wiederbeschaf- fungskosten in Euro	erzielbare Einzel- verkaufspreise in Euro
Ladeneinrichtung	3.000	4.500	2.500
Kleintransporter	9.000	12.000	10.000
Waren	15.000	17.000	15.000
Forderungen	2.500	2.500	2.500
übernommene Schulden	-16.000	-16.000	-16.000
Buchvermögen	13.500		
Teilproduktionswert		20.000	
Liquidationswert			14.000

Das Ladengeschäft ist wenig profitabel, da Herr Müller im Angestelltenverhältnis mehr verdienen würde. Da auch künftig nicht mit hohen Gewinnsteigerungen zu rechnen ist, kommen Herr Müller und Herr Schulz zum Ergebnis, dass ein Kundenstamm zwar vorhanden ist, aufgrund der geringen Profitabilität des Ladengeschäftes diesem jedoch kein wirtschaftlicher Wert zugerechnet werden kann. Da somit weder Firmenwert noch immaterielle Wirtschaftsgüter vorhanden sind, ergibt sich der Unternehmenswert allein aus den materiellen Wirtschaftsgütern. Wertuntergrenze für Herrn Müller ist der Liquidationswert (14.000 Euro), Wertobergrenze für Herrn Schulz ist der Substanzwert (Teilproduktionswert) in Höhe von 20.000 Euro. Herr Müller und Herr Schulz einigen sich in der Mitte, bei 17.000 Euro, da so beide Vertragsparteien in gleicher Höhe profitieren.

Der Vorteil des Substanzwertverfahrens liegt in der einfachen Anwendung, da keine Zukunftsprognose erforderlich ist. Problematisch ist die Bewertung von immateriellen Vermögensgegenständen, wie ein langjährig eingeführter Markenname und ein Kundenstamm. Diese lassen sich kurzfristig nur schwer reproduzieren. Noch gravierender ist der Mangel, dass eine Einzel- und keine Gesamtbewertung erfolgt. Entscheidend für den Wert eines Unternehmens ist aber gerade das Zusammenspiel der einzelnen Wirtschaftsgüter. 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 eines Unternehmens (=Teil des Firmenwertes) – findet bei der Substanzwertmethode jedoch gerade keine Berücksichtigung, da hier auf Zukunftsprognosen verzichtet wird. Darüber hinaus ist die Reproduktion eines unprofitablen Unternehmens oder von Überkapazitäten keine sinnvolle Alternative.

Aufgrund dieser Mängel spielt das Substanzwertverfahren bei der Unternehmensbewertung aus betriebswirtschaftlicher Sicht eher eine untergeordnete Rolle. Die Bewertungsmethode ist dennoch bei solchen Unternehmen geeignet, bei denen ein hohes Anlagevermögen vorhanden ist und immaterielle Wirtschaftsgüter und Firmenwerte nur im geringen Umfang vorhanden sind. Auch für kleinere Unternehmen, deren Ertragskraft im Branchendurchschnitt eher gering und von der Unternehmerpersönlichkeit geprägt ist, hat die Substanzwertmethode ihre Berechtigung. Für steuerliche Zwecke stellt

der Wert, der nach diesem Verfahren ermittelt wird, stets den Mindestwert dar. Außerdem hat die Substanz Bedeutung für die Besicherung von Bankdarlehen.

3.2. Ertragswertverfahren

Das Ertragswertverfahren ist die in Deutschland üblichste und bei Rechtstreitigkeiten überwiegend anerkannte Methode.

Der Methode liegt die Annahme zugrunde, dass ein potentieller Käufer nur in ein Unternehmen investieren würde, dessen Rendite größer ist als die zu erwartenden Erträge einer bekannten Alternativanlage, nämlich der Anlage am Aktienmarkt. Die zukünftige Ertragskraft eines Unternehmens entscheidet somit über den Kaufanreiz und den Kaufpreis. Der Käufer muss die Gewissheit haben, dass der erwirtschaftete Gewinn eine angemessene Verzinsung darstellt und die Erträge zur Deckung der Zins- und Tilgungszahlungen aus dem Kauf des Unternehmens sowie zur Finanzierung der erforderlichen Investitionen ausreichen. Auch für Banken hat dieser Aspekt wesentlich mehr Bedeutung als die Unternehmenssubstanz. Denn nur eine entsprechende „Verzinsung“ des Kaufpreises in Form zukünftiger Unternehmensgewinne bietet die Sicherheit, dass der Nachfolger das zur Kaufpreisfinanzierung aufgenommene Darlehen inklusive Zinsen auch zurückzahlen kann. Die Kernfrage ist daher: Wie hoch darf der Kaufpreis sein, damit der erwirtschaftete Gewinn eine angemessene Verzinsung darstellt?

