

Merkblatt Unternehmensführung




Unternehmensbewertung

Der Unternehmenswert ist einer der zentralen Aspekte bei der Übergabe und Nachfolge von Unternehmen. Den absolut richtigen und objektiven Unternehmenswert gibt es nicht. Vielmehr ist – zumindest außerhalb der steuerlichen Betrachtung – der Kaufpreis das Ergebnis längerer, häufig zäher Verhandlungen zwischen Verkäufer und Käufer und die Preisfindung letztlich von Angebot und Nachfrage beeinflusst.¹




Unternehmensbewertung	1
1. Vorbereitung einer Unternehmensbewertung	2
2. Bewertungsverfahren	2
2.1 Multiplikatormethode	2
2.2 Ertragswertverfahren	3
2.3 Substanzwertverfahren	5
3. Hinweise, Literatur und Links	7

Weitere Informationen:

Bayerischer Industrie- und Handelskammertag e.V.
Balanstr. 55-59, 81541 München

 089 5116 – 0
 info@bihk.de
 bihk.de

Ansprechpartnerin:

Sonja Gehring
IHK für München und Oberbayern
 08631 90178-13
 sonja.gehring@muenchen.ihk.de
 ihk-muenchen.de/unternehmensnachfolge

Stand: Juli 2017

¹ Aus Gründen der Vereinfachung und besseren Lesbarkeit wird im Folgenden die männliche Sprachform gewählt. Personen weiblichen wie männlichen Geschlechts sind damit gleichermaßen gemeint.

1. Vorbereitung einer Unternehmensbewertung

Eine umfassende Analyse des Unternehmens ist Grundlage für die Berechnung des Unternehmenswertes. Unsere Merkblätter „**Checkliste für Übergeber**“ und „**Checkliste für Nachfolger**“ unterstützen Sie dabei.

Bei der Unternehmensanalyse sind die in der Vergangenheit erzielten Zahlen und Daten heranzuziehen und das Ergebnispotenzial der nächsten Jahre einzuschätzen, basierend auf der zukünftigen Umsatz- und Kostenstruktur, den Vermögens- und Schuldenpositionen und der Chancen und Risiken. Komplexe Einflussfaktoren und teilweise konträre Wirkmechanismen sind zu beachten, wie z. B.

- Aufbauarbeit und „Entlohnung“ des Übergebers
- Erfolgswahrscheinlichkeit einen Nachfolger zu finden
- Finanzierbarkeit des Kaufpreises durch den Käufer
- Übernommene monetäre, rechtliche und moralische Verpflichtungen
- Persönliche Faktoren von Übergeber und Übernehmer
- Branchenperspektive
- Image

Der „Wert“ eines Unternehmens variiert aufgrund der unterschiedlichen Sichtweisen und: **Wert ≠ Preis**

Der erzielbare Preis bewegt sich zwischen verschiedenen Wertansätzen: So kann es bspw. bei einer familieninternen Nachfolge zu einem „Familiendiscount“ kommen, bei einer Übernahme des Unternehmens durch eigene Mitarbeiter (MBO) kann ein „Loyalitätsdiscount“ oder bei einem Börsengang (IPO) ein „Liquiditätsdiscount“ eine Rolle spielen, wogegen Finanzinvestoren eine „Kontrollprämie“ oder strategische Investoren eine „Synergieprämie“ bereit sind zu bezahlen.

DIE INDUSTRIE- UND HANDELSKAMMERN FÜHREN KEINE UNTERNEHMENSBEWERTUNGEN DURCH!

Dieses Merkblatt kann Ihnen jedoch die Bewertungsverfahren erläutern und Anhaltspunkte für die individuelle Kaufpreisermittlung geben. Um Näherungswerte zu ermitteln, empfehlen wir die vergleichende Anwendung mehrerer Bewertungsmethoden. Bitte wenden Sie sich für eine Unternehmensbewertung an Ihren Steuerberater, Wirtschaftsprüfer oder Unternehmensberater!

2. Bewertungsverfahren

Im Folgenden werden die in der Praxis wichtigsten Verfahren zur Bewertung kleiner und mittelgroßer Unternehmen in ihren Grundzügen vorgestellt. Das sind

- die Multiplikatormethode,
- das Ertragswertverfahren und
- das Substanzwertverfahren.

Ein allgemein gültiges Verfahren gibt es nicht.

