

---

Bayerisches Staatsministerium der Finanzen  
Referat 34  
Stand Januar 2013

**Überblick**  
**Branchenspezifische Bewertungsmethoden**

Nach den Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts sind die für Erbschaftsteuerzwecke zugrunde zu legenden Werte am gemeinen Wert (Verkehrswert) der Unternehmen auszurichten. Grundlage für die Ermittlung dieser Werte werden daher die in der Praxis üblichen Methoden zur Ermittlung der Verkehrswerte sein, vorrangig solche, die innerhalb der jeweiligen Branche des Unternehmens gebräuchlich sind. Innerhalb der Anwenderkreise sind zwar die jeweiligen Methoden bekannt, eine branchenübergreifende Erfassung und systematische Zusammenstellung fehlte bisher jedoch. Es kann nicht der Anspruch erhoben werden, dass ein bestimmtes Verfahren ausschließlich für alle Branchenunternehmen und für alle Zeiten gilt. Denn branchentypische Wertmaßstäbe gelten nur solange, als es sich um typische Betriebe der jeweiligen Branche handelt. Abweichungen vom Branchentypus aufgrund der Größe, der Rechtsform oder der Umfeldbedingungen schränken die Eignung des branchentypischen Verfahrens ein und sind Anlass, auf allgemeine Unternehmensbewertungsverfahren auszuweichen.

Branchenübliche Bewertungsmethoden folgen nicht unumstößlichen Regeln, sondern müssen stets an geänderte ökonomische Bedingungen und neue wissenschaftliche Erkenntnisse angepasst werden.

Anspruch dieser Zusammenstellung ist, einen Überblick über die tatsächlich in der Praxis anzutreffenden Methoden zu verschaffen. Solche Methoden fallen nicht vom Himmel, sondern wurden von branchenkundigen Betriebswirten zur Bewältigung von Bewertungsaufgaben entwickelt. Es liegt in der Natur der Sache, dass hierbei unterschiedliche methodische Ansätze zur Anwendung kommen. Solche differenzierten Ansätze können wegen der unterschiedlichen Rahmenbedingungen der Unternehmen durchaus ihren Sinn haben. Es kann daher nicht Sinn einer derartigen Zusammenstellung sein, für das ein oder andere Verfahren Partei zu ergreifen. Es ist Sache der Anwender, die Eignung des angewendeten Verfahrens im konkreten Fall darzulegen. Dies gilt im Besonderen, wenn Modifikationen an bestehenden Verfahren vorgenommen werden.

Soweit in dieser Zusammenstellung Methoden unrichtig beschrieben sein sollten oder gebräuchliche Methoden nicht enthalten sind, sind wir für Hinweise dankbar. Wenden Sie sich bitte an Frau Borrmann: Telefon 089/2306-2635, E-Mail: Anke.Borrmann@stmf.bayern.de.

# Inhalt

<b>1. Einführung</b>	4
1.1 Zweck dieser Untersuchung	4
1.2 Begriffsbestimmungen	4
1.3 Bewertungsanlässe	7
1.4 Methode zur Kaufpreisfindung	8
1.5 Kein Ausschließlichkeitsanspruch der Bewertungsverfahren	9
1.6 Anforderungen an Wertermittlungen	9
1.7 Anforderung an die Person des Wertermittlers .....	9
1.8 Der Standard S1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer .....	10
1.9 DVFA-Leitfaden zur Unternehmensbewertung .....	10
1.10 Praktikermethode.....	10
<b>2. Freie Berufe.....</b>	11
2.1 Allgemeines .....	11
2.2 Steuerberaterkanzleien.....	11
2.3 Rechtsanwaltskanzleien .....	13
2.4 Wirtschaftsprüferkanzleien.....	14
2.5 Architektur- und Ingenieurbüros.....	15
2.6 Arzt- und Zahnarztpraxen .....	16
2.6.1 Methode der Bundesärztekammer .....	16
2.6.2 IBT-modifiziertes Ertragswertverfahren .....	18
2.6.3 Weitere Bewertungsmethoden für Arzt- und Zahnarztpraxen	18
2.7 Psychotherapeuten.....	19
2.8 Physiotherapeuten/Krankengymnasten .....	20
<b>3. Gesundheits- und Pharmasektor .....</b>	20
3.1 Apotheken.....	20
3.2 Krankenhäuser.....	21
3.3 Pharmaunternehmen .....	22
3.4 Biotechnologieunternehmen .....	24
<b>4. Handwerk und Industrie.....</b>	25
4.1 Handwerk: AWH-Standard 4.2.....	25
4.2 Kfz-Zulieferer .....	28
4.3 Anlagenbauunternehmen.....	29
4.4 Brauereien .....	30
4.5 Energieversorger .....	30

---

<b>5. Dienstleistungsunternehmen .....</b>	<b>31</b>
5.1 Taxiunternehmen.....	31
5.2 Gastgewerbe.....	32
5.3 Handelsunternehmen (Einzel- und Großhandel).....	32
5.4 Finanzdienstleister .....	34
5.4.1 Banken .....	34
5.4.2 Versicherungsunternehmen .....	35
5.4.3 Leasingunternehmen.....	37
5.4.4 Kapitalbeteiligungsgesellschaften (Private Equity, Ventur Capital)	38
5.4.5 Immobilienunternehmen .....	39
5.5 Informations- und Telekommunikationsunternehmen .....	40
5.5.1 Softwareentwicklungsunternehmen.....	40
5.5.2 Telekommunikationsunternehmen.....	41
5.5.3 Medienunternehmen.....	42
5.6 Logistikdienstleister.....	43

## 1. Einführung

### 1.1 Zweck dieser Untersuchung

§ 11 Abs. 2 Satz 2 BewG i. d. F. des Erbschaftsteuerreformgesetzes vom 24.12.2009 sieht eine Wahlmöglichkeit bei der Bestimmung des Verkehrswerts von Unternehmensvermögen vor. Der gemeine Wert „ist unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten der Kapitalgesellschaft oder einer anderen anerkannten, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke üblichen Methode zu ermitteln“, über § 109 BewG gilt dies auch für Personenunternehmen und freie Berufe. In dem vorliegenden Text sind solche branchenüblichen Bewertungsmethoden zusammengetragen, um Finanzämtern und Steuerpflichtigen als Grundlage für die Wertfeststellung zu dienen. Dabei soll es sich nicht um eine vollständige Darstellung handeln, vielmehr sollen Hinweise zu den Besonderheiten einzelner Branchen gegeben und jeweils geeignete Bewertungsverfahren zusammengefasst werden. Berichtigungs- und Ergänzungsvorschlägen stehen wir offen gegenüber.