3.2.1. Klassisches Ertragswertverfahren

Ertragswertberechnungen basieren häufig auf dem Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1), den das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) entwickelt hat. Der IDW S 1 dient als verbindlicher Leitfaden zur Erstellung von Unternehmensbewertungen für den Berufsstand der Wirtschaftsprüfer in Deutschland.

Nach IDW S 1 ergibt sich der Unternehmenswert durch Diskontierung der zukünftigen finanziellen Überschüsse, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden, mit einem Kapitalisierungszinssatz. Basierend auf den Werten der Vergangenheit werden die zukünftigen Überschüsse prognostiziert. Bei der Planung der Zukunftswerte ist eine Detailplanungsphase, die in der Regel einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren umfasst, anzusetzen. Danach wird die fernere Planungsphase, bis hin zur Unendlichkeit, mit gleichbleibenden künftigen Überschüssen des Unternehmens ermittelt. Der Unternehmenswert wird durch Abzinsung der künftig nachhaltig erzielbaren Überschüsse auf der Grundlage einer „ewigen Rente“ ermittelt. Die Abzinsung erfolgt mit einem Kapitalisierungszinsfuß. Hierbei handelt es sich um einen Zinssatz für risikolose Kapitalanlagen, wie beispielsweise deutsche Bundesanleihen. Zudem wird ein Risikozuschlag vorgenommen sowie persönliche Ertragsteuern berücksichtigt.

Auf welche Weise kleine und mittlere Unternehmen den IDW S 1 Standard anwenden können, erläutern die Bundessteuerberaterkammer (BStBK) und das IDW in „Hinweise der Bundessteuerberaterkammer zu den Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen“, die auf den Internetseiten der BStBK abgerufen werden können.

3.2.2. Überschlägige Ertragswertberechnung bei kleinen und mittelgroßen Unternehmen

Kleine und mittelgroße Unternehmen sind häufig inhabergeführt. Die wirtschaftliche Leistung und die Zukunftsaussichten hängen daher untrennbar von den Inhabern ab. Die Wertschöpfung erfolgt oft auf stark immaterieller und individueller Basis, wobei die Kundenbeziehungen von einem besonderen Vertrauensverhältnis geprägt sind. Zudem sind regionale Einflüsse und Standortbezogenheit zu würdigen. Nicht selten sind auch Überschneidungen zwischen betrieblicher und privater Sphäre, wie zum Beispiel zu nicht marktgerechten Konditionen vergütete Mitarbeit von Familienmitgliedern oder eingeschränkte Finanzierungsmöglichkeiten aufgrund fehlendem Zugang zum Kapitalmarkt zu beobachten. Bei der Anwendung des Ertragswertverfahrens für kleine und mittelgroße Unternehmen sind diese Besonderheiten zu beachten.

Erschwerend für die Bewertung kommt hinzu, dass eine Unternehmensplanung meist nur im Kopf des Inhabers existiert, die aufbereiteten Unterlagen aus dem Rechnungswesen erhebliche Mängel aufweisen können, die Jahresabschlüsse gegebenenfalls nicht plausibel sind oder die Kostenrechnung und das Controlling, sofern sie denn existieren, weniger aussagekräftig sind als in Großunternehmen. Da basierend auf mangelhaften Unterlagen umfassende Prognoseberechnungen nicht möglich sind und zudem aufgrund der relativ geringen Kaufpreishöhe die Berechnungen einfach gehalten werden sollen, begnügt man sich in der Praxis mit überschlägigen Ertragswertberechnungen. Dabei gibt es eine Vielfalt an Ausprägungen, von rein vergangenheitsorientierten bis hin zu rein zukunftsorientierten Betrachtungen. Eine mögliche Vorgehensweise ist folgende:

1. Ermittlung der zukünftigen Erträge

In einem ersten Schritt sind die zukünftigen Erträge zu ermitteln. Da kleine und mittlere Unternehmen in der Regel keine laufenden Planrechnungen erstellen, sind die zukünftigen Erträge aus den Vergangenheitswerten abzuleiten und plausibel zu schätzen. Hierbei sind bei den unterstellten Annahmen für die zukünftige Entwicklung, z. B. für das zu erwartende Wachstum, die Erfahrungen der Vergangenheit zu berücksichtigen. Zukünftige Annahmen auf Basis von statistischen Branchendaten sind beispielsweise nur dann zu berücksichtigen, wenn sich das Unternehmen auch in der Vergangenheit wie der Branchendurchschnitt verhalten hat.