2.1. Multiplikatormethode

Die Multiplikatormethode hat als Bezugsgröße

- den Umsatz oder
- das operative Betriebsergebnis (EBIT – Gewinn vor Zinsen und Ertragssteuern).

Kalkulatorische Kosten (insbesondere der kalkulatorische Unternehmerlohn) sind zu berücksichtigen.

Bei beiden Varianten wird der Durchschnitt des Umsatzes bzw. des Gewinns 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 Umsatz bzw. der nachhaltige Gewinn, wird dann mit einem Faktor der entsprechenden Branche multipliziert.

Beispielsweise veröffentlicht das „FINANCE Magazin“ jeweils zum Ende eines Quartals (finance-magazin.de/research/multiples/) EBIT- und Umsatz-Multiplikatoren von insgesamt 16 Branchen.

HANDELSUNTERNEHMEN lt. www.finance-magazin.de Stand: März/April 2017					
			von	bis	Mittelwert
Umsatz-Multiple			0,61	0,97	0,79
EBIT-Multiple			6,3	9,1	7,7
Unternehmenswert					
nachhaltiger Umsatz	500.000	→	305.000	485.000	395.000
nachhaltiger EBIT	50.000	→	315.000	455.000	385.000

Differenzen zwischen dem Unternehmenswert anhand des Gewinns- und dem anhand des Umsatzmultiplikators weisen auf eine über-/ unterdurchschnittliche Profitabilität des Unternehmens im Vergleich zum Branchendurchschnitt hin. Für die Praxis der Unternehmensbewertung ist der Gewinnmultiplikator deutlich relevanter als der Umsatzmultiplikator.

Vorteil dieser Methode ist die einfache Handhabung, da die Komplexität der Unternehmensbewertung stark reduziert wird. Problematisch ist jedoch die Annahme, dass das Gesamtrisiko bzw. die Zukunftsaussichten primär von der Branchenzugehörigkeit des jeweiligen Unternehmens abhängen. Insbesondere bei kleineren Unternehmen können andere Aspekte, wie der Standort oder die Inhaberabhängigkeit, für den Zukunftserfolg wesentlich wichtiger sein.

Auch wenn die Multiplikatormethode nicht allein angewendet werden sollte, ist sie u. a. für die Überprüfung der Ergebnisse der Ertragswertmethode auf Plausibilität und als Argument für die Kaufpreisverhandlungen gut geeignet.

2.2. Ertragswertverfahren

Das klassische Ertragswertverfahren ist die theoretisch korrekte und bei Rechtstreitigkeiten überwiegend anerkannte Methode. Sie berechnet die Höhe des Kaufpreises unter der Prämisse, dass der erwartete Gewinn eine angemessene Verzinsung darstellt und dass die Erträge zur Deckung aller Zins- und Tilgungszahlungen sowie zur Finanzierung neuer Investitionen ausreichen. Entscheidend ist die zukünftige Ertragskraft.

Beim Ertragswertverfahren nach Unternehmensbewertungsstandard IDW S1 wird zuerst der durchschnittliche und um verschiedene Posten bereinigte Gewinn der letzten Jahre errechnet. Basierend auf dem Betriebsergebnis der Vergangenheit werden dann die Erträge bzw. Cashflows der nächsten Jahre geplant. Der Unternehmenswert wird durch Diskontierung der zukünftigen Überschüsse bzw. Gewinne ermittelt: Mit Hilfe der Formel der „ewigen Rente“ werden die Überschüsse über den Kapitalisierungszinsfuß abgezinst.

Dieser wird durch einen Basiszinssatz zuzüglich eines Risikoaufschlags von etwa 2 % bis 20 % gebildet.

Die Schritte sind:

1. Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung der letzten drei bis fünf Jahre

- Ausgehend vom EBIT (Ergebnis vor Zinsen und Ertragssteuern) ist das Ergebnis zu bereinigen, ggf. um Positionen wie
- außerordentliche, sonstige Aufwendungen und außerordentliche, sonstige Erträge, die nicht durch die eigentliche Betriebstätigkeit entstanden sind
 - kalkulatorischer Unternehmerlohn
 - kalkulatorische Miete
 - privat verursachte Kosten (Reisen, PKW, etc.)
 - Auszahlungen an Familienmitglieder (Mieten, fiktive Anstellung, etc.)
 - nicht-marktgerechtes Lohnniveau von Familienmitgliedern

2. Ermittlung der zukünftigen Erträge unter Berücksichtigung des Zukunftsrisikos

Die Planung der künftigen Umsätze, Kosten und Gewinne unterliegt komplexen, wechselseitigen Einflüssen vieler Faktoren. Detaillierte Branchenkenntnisse sind erforderlich; Branchenvergleichszahlen jedoch nur eingeschränkt nutzbar. Der Due Diligence-Ansatz berücksichtigt potentielle Risiken.