### 1.2 Begriffsbestimmungen

Die hier dargestellten Bewertungsgrundsätze gelten zu Zwecken der Erbschaftsteuer für Unternehmen unabhängig von Größe und Rechtsform. Der Begriff des Unternehmens umfasst hier Industrie-, Dienstleistungs-, Handels-, Logistik- und Handwerksbetriebe sowie freiberufliche Praxen.

Die in der Betriebswirtschaftslehre anerkannte Bewertungsmethoden betrachten das Unternehmen als Investitionsobjekt, dessen Wert durch die zukünftigen Erfolge bestimmt wird. Bei diesen Verfahren - als **Ertragswertverfahren** bzw. **Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren)** bezeichnet - gibt es verschiedene Varianten, die bei gleichen Bewertungsannahmen bzw. -vereinfachungen zumindest in der Theorie zu identischen Unternehmenswerten führen<sup>1</sup>.

Der **Ertragswert** entspricht dem Barwert der erwarteten zukünftigen Zahlungsmittelzuflüsse und ersparten Zahlungsmittelabflüsse beim Eigentümer des Unternehmens. Neben den prognostizierten Erträgen ist somit der zur Abzinsung verwendete Zins (Kalkulationszinssatz) von entscheidender Bedeutung. Die Prognose der zukünftigen Erträge basiert meistens auf bereinigten Vergangenheitswerten. Bei Personenunternehmen, in denen der Unternehmer selbst mitarbeitet, ist ein kalkulatorischer Unternehmerlohn von den Erträgen abzuziehen. Kalkulatorische Aufwendungen sind ggf. auch bei unentgeltlich mitarbeitenden Familienmitgliedern oder unentgeltlich genutzten Räumen in Privatbesitz anzusetzen. Es werden stets Erträge nach (pauschalisierten) unternehmensbezogenen Steuern betrachtet. Meist werden Erträge für einen

---

<sup>1</sup> vgl. IDW Standard: Grundsätze zur Unternehmensbewertung (IDW S 1 i. d. F. 2008), Tz. 101

gewissen Zeitraum (ca. 3 - 5 Jahre) explizit prognostiziert, danach wird angenommen, dass ein konstanter Ertrag unendlich lange anfällt (ewige Rente)<sup>2</sup>.

Der Kalkulationszinssatz stellt eine Alternativanlage gleichen Risikos dar. Er setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: aus dem Basiszins - der Verzinsung einer risikolosen Alternativanlage (z. B. langfristige Staatsanleihen) - und aus einem Risikozuschlag. Letzterer ist schwierig zu bestimmen, er hängt von der jeweiligen Ertragsverteilung ab. Eine Möglichkeit zur objektiven Bestimmung des Risikozuschlags stellt das Capital Asset Pricing Model (CAPM) dar, welches die Preisbildung am Kapitalmarkt nachbildet. Demzufolge setzt sich der Risikozuschlag aus zwei Bestandteilen zusammen: Der Marktisikoprämie (dem Erwartungswert der Rendite aus dem Marktportfolio abzüglich des sicheren Zinses), multipliziert mit dem Unternehmens-bezogenen Risikofaktor Beta ( $\beta$ )<sup>3</sup>. Alternativ ist eine Berechnung des Risikozuschlags aus der unternehmensspezifischen Kapitalstruktur oder aus sog. Ex-Ante-Modellen möglich. Wenn Erträge nach persönlichen Steuern abgezinst werden, so sind auch beim Kapitalisierungszins persönliche Steuern zu berücksichtigen. Der in der Rechtsprechung verwendete Zinsfuß unterscheidet sich stark, meist liegen die Werte zwischen 5,5 % und 10 %<sup>4</sup>.

Bei dem aus den angelsächsischen Ländern stammenden **Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF-Verfahren)** wird der Unternehmenswert durch Diskontierung zukünftiger Cashflows ermittelt. Cashflow sind die erwarteten Zahlungen an die Kapitaleigner, die sich je nach angewendeten Verfahren unterschiedlich definieren. Bei den DCF-Verfahren gibt es verschiedene Varianten. Beim **Nettoverfahren (Equity Approach)** wird wie beim Ertragswertverfahren der Wert des Eigenkapitals direkt bestimmt. Im Gegensatz dazu wird bei den **Bruttoverfahren (Entity Approach)** zuerst der Wert des gesamten Kapitals ermittelt, bevor durch Abzug des Fremdkapitals der Wert des Eigenkapitals bestimmt wird. Es gibt hierbei verschiedene Vorgehensweisen. Das Adjusted-Present-Value-Verfahren (APV-Verfahren) diskontiert die Zah-

<sup>2</sup> Der Unternehmenswert berechnet sich dann nach folgender Formel:

$$\text{Ertragswert} = \sum_{t=1}^T \frac{E_t}{(1+i)^t} + \frac{E_{T+1}}{i(1+i)^T}$$

<sup>3</sup> Für börsennotierte Unternehmen ist Beta definiert als Bruch aus der Kovarianz der Rendite der Wertpapiere des betrachteten Unternehmens mit der Rendite des Marktportfolios und der Varianz der Rendite des Marktportfolios. Beta-Werte werden veröffentlicht, z. B. im Internet unter <http://de.finance.yahoo.com> jeweils bei „Kennzahlen“ des Unternehmens. Bei nicht börsennotierten Unternehmen müssen Vergleichswerte anderer Unternehmen oder der Durchschnittswert einer Branche herangezogen werden.

<sup>4</sup> vgl. Auflistung von 76 Gerichtsurteilen und Kapitalisierungszinssätzen von 1970 bis 2007 in Ballwieser, W., Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2011, S. 123 ff.

lungsströme eines fiktiv rein eigenfinanzierten Unternehmens mit risikoangepassten Eigentümerrenditeforderungen. Das sogenannte Tax Shield - die Steuervorteile der Fremdfinanzierung, die aus der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen entstehen - wird pro Periode getrennt berechnet, diskontiert und zum Wert des rein eigenfinanzierten Unternehmens addiert.