Hierbei sollte auf das operative Betriebsergebnis (Gewinne vor Zinsen und Ertragssteuern - EBIT) abgestellt werden. Zudem sind die Erträge um Positionen zu bereinigen, die nicht durch die eigentliche betriebliche Tätigkeit entstanden sind, z.B. um:

- außerordentliche, sonstige Aufwendungen und außerordentliche, sonstige Erträge,
- kalkulatorischer Unternehmerlohn,
- kalkulatorische Miete,
- privat verursachte Kosten (Reisen, PKW, etc.),
- Vergütungen an Familienmitglieder (Mieten, fiktive Anstellung, etc.),
- nicht marktgerechtes Lohnniveau von Familienmitgliedern.

Bei Einzelunternehmen und ggf. bei Personengesellschaften muss vom Gewinn ein sogenannter kalkulatorischer Unternehmerlohn abgezogen werden. Der kalku-

latorische 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 Gewinn. Sofern die Höhe des Geschäftsführergehaltes angemessen ist, sind bei der GmbH keine (weiteren) 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. Des Weiteren ist der Gewinn um einmalige Aufwands- und Ertragsposten zu korrigieren, wie beispielsweise Sonderabschreibungen oder Versicherungsentschädigungen, also Positionen, die nicht dem unmittelbaren Geschäft zuzurechnen sind.

Die bereinigten jährlichen Gewinne werden addiert und anschließend durch die Anzahl der betrachteten Perioden geteilt, um den durchschnittlichen (nachhaltigen) Ertrag zu erhalten.

2. Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes

Der Kapitalisierungszinssatz legt jene Verzinsung fest, die der Kapitalgeber unter Beachtung alternativer Kapitalanlagen mit vergleichbarem Risiko vom Bewertungsobjekt erwartet. Diese Zinsen stellen die Mindestverzinsung dar, die das Unternehmen erwirtschaften muss. Dabei ist die Höhe des Kapitalisierungszinssatzes von großer Bedeutung. Dieser besteht in der Regel zumeist aus zwei Komponenten, einem Basiszinssatz, der die Verzinsung einer alternativen Kapitalanlage z. B. in sicheren Staatsanleihen darstellt, und einem Risikoaufschlag für das externe und das interne unternehmerische Risiko.

Zur Ermittlung des externen unternehmerischen Risikozuschlags, von dem alle Unternehmen betroffen sind (daher auch allgemeines Marktrisiko), wird die langfristige Wertentwicklung (30 Jahre) von risikobehafteten Aktien im Vergleich zu risikoarmen Bundesanleihen betrachtet. Im Ergebnis schneiden Aktien im Durchschnitt ca. 5,5 Prozentpunkte besser ab als Bundesanleihen. Wird hingegen unterstellt, dass in der Zukunft die Kursschwankungen am Aktienmarkt geringer sind als in der Vergangenheit, wäre die Marktrisikoprämie geringer (z.B. 4,5 Prozentpunkte).

Die Ermittlung des internen unternehmerischen Risikos gestaltet sich insbesondere bei kleinen Unternehmen schwierig. Da diese Unternehmer einen großen Teil ihres Vermögens in das Unternehmen investieren bzw. investiert haben, scheidet die Anwendung standardisierter, kapitalmarktbezogener Risikoprämien aus. Anders als beispielsweise Finanzinvestoren, die die finanziellen Mittel haben, um ihre Vermögensanlagen zu streuen, ist für diese Käufer-/Verkäufergruppe das rein unternehmensspezifische Risiko (z.B. Insolvenzrisiko = unsystematisches Risiko) um ein vielfaches höher. Die Inhaberabhängigkeit und betriebsspezifische Risikofaktoren, die auch nach dem Verkauf eine Zeit lang nachwirken, verlangen daher eine individuelle Bewertung. Je niedriger das Risiko anzusetzen ist, desto niedriger fällt der Zuschlag aus. Üblicherweise liegen die Risikozuschläge für das interne unternehmerische Risiko zwischen 5 und 15 Prozentpunkten.

3. Ermittlung des Ertragswertes

Der Unternehmenswert errechnet sich nun, indem der nachhaltige Ertrag durch den Kapitalisierungszinssatz geteilt wird.