3. Ermittlung des Kapitalisierungszinsfußes

Der Kapitalisierungszinssatz legt jene Verzinsung fest, die der Kapitalgeber unter Beachtung alternativer Kapitalanlagen mit vergleichbarem Risiko erwartet.

Der Kapitalisierungszinssatz besteht in der Regel aus zwei Komponenten

- Basiszinssatz, der die Verzinsung einer alternativen Kapitalanlage z. B. in sicheren Staatsanleihen, darstellt und
- Risikoaufschlag für das externe und das interne unternehmerische Risiko.

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. Die Inhaberabhängigkeit und betriebspezifische Risikofaktoren, die auch nach dem Verkauf eine Zeit lang nachwirken, verlangen eine individuelle Bewertung.

4. Berechnung des Ertragswertes

Vereinfachte Darstellung und Beispielrechnung

ERTRAGSWERTVERFAHREN	
	Jahresüberschuss
+	a.o. Aufwendungen
./.	a.o. Erträge

	bereinigter Gewinn
Ertragswert =	$\frac{\text{bereinigter Gewinn} \times 100}{\text{Kapitalisierungszins}}$

ERTRAGSWERTVERFAHREN	Jahr -3	Jahr -2	Jahr -1	Jahr 0	Jahr +1	Jahr +2	
Jahresüberschuss	88.000	96.000	88.000	91.000	85.000	85.000	
+	1.000		2.000	1.000			
./.	-14.000		-4.000	-6.000			
+/-	-54.000	-54.000	-54.000	-54.000	-54.000	-54.000	
-----		-----		-----		-----	
	21.000	42.000	32.000	32.000	31.000	31.000	
durchschnittl. Gewinn	31.500						
Marktrisikoprämie	5,5 %						
unternehmensspezif. Risiko	8,0 %						
Zinssatz langfr. Anleihen	0,7 %						
Kapitalisierungszins	14,2 %						
		→ Kapitalisierungsfaktor		7,04			
Ertragswert =	$\frac{\text{durchschn. Gewinn} \times 100}{\text{Kapitalisierungszins}}$		$= \frac{31.500 \times 100}{14,2}$		$= 221.831$		
	Unternehmenswert						
	oder		31.500 x 7,04		$= 221.831$		

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 lag somit bisher 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.

Discounted-Cash-Flow-Methode DCF

Das Bewertungsprinzip des Discounted-Cash-Flows ähnelt dem des Ertragswertverfahrens: eine Überschussgröße wird auf den Gegenwartswert diskontiert. Im Unterschied zum Ertragswertverfahren wird bei der DCF-Methode der zukünftige Cash-Flow des Unternehmens (bei einem angenommenen Verschuldungsgrad von null) 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 unternehmensbezogenen Einnahmen und den unternehmensbezogenen Ausgaben innerhalb einer bestimmten Periode. Somit sagt der Cash-Flow mehr über die Finanzkraft eines Unternehmens aus als der Gewinn.

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

2.3. Substanzwertverfahren

Der traditionelle Substanzwert bezeichnet den Betrag, den ein Käufer für die Errichtung einer „Kopie“ des Unternehmens aufwenden müsste. Die Substanzwertmethode betrachtet die Wiederbeschaffung, die Variante Liquidationswertmethode die Zerschlagung und sofortige Liquidierung eines Unternehmens.

Teilreproduktionswert

Im ersten Schritt werden die Positionen des betriebsnotwendigen Vermögens (z. B. Warenbestand, Fuhrpark, Maschinen) einzeln und entsprechend ihrer Wiederbeschaffungskosten bewertet. Von dem so ermittelten Wert sind die zu übernehmenden Schulden abzuziehen. Ergebnis ist der sogenannte Teilreproduktionswert.

Vollreproduktionswert

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). Im 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.