Alternativ ist eine Diskontierung der Free Cashflows (vor Zinsen, also wiederum die Cashflows eines fiktiv rein eigenfinanzierten Unternehmens) mit den gewichteten Kapitalkosten (engl. Weighted Cost of Capital, WACC) möglich. Der durch die Vernachlässigung des Tax Shields entstehende Fehler wird bei der Berechnung des WACC berichtigt, indem bei dessen Berechnung die Fremdkapitalkosten nach Steuern verwendet werden<sup>5</sup>. Eine weitere Möglichkeit ist die Berücksichtigung der Steuern nach Fremdkapitalzinsabzug bei der Ermittlung der Cashflows (Total Cashflows, TCF), die dann mit den unkorrigierten WACC abgezinst werden.

Da bei einer Bewertung mit einem Bruttoverfahren stets der Wert des Gesamtkapitals berechnet wird, muss von diesem Wert der Marktwert des Fremdkapitals abgezogen werden, um den Wert des Eigenkapitals und somit den relevanten Vermögenswert zu erhalten.

Bewertet wird grundsätzlich nach dem **Going-Concern-Prinzip**, d. h. es wird eine Fortführung des Unternehmens angenommen. Diesem Fortführungswert ist der **Liquidationswert** gegenüberzustellen, denn wenn letzterer höher ist, wird ein rationaler Erwerber das Unternehmen liquidieren. Bei der Bestimmung des Liquidationswerts werden einzelveräußerbare Güter mit ihren Einzelerschlagungswerten und Schulden mit Ablösebeträgen angesetzt. Außerdem sind liquidationsspezifische Lasten zu berücksichtigen, wie z. B. aus Sozialplänen oder aus Rekultivierungs- oder Entsorgungspflichten<sup>6</sup>.

Der Liquidationswert zählt zu den Substanz- oder Sachwerten. Im engeren Sinn stellt der Substanzwert einen Wiederbeschaffungswert aller im Unternehmen vorhandenen materiellen und immateriellen Werte dar. Er entspricht der Ausgabensparnis, die durch den Verzicht auf den Aufbau eines identischen Unternehmens entsteht. Betriebsnotwendiges Vermögen wird mit Wiederbeschaffungskosten bewertet, nicht betriebsnotwendiges Vermögen mit Veräußerungs- oder Liquidationswerten. Betriebsnotwendige Schulden werden zu Nominalwerten, nicht betriebsnotwendige Schulden zu Ablösebeträgen bewertet. In der Betriebswirtschaftslehre gilt der Substanzwert als irrelevant, da die Substanz nur als Mittel angesehen wird, Zahlungsströme zu erwirtschaften. Außerdem werden Verbundeffekte vernachlässigt, wichtige

---

<sup>5</sup> zur Berechnung der gewogenen Kapitalkosten:

$$WACC = \frac{EK}{GK} \times \gamma_{EK} + \frac{FK}{GK} \times \gamma_{FK}(1 - s)$$

Dabei sind das Eigenkapital (EK), das Fremdkapital (FK) und das gesamte Kapital (GK = EK + FK) mit Marktwerten anzusetzen.

<sup>6</sup> vgl. Ballwieser, W., Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2011, S. 199

---

Geschäftswertfaktoren (z. B. Reputation, Standortvorteil, Belegschaftsqualität) können nicht einzeln identifiziert und bewertet werden<sup>7</sup>.

Einen anderen Ansatz haben die **vergleichsorientierten Bewertungsverfahren**<sup>8</sup>. Sie ermitteln den Wert des betrachteten Unternehmens im Vergleich mit Marktpreisen anderer, vergleichbarer Unternehmen. Damit sind sie im Gegensatz zu den investitionstheoretisch geprägten Ertragswertverfahren preistheoretisch fundiert. Hier werden zwei Hauptvarianten unterschieden:

• **Comparative Company Approach:**

- Orientierung an Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen
- Bei der Similar-Public-Company-Method werden zum Vergleich börsennotierte Unternehmen herangezogen. Bei der Recent-Acquisitions-Method werden zeitnah realisierte Transaktionspreise vergleichbarer, nicht börsennotierter Unternehmen verwendet.

• **Market Multiples:**

- Orientierung an branchentypischen Verhältniszahlen, wie z. B. dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV, engl. Price-Earnings-Ratio, P/E) oder dem Kurs-Cash-flow-Verhältnis
- Zudem gibt es branchenspezifische Multiplikatoren. Beispiele hierfür werden regelmäßig von der Zeitschrift Finance unter [www.financeresearch.de/](http://www.financeresearch.de/) Multiples veröffentlicht. Sie lassen in der Regel auf der Grundlage veröffentlichter Unternehmensdaten eine schnelle Einschätzung der Größenordnung des Unternehmenswerts zu. Die verwendeten Parameter decken jedoch in der Regel nicht die komplexen Verhältnisse des Einzelfalls ab.

### **1.3 Bewertungsanlässe**

Grundsätzlich unterstellen diese Bewertungsverfahren einen Kauf/Verkauf des Unternehmens unter Lebenden, auch wenn sie für Zwecke der (ggf. gerichtlichen) Auseinandersetzung des Betriebsvermögens bzw. der Entschädigung ausscheidender

---

<sup>7</sup> vgl. Ballwieser, W., Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2011, S. 200

<sup>8</sup> vgl. Barthel, C, Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren, DB 49 (1996), S. 149-163, hier S. 154 ff.

Beteiligter verwendet werden. Dies ist ohne Korrekturen weitgehend übertragbar auf Schenkungen unter Lebenden (zumindest, wenn ein gleitender Übergang stattfindet). Der Einfluss der Unternehmerpersönlichkeit auf den Wert eines Unternehmens ist gerade bei kleinen und mittelständischen Unternehmen erheblich. Daher kommt es zu einem Wertverlust bei plötzlichem Übergang, insbesondere wenn kein geeigneter Nachfolger aus der Familie vorhanden ist. Die Höhe des Abschlags lässt sich nicht allgemein definieren. In besonderem Maß personengebunden sind auch freiberufliche Praxen, da ihr Erfolg von dem Vertrauen abhängt, dass die Mandanten bzw. Patienten dem Eigentümer entgegenbringen. In Gewerbebetrieben gängige Verfahren können hier oft nur mit Modifikationen verwendet werden (siehe 2.).