Beispiel Zeitarbeitsunternehmen

Unternehmerin Schneider möchte ihr Zeitarbeitsunternehmen an einen Nachfolger abgeben. Zur Vorbereitung der Unternehmensbewertung hat sie nachstehende Zahlen ermittelt. Aufgrund eines festen Kundenstamms und bereits geschlossener Verträge kalkuliert sie auch in den nächsten Jahren mit ähnlich hohen Erträgen wie in den Vorjahren. Die Marktrisikoprämie bewertet Frau Schneiders Berater mit 5,5 %, das unternehmensspezifische Risiko mit 8 % und den Zinssatz für langfristige Bundesanleihen mit 1 %.

Jahr	2015 Euro	2016 Euro	2017 Euro	2018 Euro	2019 Euro	2020 Euro
Gewinne vor Steuern und Zinsen (EBIT)	88.850	96.200	88.760	91.250	90.000	90.000
- außerordentliche Erträge (z.B. Verkauf eines Firmenwagens und anderer Wirtschaftsgüter)	-4.740		-2.200	-3.020		
+ außerordentlicher Aufwand (z.B. Reparaturen aufgrund Wasserschaden, Sonderabschreibungen)	11.238		5.690	4.580		
- Kalkulatorischer Unternehmerlohn	-54.000	-54.000	-54.000	-56.000	-56.000	-56.000
= Bereinigte Gewinne	41.348	42.200	38.250	36.810	34.000	34.000
Durchschnittl. Gewinn	37.768 €					

Marktrisikoprämie	5,5%
Unternehmensspez. Risiko	8,0%
Zinssatz langfr. Anleihen	1,0%
<hr/>	
Kapitalisierungszinssatz*	14,5%

$$\text{Ertragswert} = \frac{37.768 \text{ €}}{14,5\%} = 260.469 \text{ €}$$

* Das Reziproke des Kapitalisierungszinssatzes ergibt den Kapitalisierungsfaktor (hier rund 6,9).

Der Käufer hat analog zur dargestellten Vorgehensweise des Verkäufers seinen subjektiven Ertragswert zu ermitteln, wobei der Minimalpreis des Verkäufers durch den Liquidationswert markiert wird. Da der Käufer beispielsweise die künftigen Risiken und Chancen anders einschätzt als der Verkäufer, weicht der subjektive Ertragswert des Verkäufers in der Regel von dem des Käufers ab. In der Verkaufsverhandlung versuchen nun Käufer und Verkäufer ihren subjektiven Ertragswert so weit wie möglich zu erreichen.

Exkurs: Vorgehensweise aus Sicht des Käufers (nach dem Staffelfverfahren)

Bei der 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 Ertrag in Höhe von 37.768 € nicht mehr unendlich zu erwarten ist, sondern auf 10 Jahre befristet wird. Als Ertragswert ergibt sich dann:

$$37.768 \cdot \frac{(1 + 0,145)^{10} - 1}{(1 + 0,145)^{10} \cdot 0,145} = 193.218 \text{ €}$$

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 Kapitalisierungssatz für das 1. bis 5. Jahr unverändert 14,5 % beträgt. Für das 6. bis 10. Jahr wird hingegen ein höherer Risikozuschlag unterstellt, so dass sich für diesen Zeitraum ein Kapitalisierungszinssatz in Höhe von 17 % ergibt.

Als Ertragswert ergibt sich dann:

$$37.768 \cdot \left[\frac{(1 + 0,145)^5 - 1}{(1 + 0,145)^5 \cdot 0,145} + \frac{(1 + 0,17)^{10} - 1}{(1 + 0,17)^{10} \cdot 0,17} - \frac{(1 + 0,17)^5 - 1}{(1 + 0,17)^5 \cdot 0,17} \right] = 183.231 \text{ €}$$

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.

3.2.3. Discounted-Cash-Flow-Methode

Das Bewertungsprinzip der Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode) ist grundsätzlich gleich zum Ertragswertverfahren. Eine Überschussgröße wird auf den Gegenwartswert diskontiert. Im Unterschied zum Ertragswertverfahren wird bei der DCF-Methode der zukünftige Cash-Flow als Basis herangezogen.