Liquidationswert

Bei dieser Variante des Substanzwertverfahrens werden die Vermögensgegenstände laut Inventarliste nicht mit den Wiederbeschaffungskosten sondern mit den am Markt erzielbaren – teilweise deutlich niedrigeren – Verkaufspreisen bewertet. Es wird der Wert ermittelt, der bei der Zerschlagung des Unternehmens erzielt werden kann. Der Liquidationswert markiert damit die Wertuntergrenze.

Vereinfachte Darstellung und Beispielrechnung:

SUBSTANZWERTVERFAHREN

Wiederbeschaffungswert bzw. Marktpreis der Wirtschaftsgüter	Liquidationswert der Wirtschaftsgüter
+ Forderungen	+ Forderungen
./. Verbindlichkeiten	./. Verbindlichkeiten
= Substanzwert - Teilproduktionswert	= Liquidationswert
+ geschätzter Wert der immateriellen Güter (Patente, Lizenzen, Rechte, etc.)	
+ Firmenwert	
= Substanzwert - Vollproduktionswert	

BEISPIEL LADENGESCHÄFT

	aktueller Buchwert	Wiederbeschaffungskosten	erzielbare Einzelverkaufspreise	
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	
Verbindlichkeiten	-16.000	-16.000	-16.000	
Buchvermögen	13.500			
Sustanzwert		20.000		Teil-Reproduktionswert
			14.000	Liquidationswert

Der Vorteil des Verfahrens liegt in der einfachen Anwendung. Eine Zukunftsprognose ist nicht erforderlich, was wiederum auch ein Nachteil sein kann. Problematisch ist die Bewertung von immateriellen Vermögensgegenständen (z. B. Markenname, Kundenstamm), da diese kurzfristig nur schwer reproduzierbar sind. Es handelt sich um eine Einzelbewertung, d. h. das Zusammenspiel der einzelnen Wirtschaftsgüter wird nicht betrachtet und u. U. wird damit ein unprofitables Unternehmen „reproduziert“.

Die Bewertungsmethode kann sich jedoch bei solchen Unternehmen eignen, bei denen ein hohes Anlagevermögen vorhanden ist und immaterielle Wirtschaftsgüter und Firmenwerte nur im geringen Umfang vorhanden sind.

3. Hinweise, Literatur und Links

Experten für die Ermittlung des Unternehmenswertes sind spezialisierte Steuerberater, Unternehmensberater und Wirtschaftsprüfer, z. B.:

- Bundessteuerberaterkammer [bstbk.de](https://www.bstbk.de)
- Wirtschaftsprüferkammer [wpk.de](https://www.wpk.de)
- Bundesverband Deutscher Unternehmensberater [bdu.de](https://www.bdu.de)
- Beraterbörse der KfW Bankengruppe [kfw-beraterboerse.de](https://www.kfw-beraterboerse.de)
- öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige für Unternehmensbewertung [svv.ihk.de](https://www.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. Beratungskosten können unter bestimmten Voraussetzungen durch die Beratungsförderung des Bundes [beratungsfoerderung.info](https://www.beratungsfoerderung.info) bezuschusst werden. Von einer Förderung ausgeschlossen sind jedoch Beratungen, die überwiegend gutachterliche Stellungnahmen zum Inhalt haben.

Multiplikatoren sind u. a. zu finden über [finance-magazin.de/research/multiples](https://www.finance-magazin.de/research/multiples)

Anhaltspunkte für die Preisermittlung bieten auch Online-Unternehmenswertrechner, wie z. B.

- [finance-magazin.de/research/multiples/multiples-rechner/](https://www.finance-magazin.de/research/multiples/multiples-rechner/)
- [impulse.de/finanzen-vorsorge/unternehmensfinanzierung/so-viel-ist-ihre-firma-wert/1004012.html](https://www.impulse.de/finanzen-vorsorge/unternehmensfinanzierung/so-viel-ist-ihre-firma-wert/1004012.html)
- [buergschaftsbank-mv.de/unternehmensnachfolge/unternehmenswertrechner/](https://www.buergschaftsbank-mv.de/unternehmensnachfolge/unternehmenswertrechner/)
- [kmu-unternehmenswert.wkoratgeber.at/](https://www.kmu-unternehmenswert.wkoratgeber.at/)

Ein „Überblick - Branchenspezifische Bewertungsmethoden“, Stand Jan. 2013, ist über das Bayerische Landesamt für Steuern, Az.: S 3224.1.1 – 1/7 St 34, erhältlich.