Im Allgemeinen wird bei der Anwendung von Bewertungsverfahren nicht unterschieden, ob sich das Unternehmen im Besitz einer Einzelperson, eines überschaubaren, meist familienbestimmten Gesellschafterkreises oder eines breiten, anonymen Publikums befindet. Für die Bewertung für Erbschaftsteuerzwecke ist letzterer Fall grundsätzlich nicht von Belang, da hier regelmäßig Börsenkurse oder ähnlich gebildete Marktwerte anzusetzen sind. Methoden, die in erster Linie im Hinblick auf die Übernahme börsennotierter Aktiengesellschaften oder anderer Publikumsgesellschaften konzipiert sind, erscheinen für die Bewertung für Erbschaftsteuerzwecke grundsätzlich nicht geeignet.

#### **1.4 Methode zur Kaufpreisfindung**

§ 11 Abs. 2 Satz 2 BewG stellt an die Bewertungsmethode besondere Qualitätsmerkmale. Es ist nicht schlechthin eine Bewertungsmethode, sondern „die Methode anzuwenden, die ein Erwerber der Bemessung des Kaufpreises zugrunde legen würde.“ Inzwischen liegen Felduntersuchungen<sup>9</sup> über die Häufigkeit der Anwendung bestimmter Methoden in der Bewertungspraxis vor. Eine Erkenntnis hieraus ist, dass pro Bewertungsfall nicht nur eine Methode, sondern rechnerisch durchschnittlich 2,65 Methoden zugrunde gelegt werden.

Wer die Abläufe von Unternehmenskäufen kennt, die mit Unterstützung professioneller Wertgutachter durchgeführt werden, wird über die Anwendung paralleler Bewertungsmethoden nicht überrascht sein. Multiplikatorverfahren sind aufgrund der methodischen Einfachheit, vor allem aber wegen der leichteren Verfügbarkeit der zugrunde liegenden Daten ein beliebtes Mittel zur Anbahnung von Verhandlungen mit potentiellen Verkäufern. Dass der Käufer sich nicht mit dem so ermittelten Kaufpreis zufrieden gibt, sondern regelmäßig die konkreten Wertpositionen und Risiken durch eine aufwändige „due diligence“-Prüfung unter Anwendung eines Diskontierungsverfahrens untersuchen lässt, ist ein Hinweis, dass er seine Kaufpreisentscheidung letztlich eben nicht vom Ergebnis der Multiplikatormethode abhängig macht. Ist dies aber so, ist die Multiplikatormethode kein geeignetes Bewertungsverfahren im Sinne des Gesetzes.

---

<sup>9</sup> Henselmann/Barth, „Übliche Bewertungsmethoden“, Eine empirische Erhebung für Deutschland, BewertungPraktiker 2009 S. 9

---

### **1.5 Kein Ausschließlichkeitsanspruch der Bewertungsverfahren**

Auch dort, wo branchenübliche Verfahren festgestellt wurden, erheben diese in der Regel keinen Ausschließlichkeitsanspruch. Vielmehr können in besonderen Fällen auch andere Methoden zu besseren Ergebnissen führen. Daher ist auch § 11 Abs. 2 Satz 2 BewG nicht dahingehend zu verstehen, dass ausnahmslos ein branchenübliches Verfahren zur Anwendung kommt, wenn ein Unternehmen dieser Branche angehört.

### **1.6 Anforderungen an Wertermittlungen**

Dienstleistungsunternehmen, die branchenübliche Werte ermitteln, üben häufig Vermittlungstätigkeit für Unternehmensverkäufe in dieser Branche aus. Hierdurch erlangen sie naturgemäß umfangreiche Erfahrungen, meist sind jedoch die potentiellen Käufer oder Verkäufer in erster Linie an der Nennung eines angemessenen und für den Vertragspartner akzeptablen Kaufpreises interessiert und nicht an der Darstellung der Ableitung dieses Preises. Bei Wertermittlungen, denen kein tatsächlicher Verkaufsvorgang zugrunde liegt, ist jedoch eine faktenrichtige, folgerichtig aufgebaute und für einen hinreichend mit der Materie vertrauten Dritten verständliche gutachterliche Darstellung unverzichtbar. Diese ist regelmäßig schriftlich zu erstatten (§96 Abs. 7 Satz 1 AO).

### **1.7 Anforderung an die Person des Wertermittlers**

Grundsätzlich können die Bewertungen nach den beschriebenen Methoden von jedem vorgenommen werden, der die notwendige Sachkunde besitzt. Soweit bei der Bewertung Erfahrungswerte zugrunde gelegt werden, muss allerdings belegt werden, dass der Wertermittler die entsprechenden Erfahrungen besitzt. Gesetzliche Beschränkungen für den Zugang zur Ausübung des Bewertungsberufes bestehen nicht. Die Empfehlungen der Abgabenordnung für die Auswahl des Gutachters (§ 96 Abs. 3 AO) gelten nicht für Gutachten, die von Steuerpflichtigen in Auftrag gegeben sind.

In der Praxis werden Unternehmensbewertungen vor allem von Wirtschaftsprüfern, Steuerberatern, Unternehmensberatungen und Banken sowie von (öffentlich bestellten und vereidigten) Sachverständigen für Unternehmensbewertung vorgenommen.

Die Gewähr sowohl einer ordnungsgemäßen Erfassung der Fakten als auch der methodisch richtigen Umsetzung des Bewertungsverfahrens ist bei professionellen Wertermittlern gegeben, die genügend praktische Erfahrungen im Bewertungsbe-  
reich und die fachliche theoretische Qualifikation haben und diese auch durch entsprechende Diplome oder Zertifikate nachweisen können. Wertgutachten von sol-

chen Personen werden in der Regel weniger kritisch durchleuchtet als Gutachten von Personen, die keine Nachweise für die erforderlichen Fertigkeiten vorlegen können. Gerade im Bereich branchentypischer Bewertung sind oft wenige Wertermittler tätig. Diese haben vielfach auch an der speziellen Ausgestaltung des Bewertungsverfahrens mitgearbeitet. Dass sie die erste Wahl bei der Auswahl eines Wertgutachters sind, liegt auf der Hand.