Der Cash-Flow zeigt an, welcher eigenerwirtschaftete Betrag im Unternehmen für Investitionen, Kredittilgungen, Steuern, Ausgleich von drohenden Engpässen usw. zur Verfügung steht. Einfach ausgedrückt ist der Cash-Flow die Differenz zwischen den un-

ternehmensbezogenen Einnahmen und den unternehmensbezogenen Ausgaben innerhalb einer bestimmten Periode. Somit sagt der Cash-Flow mehr über die Finanzkraft eines Unternehmens aus als der Gewinn. Wenn ein Unternehmen beispielsweise ein Produkt oder eine Leistung verkauft, wird dieser Verkauf als Gewinn im Unternehmen verbucht. Dies bedeutet aber noch lange nicht, dass der Kunde auch bezahlt. Der Cash-Flow spiegelt also den Kapitalfluss eines Unternehmens wieder.

Bei der DCF-Methode wird der ermittelte Cash-Flow für drei Planjahre hochgerechnet und auf den heutigen Kapitalwert abgezinst:

$$\text{Unternehmenswert} = \frac{\text{hochgerechneter Cash-Flow}}{\text{Kapitalisierungsziins}} \times 100$$

Die DCF-Methode ist ein rein zukunftsorientiertes Verfahren und wird vor allem bei größeren Unternehmen angewandt, die eine detaillierte Planungsrechnung betreiben. Für die Bewertung von kleinen und mittelgroßen Unternehmen kommt die Methode eher selten zum Einsatz, da umfassende Prognoseberechnungen hier die Ausnahme sind.

3.2.4. Vereinfachtes Ertragswertverfahren

Für steuerliche Zwecke, insbesondere für erbschaft- und schenkungssteuerliche Zwecke, existiert das sogenannte „vereinfachte Ertragswertverfahren“ (§§ 199 ff. Bewertungsgesetz). Zur Ermittlung des Ertragswerts wird beim „vereinfachten Ertragswertverfahren“ der zukünftig nachhaltig erzielbare Jahresertrag (§§ 201 und 202) mit dem Kapitalisierungsfaktor (§ 203) multipliziert. Die Ermittlung des zukünftig nachhaltigen Ertrags sowie des Kapitalisierungsfaktor sind normiert: Die Erträge ergeben sich aus dem bereinigten Durchschnitt der letzten drei Jahre. Der Kapitalisierungsfaktor beträgt 13,75.

Das vereinfachte Ertragswertverfahren wurde in erster Linie zur Unternehmensbewertung für erbschaft- und schenkungssteuerliche Zwecke konzipiert. Für außersteuerliche Zweck empfiehlt es sich, ein anderes Bewertungsverfahren zu wählen. Zum einen, da sich das vereinfachte Ertragswertverfahren ausschließlich an Vergangenheitswerten orientiert. Das heißt, künftig abzusehende Umsatz- und Gewinneinbrüche werden nicht berücksichtigt. Zum anderen führt das Verfahren aufgrund des festgeschriebenen (vergleichsweise hohen) Kapitalisierungsfaktors oft zu Überbewertungen.

3.3. Multiplikatorverfahren

In der Praxis gibt es unterschiedliche Varianten des Multiplikatorverfahrens. Eine Variante stellt auf den Umsatz ab. Ein anderer Multiplikator bezieht sich, wie das Ertragswertverfahren, auf das operative Betriebsergebnis (Gewinn vor Zinsen und Ertragsteuern - EBIT). Bei beiden Varianten ist in einem ersten Schritt der nachhaltige zukünftige Umsatz bzw. Gewinn zu ermitteln. Die Zahlen der Vergangenheit dienen in diesem Zusammenhang zur Plausibilisierung der künftig zu erwartenden Umsätze und Gewinne. Kalkulatorische Kosten (insbesondere der kalkulatorische Unternehmerlohn) sind bei der Ermittlung des nachhaltigen Gewinns zu berücksichtigen. In einem zweiten Schritt wird der nachhaltige Umsatz bzw. der nachhaltige bereinigte Gewinn mit einem Multiplikator der entsprechenden Branche multipliziert.

Umsatz- und Multiplikatoren, die auf Markteinschätzungen von Bewertungsexperten basieren, veröffentlicht beispielsweise das „FINANCE“ Magazin ([FINANCE Multiplies](#)). Speziell für das KMU-Segment ermittelte EBIT-Faktoren veröffentlicht regelmäßig die Deutsche Unternehmensbörse (DUB) unter: <https://www.dub.de/kmu-multiples/>. Für verschiedene Branche sind Bandbreiten des jeweiligen Multiplikators angegeben. Anhaltspunkte zur Positionierung des zu bewertenden Unternehmens innerhalb der Bandbreite geben „bewertungsrelevanten Fragen“, die beispielhaft unter: <https://www.finance-magazin.de/research/multiples/leitfragen/> abrufbar sind. Bei überwiegend positiven Antworten ist der Unternehmenswert im oberen, bei überwiegend negativen Antworten im unteren Bereich der Korridore anzusiedeln.