### **1.8 Der Standard S1 des Instituts der Wirtschaftsprüfer**

Der IDW S 1<sup>10</sup> ist kein branchentypisches Bewertungsverfahren, sondern grundsätzlich als branchen- und rechtsformübergreifender Vorschlag für die Unternehmensbewertung gedacht. Bei der Bewertung durch einen Wirtschaftsprüfer ist er für diesen bindend. Allgemein ist eine Anwendung nach den Vorgaben des § 11 Abs. 2 BewG nicht zwingend, wohl aber wahlweise möglich.

Der Standard S 1 ist kein in sich geschlossenes Bewertungsverfahren mit festen Vorgaben für die Parameterauswahl und die Verfahrensmethodik (wie das vereinfachte Ertragswertverfahren nach §§ 199 ff. BewG), sondern eine Art Baukastensystem zur Verbindung der für den Bewertungsanlass maßgeblichen Eingangsparameter und den entsprechenden Methoden der Wertermittlung.

Auch der Standard S 1 lässt branchenbedingte Besonderheiten nicht unberücksichtigt. So ist etwa die Wahl des klassischen Ertragswertverfahrens oder des DCF-Verfahrens nicht in das Belieben des Wertermittlers gestellt, sondern von der Struktur bestimmter, auch branchentypischer Finanzkreisläufe abhängig.

### **1.9 DVFA-Leitfaden zur Unternehmensbewertung<sup>11</sup>**

Der DVFA-Leitfaden wird vor allem von Finanzanalysten zur Vorbereitung von Börsengängen angewendet. Er gibt ausführliche Hinweise zu Multiplikatorverfahren, aber auch zu Diskontierungsverfahren (DCF-, Ertragswertverfahren).

### **1.10 Praktikermethode**

Der Begriff „Praktikermethode“ wird nicht einheitlich gebraucht. Im engeren Sinne handelt es sich hierbei um die Bildung eines (gewogenen) Mittelwerts zwischen der im Ertragswertverfahren und im Sachwertverfahren ermittelten Werte. Solche Misch-

---

<sup>10</sup> IDW S 1: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: IDW Fachnachrichten, 2008, S. 271-292

<sup>11</sup> herausgegeben von: Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset-Management e.°V., Mainzer Landstraße 47a, 60329 Frankfurt/M, Tel. 069 2648480, E-Mail: info@dvfa.de

Veröffentlichungen:

allgemein: DVFA-Leitfaden für Unternehmensbewertung im Aktienresearch, Mai 2005, abrufbar auf der Internetseite der DVFA ([www.dvfa.de](http://www.dvfa.de))

zu Multiplikatorenverfahren: Krolle, S./Schmidt, G/Schwetzler, B. (Hrsg.): Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, Schäffer-Poeschel Verlag 2005

---

verfahren werden zunehmend kritisch gesehen, da die Methodenwahl in erster Linie von den gegebenen Marktbedingungen abhängt. Oft wird mit Praktikermethode aber auch ein Verfahren beschrieben, dass vor allem auf Erfahrungswerten beruht, die weder induktiv noch deduktiv aus der Analyse von Verkaufsvorgängen abgeleitet werden können.

Auch wenn dies im Einzelfall durchaus zu richtigen Ergebnissen führen, lassen sich solche Darstellungen durch Dritte nicht ohne weiteres nachvollziehen und sind daher für Wertgutachten ungeeignet.

## **2. Freie Berufe**

### **2.1 Allgemeines**

Bei der Bewertung von freiberuflichen Praxen ist vor allem der starke Personenbezug der Tätigkeit zu beachten. Im Gegensatz zu gewerblichen Unternehmen bleibt der Geschäftswert nicht für längere Zeit unabhängig vom Inhaber bestehen. Somit sind sonst übliche Bewertungsverfahren wie z. B. das Ertragswertverfahren nur in modifizierter Form anzuwenden. Denn der Erwerber erhält in erster Linie die Chance, persönliche Beziehungen zu den Mandanten bzw. Patienten des Vorgängers aufzubauen. Dies muss in der Bewertung berücksichtigt werden. Die entsprechenden Standesorganisationen haben teilweise Empfehlungen zur Bewertung herausgegeben.

Diesbezüglich ist zu jedoch beachten, dass die von den jeweiligen Standesorganisationen herausgegebenen Empfehlungen grundsätzlich keinen Ausschließlichkeitscharakter haben. Insbesondere vor dem Hintergrund des BGH-Urteils vom 2. Februar 2011 (Az. XII ZR 185/08, DStRE S. 1553), in dem der BGH die Anwendung des modifizierten Ertragswertverfahrens für die Bewertung freiberuflicher Praxen im Zugewinnausgleich als generell vorzugswürdig einstuft, ist stets zu prüfen, ob das Bewertungsobjekt einen branchentypischen Betrieb darstellt. Denn der Anwendungsbereich der von jeweiligen Standesorganisationen veröffentlichten Empfehlungen beschränkt sich per Definition auf branchentypische Betriebe. Abweichungen vom Branchentypus, insbesondere hinsichtlich Größe, Rechtsform und Umfeldbedingungen, können daher im Einzelfall die Anwendung eines modifizierten Ertragswertverfahrens notwendig machen.

### **2.2 Steuerberaterkanzleien**

#### **Haltung der Berufsverbände:**

Die Bundessteuerberaterkammer hat im Juni 2010 Hinweise zur Ermittlung des Wertes einer Steuerberaterpraxis herausgegeben, die allerdings nicht verbindlich sind.

**Herausgeber:**

Bundessteuerberaterkammer, Postfach 02 88 55, 10131 Berlin, Tel.: 030/2400870,  
E-Mail: zentrale@bstbk.de

**Veröffentlichung der Hinweise:**

Die Hinweise sind auf der Internetseite der Bundessteuerberaterkammer (www.bstbk.de) veröffentlicht.