Beispiel

Die Müller GmbH ist in der Elektronikbranche tätig und einen EBIT von 74.700 Euro. Die Bandbreite des Gewinnmultiplikators (EBIT) für ein Unternehmen der Elektrotechnik liegt zwischen 4,5 und 6,3 (Quelle: DUB; Stand: Oktober 2018). Die „bewertungsrelevanten Fragen“ wurden tendenziell positiv beantwortet. Für den Gewinnmultiplikator wurde daher das obere Ende der Bandbreite 6,3 zu Grunde gelegt.

Ermittlung des Unternehmenswertes	Euro
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	74.700
x Gewinnmultiplikator	6,3
= Unternehmenswert	470.610

Vorteilhaft an dieser Methode ist, dass sie einfach zu handhaben ist, da die Komplexität der Unternehmensbewertung stark reduziert wird. Deutlich relevanter als der Umsatzmultiplikator ist bei dieser Methode der Gewinnmultiplikator. Denn Vorteile erhält der Käufer letztlich durch Gewinne und nicht durch Umsätze. Problematisch an dieser Methode ist vor allem die Annahme, dass das Gesamtrisiko bzw. die Zukunftsaussichten primär von der Branchenzugehörigkeit des jeweiligen Unternehmens abhängen. Insbesondere bei kleineren Unternehmen können andere Aspekte, wie beispielsweise der Standort oder die Inhaberabhängigkeit, für den Zukunftserfolg wesentlich wichtiger sein.

Auch wenn das Multiplikatorverfahren nicht allein angewendet werden sollte, ist es beispielsweise für die Überprüfung der Ergebnisse der Ertragswertmethode auf Plausibilität gut geeignet. Nach Ermittlung eines Ertragswertes kann der nach dem Multiplikatorverfahren (insbesondere Gewinnmultiplikator) ermittelte Unternehmenswert ggf. als zusätzliches Argument zur Unterstützung der eigenen Position im Rahmen der Kaufpreisverhandlungen eingebracht werden.

4. Zusammenfassung

Im Internetangebot der IHK Saarland unter Kennzahl [9.747](#) ist ein Berechnungstool abrufbar, das neben der Substanzbewertung auch ein grundlegendes Ertragswertverfahren enthält. Die Eingabefelder sind grün hinterlegt, so dass eigene Unternehmenszahlen und Annahmen eintragen werden können. Mit dem Berechnungstool kann übersichtlich überprüft werden, ob beispielsweise die Größenordnung eines Kaufpreises realistisch ist oder nicht. Man kann darüber hinaus einen Eindruck davon erhalten, wie stark die Ergebnisse einzelne Bewertungsmethoden voneinander abweichen können und wie groß die Sensitivität des Unternehmenswertes von den getroffenen Annahmen

ist. Ein individuelles Unternehmenswertgutachten soll und kann das Berechnungstool nicht ersetzen.

Hilfestellung bei der Ermittlung des Unternehmenswertes bieten insbesondere spezialisierte Steuerberater, Unternehmensberater und Wirtschaftsprüfer. Kontakte zu entsprechenden Fachleuten sind beispielweise über die Beraterbörse der Deutschen Unternehmensbörse (<http://www.dub.de/beraterboerse>), die Bundessteuerberaterkammer oder die Wirtschaftsprüferkammer (<http://www.wpk.de>) zu finden. Öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige für Unternehmensbewertung sind im Sachverständigenverzeichnis der IHK gelistet (<https://svv.ihk.de>). Wichtig bei der Auswahl externer Berater ist sowohl die Erfahrung in Bewertungen, als auch die Kenntnis über die Marktsituation von Unternehmen aus der Branche.

Die Beratungskosten können unter bestimmten Voraussetzungen durch die Beratungsförderung des Bundes bezuschusst werden, wenn sie Teil einer umfassenderen Betriebsberatung sind. Informationen hierzu sind beim Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle erhältlich unter:

https://www.bafa.de/DE/Wirtschafts_Mittelstandsfoerderung/Beratung_Finanzierung/Unternehmensberatung/unternehmensberatung_node.html

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.