**Branchentypische Bewertungsverfahren:****• Umsatzverfahren**

- Ermittlung Praxiswert durch Anwendung Multiplikator auf nachhaltigen Umsatz der Kanzlei
- erforderliche Daten des Unternehmens
  - Daten über Mandantenstamm
  - Daten über Umsatz und dessen Zusammensetzung für die letzten 3 Jahre
  - Praxisorganisation

**• Anmerkungen:**

Der Umsatz (ohne Umsatzsteuer) ergibt sich aus dem zukünftig erzielbaren Jahresumsatz der Kanzlei, der aufgrund bestehender übertragbarer Mandantenverhältnisse und erteilter Aufträge erzielt werden kann. Bei der Berechnung sind Einnahmen aus nicht regelmäßig wiederkehrenden und einmaligen Leistungen auszusondern.

Bei der Bewertung im Fall des Todes des Praxisinhabers gehen die sich hieraus ergebenden negativen Auswirkungen für die Kanzlei durch Abschläge beim Umsatz oder den Ansatz eines niedrigeren Multiplikators in die Wertermittlung ein.

Der Umsatzmultiplikator liegt i. d. R. zwischen 0,8 und 1,4. Besonderheiten der zu bewertenden Kanzlei können durch Zu- und Abschläge beim Multiplikator berücksichtigt werden. Die Hinweise enthalten Beispiele für derartige Besonderheiten.

**• Ertragswertverfahren**

- Ermittlung Praxiswert durch Diskontierung künftig nachhaltig erzielbarer Erträge; Barwert aller zukünftigen Nettoeinnahmen

- 
- allgemeine Aussagen zum Ertragswertverfahren und Hinweis auf Besonderheiten Steuerberaterkanzleien
  - Besonderes Augenmerk ist zu legen auf:
    - Personalkosten
    - fiktiver Unternehmerlohn (Löhne angestellter Steuerberater sowie Zuschläge für unternehmerisches Risiko, längere Arbeitszeiten, Tragung volle Kosten soziale Absicherung und Spezialkenntnisse)
    - regionale Gegebenheiten
    - Umsatzgröße Kanzlei
    - Kapitalisierungszins

### **2.3 Rechtsanwaltskanzleien**

#### **Herausgeber:**

Bundesrechtsanwaltskammer, Littenstraße 9, 10179 Berlin, Tel.: 030/284939-0, E-Mail: zentrale@brak.de

Ausschuss Bewertung von Anwaltskanzleien unter dem Vorsitz von RA Dr. Jürgen F. Ernst, Maat Rechtsanwälte Späth und Partner, Barbanter Straße 4, 80805 München, Tel.: 089 6066560

#### **Veröffentlichung des Verfahrens:**

Bundesrechtsanwaltskammermitteilung (BRAC-Mitteilung) 6/2009, S. 268 – 273

Die Bewertungsrichtlinien befinden sich in der Überarbeitung.

#### **Arten des Verfahrens:**

Der Wert der Kanzlei setzt sich aus dem Substanzwert und dem eigentlichen „Kanzleiwert“ zusammen. Letzterer wird in einem Vergleichswertverfahren mit Hilfe von Multiplikatoren auf der Grundlage der Umsätze ermittelt.

Alternativ kann auch bei Anwaltskanzleien ein Ertragswertverfahren angewendet werden<sup>12</sup>.

#### **Anwendung:**

Die Richtlinien sollen Anwälten bei der Bewertung von Einzelkanzleien und Sozietäten Hilfestellung leisten, sei es beim Verkauf oder Erwerb einer Kanzlei, beim Eintritt in eine Sozietät, beim Zugewinnausgleich, im Erbfall oder beim Ausscheiden aus einer Sozietät bzw. deren Auflösung. Außerdem dienen sie als Entscheidungshilfe für die Beurteilung der Angemessenheit bei der Prüfung von Kanzleiübernahmeverträgen und für die gutachterliche Tätigkeit.

#### **Erforderliche Daten des Unternehmens:**

- Daten über den Umsatz und dessen Zusammensetzung für die letzten drei Jahre
- Inventar
- Offene-Posten-Liste zur Bewertung der ausstehenden Forderungen

#### **Anmerkungen:**

Der Substanzwert setzt sich aus der Büroeinrichtung und ausstehenden Forderungen zusammen. Evtl. Verbindlichkeiten des Übergebers sind zu berücksichtigen.

Der Umsatz (ohne Umsatzsteuer) wird um außerordentliche anwaltsbezogene oder personenbezogene Einnahmen bereinigt. Es wird der Durchschnittswert der letzten drei Kalenderjahre verwendet, das letzte Jahr wird doppelt gewichtet. Alle Kosten, auch ein kalkulatorischer Unternehmerlohn, bleiben außer Ansatz<sup>13</sup>.

Der Umsatzmultiplikator liegt i. d. R. zwischen 0,3 und 1,0. Beispiele für wertbestimmende Merkmale sind in den Richtlinien enthalten. Diese Multiplikatorwerte sind geringer als beispielsweise bei Steuerberatungskanzleien, da es weniger Dauermandanten gibt und nur unregelmäßig Mandate der gleichen Klienten anfallen.

## **2.4 Wirtschaftsprüferkanzleien**

#### **Haltung der Berufsverbände:**

Die berufsständische Organisationen (Wirtschaftsprüferkammer, Institut der Wirtschaftsprüfer - IDW) regeln kein spezielles Verfahren zur Bewertung von Wirtschaftsprüfungskanzleien. Während zuletzt im WP-Handbuch I (Stand 2000, 12. Auflage) noch eine Bewertung nach dem Umsatzverfahren vorgesehen war, gibt es

---

<sup>12</sup> vgl. hierzu Janssen, B., Die Bewertung von Anwaltskanzleien, NJW 2003, S. 3387-3390

<sup>13</sup> vgl. Römermann, V./Schröder K., Die Bewertung von Anwaltskanzleien, NJW 2003, S. 2709- 2711

---

in den neueren Ausgaben des Handbuchs keine spezifischen Regelungen. Somit soll die Bewertung ebenfalls nach dem IDW S 1 durchgeführt werden.

**Branchentypische Bewertungsverfahren:**

- **modifiziertes Ertragswertverfahren**
- **Multiplikatorverfahren**

Im IDW S 1 ist die Anwendung von umsatzorientierten Multiplikatoren nur zur Plausibilitätskontrolle vorgesehen. Allerdings sind Umsatzverfahren für kleinere und mittlere Dienstleistungsunternehmen in der Praxis verbreitet und anerkannt, gerade auch für freiberufliche Kanzleien, deren Marktwert im Wesentlichen durch den übertragbaren Mandantenstamm bestimmt wird.

**2.5 Architektur- und Ingenieurbüros**

**Herausgeber:**

Die Bundesarchitektenkammer und die Bayerische Architektenkammer haben keine allgemein gültigen Regelungen für die Bewertung aufgestellt. Nach ihrer Ansicht ist stets eine Einzelfallbewertung erforderlich. Allerdings wird von der Bayerischen Architektenkammer auf Fachartikel zur Bewertung von Dipl.-Ing. Werner Preißing verwiesen:

Dipl.-Ing. Werner Preißing, Dr.-Ing. Preißing AG, Römerstraße 121, 71229 Leonberg, Tel.: 07152 9261880, E-Mail: info@preissing.de

**Veröffentlichung:**

Preißing, W. „Welchen Wert hat mein Büro?“, in: Deutsches Architektenblatt 1998, S. 1122-1125; Preißing, W. / Preißing, A. „Wertermittlung eines Architekturbüros“, in: Deutsches Architektenblatt 2005, S. 70-71 und Preißing, W. „Wertermittlung von Architektur- und Ingenieurbüros“, Filderstadt, Container- Verlag 2005

**Art des Verfahrens:**

Statuswertverfahren: gemischtes Verfahren aus Substanzwert (Büroinventar), Praxiswert (immaterieller Bürowert), Auftragswert (vorhandene, noch abzuwickelnde Aufträge) und Organisationswert (Umfang und Archivierungssystematik der Datenbestände des Büros)

**Anwendung:**

Bewertung von Architektur- und Ingenieurbüros in der Unternehmensberatung, zur Kreditvergabe oder bei Gerichtsgutachten

**Erforderliche Daten des Unternehmens:**

- Inventar (bewertet zu Zeitwerten)
- Auftragsliste
- Einnahmen-Ausgaben-Rechnung zumindest der letzten fünf Jahre
- Einschätzung der Organisation der Praxis, des Rufs etc.(vorgegebener Fragebogen)

**Anmerkungen:**

- Auftragswert:
  - Verbindlich beauftragte Leistungen werden mit einem Akquisitionsfaktor zwischen 5 % und 10 % angesetzt.
- Praxiswert:
  - Der Goodwill wird auf der Grundlage der Umsatzzahlen der letzten fünf oder mehr Jahre nach Abzug eines kalkulatorischen Unternehmerlohns berechnet. Es wird eine Wertverflüchtigung innerhalb von ca. fünf Jahren angenommen.

**2.6 Arzt- und Zahnarztpraxen****Besonderheiten bei der Bewertung:**

Die Zulassung zum vertragsärztlichen System ist ein höchstpersönliches Recht und damit auf dem freien Markt nicht handelbar. Sie beeinflusst den Praxiswert dennoch nicht unerheblich.

**2.6.1 Methode der Bundesärztekammer****Herausgeber:**

Bundesärztekammer, Postfach 12 08 64, 10598 Berlin, Telefon: 03074004560, E-Mail: info@baek.de

Die Hinweise wurden vom Vorstand der Bundesärztekammer beraten und zustimmend zur Kenntnis genommen, jedoch nicht von den zuständigen Landesärztekammern verabschiedet. Eine Überarbeitung der Hinweise ist geplant.

---

**Veröffentlichung des Verfahrens:**

Bundesärztekammer: Hinweise zur Bewertung von Arztpraxen vom 9. September 2008, in: Deutsches Ärzteblatt 2008, S. 2778-2780

**Art des Verfahrens:**

Der Unternehmenswert setzt sich zusammen aus dem Substanzwert und dem ideellen Wert (Praxiswert).

Der Substanzwert ergibt sich aus dem Marktwert der Praxiseinrichtung.

Der ideelle Wert wird in einem ertragswertorientierten Verfahren durch Multiplikation des zukünftig nachhaltigen Gewinns mit einem Prognosemultiplikator errechnet. Der Gewinn ergibt sich aus der Differenz zwischen dem übertragbaren Umsatz und den übertragbaren Kosten abzüglich des alternativen Arztgehaltes. Für den Prognosemultiplikator sind die Anzahl der Jahre entscheidend, in denen von einer Patientenbindung durch die Tätigkeit des bisherigen Praxisinhabers ausgegangen werden kann.

**Anwendung:**

Die Bewertung nach der Ärztekammermethode wird von Gerichten akzeptiert.

**Erforderliche Daten des Unternehmens:**

- Sachwert der Praxis (durch Gutachten oder Inventarlisten ermittelt)
- Einnahmen und Kosten der Praxis der letzten drei Kalenderjahre vor dem Kalenderjahr der Übertragung

**Erforderliche externe Daten:**

- alternatives Arztgehalt (Bruttogehalt aus einer fachärztlichen Tätigkeit, Ausgangswert für 2008: 76.000 €, Anpassung an künftige Tarifänderungen)

**Anmerkungen:**

Der Abzug des alternativen Arztgehaltes wird bei geringen übertragbaren Umsätzen beschränkt (unter 40.000 € kein Abzug, gestaffelter Abzug bis zu 240.000 €).

Je nach Gegebenheiten des Einzelfalls sind Zu- oder Abschläge vorzunehmen. Die Hinweise enthalten Beispiele für derartige Besonderheiten.

### **2.6.2 IBT-modifiziertes Ertragswertverfahren**

#### **Herausgeber:**

entwickelt von Günther Frielingsdorf, Frielingsdorf Consult GmbH, Kaiser-Wilhelm-Ring 50, 50672 Köln, Tel.: 0221 1398360, E-Mail: info@frielingsdorf.de

#### **Veröffentlichung des Verfahrens:**

Übersicht unter [www.frielingsdorf-partner.de](http://www.frielingsdorf-partner.de)

#### **Art des Verfahrens:**

- Ansatz Ertragswert und Wert des betriebsnotwendigen Sachanlagevermögens
- Ermittlung Ertragswert durch modifiziertes Ertragswertverfahren
- Ermittlung Kapitalisierungszeitraum auf der Grundlage mathematischer Modelle unter Rückgriff auf tatsächlich am Markt bezahlte Praxispreise

#### **Anmerkungen:**

Es handelt sich um eine Weiterentwicklung der Indexierten-Basis-Teilwertmethode, die häufig für Gerichtsgutachten verwendet wurde, allerdings als unwissenschaftlich gilt. Grundlage für das Verfahren ist eine bisher nicht veröffentlichte Arbeit an der Universität zu Köln (Seminar für ABWL und Management im Gesundheitswesen).

### **2.6.3 Weitere Bewertungsmethoden für Arzt- und Zahnarztpraxen**

#### **• Umsatzmethode mit Multiplikator**

oft 25 Prozent des Jahresumsatzes als Praxiswert

#### **• Gewinnmethode mit Multiplikator**

- oft 50 Prozent des durchschnittlichen Jahresgewinns als Praxiswert
- Variation nach den individuellen Verhältnissen der Praxis

#### **• Erfolgsfaktor-Markt-Methode**

- Vergleich mit durchschnittlichen Marktpreisen auf Basis des Umsatzes

---

• **Übergewinnabgeltung**

- Bewertung der zukünftigen, über die Normalverzinsung des Substanzwerts hinausgehenden Praxisgewinne

**2.7 Psychotherapeuten**

**Besonderheiten bei der Bewertung:**

Die Zulassung zum vertragspsychotherapeutischen System ist ein höchstpersönliches Recht und damit auf dem freien Markt nicht handelbar. Sie beeinflusst den Praxiswert dennoch nicht unerheblich.

**Haltung der Berufsverbände:**

Bayerische Landeskammer der Psychologischen Psychotherapeuten und der Kinder- und Jugendpsychotherapeuten (PTK Bayern), St.-Paul-Straße 9, 80336 München; Tel.: 089 5155550, E-Mail: info@ptk-bayern.de

Die PTK Bayern spricht sich für die Anwendung von Ertragswertverfahren aus.

**Branchentypische Bewertungsverfahren:**

• **Substanzwertverfahren**

für Praxen ohne Kassenzulassung

• **modifiziertes Ertragswertverfahren**

- spezielle Modifikationen für Psychotherapeuten der PTK Niedersachsen<sup>14</sup>
- festlegung des Bewertungszeitraums
  - Restlebensdauer der Praxis

---

<sup>14</sup> Psychotherapeutenkammer Niedersachsen, Roscherstraße 12, 30161 Hannover, Tel.: 0511 85030430, E-Mail: info@pknds.de  
veröffentlicht: Rüping, U./Mittelstaedt, E.: Abgabe, Kauf und Bewertung psychotherapeutischer Praxen, Heidelberg u.a.: Psychotherapeutenverlag, 2008

- Reproduktionszeit für den Aufbau einer identischen Praxis (nur diese im Erbfall relevant): ca. 15 bis 24 Monate
- Kalkulationszinssatz
  - Berücksichtigung höheres Risiko psychotherapeutischer Praxen beim Risikozuschlag wegen sozialrechtlichen Rahmenbedingungen und der Personenabhängigkeit des Erfolges
  - Möglichkeit der Ermittlung des Risikozuschlags mithilfe von Durchschnittsmindesterträgen, die von der kassenärztlichen Vereinigung bekannt gegeben werden

## **2.8 Physiotherapeuten/Krankengymnasten**

### **Haltung der Berufsverbände:**

Deutscher Verband für Physiotherapie – Zentralverband der Physiotherapeuten/ Krankengymnasten e. V. (ZVK), Deutzer Freiheit 72-74, 50679 Köln, Tel.: 0221/ 9810270, E-Mail: info@physio-deutschland.de

Der ZVK hat keine eigenen Empfehlungen zur Wertermittlung für Physiotherapiepraxen herausgegeben. Er verweist jedoch auf die Hinweise der Bundesärztekammer zur Bewertung von Arztpraxen (siehe 2.6.1) und die Entscheidung des BGH vom 6. Februar 2008 (Az. XII ZR 45/06, BGHZ 175, S. 207) und vom 2. Februar 2011 (Az. XII ZR 185/08, DStRE S. 1553).

## **3. Gesundheits- und Pharmasektor**

### **3.1 Apotheken**<sup>15</sup>

#### **Besonderheiten bei der Bewertung:**

Aufgrund der zahlreichen Gesundheitsreformen in den letzten Jahren besteht erhöhte Unsicherheit.

#### **Haltung der Berufsverbände:**

Bundesvereinigung Deutscher Apothekerverbände (ABDA), Jägerstr. 49/50, 10117 Berlin, Tel. 030 400040, E-Mail: pressestelle@Abda.aponet.de

---

<sup>15</sup> Apotheker nehmen eine Zwischenstufe zwischen Freiberuflern und Gewerbetreibenden ein. In der Ausbildung, Zulassung und der Beachtung öffentlich-rechtlicher Standespflichten überwiegen freiberufliche Aspekte. Der Betrieb der Apotheke selbst (d. h. der Verkauf von Medikamenten) ist dagegen Gewerbe. vgl. Marchs, P., § 14 GewO, in: Landmann/Rohmer, Gewerbeordnung, Stand: 61. Ergänzungslieferung Juni 2012

---

Die ABDA empfiehlt kein Verfahren, hat aber im Rahmen der Erstellung dieses Überblicks ein Schreiben der Steuerberatungsgesellschaft Treuhand Hannover GmbH übersandt, in dem das Ertragswertverfahren als gängiges Verfahren angegeben wird.

**Branchentypische Bewertungsverfahren:**

• **Ertragswertverfahren**

- Ertragsprognose auf Basis der Vergangenheitsprognose unter Berücksichtigung der zukünftigen ärztlichen Versorgung und der Entwicklung des Einzugsgebiets
- übliche Kapitalisierungszinssätze: 12 % -14 %
- real gezahlte Preise liegen oft unterhalb des Ertragswerts

• **IBT-modifiziertes Ertragswertverfahren**

siehe 2.6.2.

**3.2 Krankenhäuser<sup>16</sup>**

**Besonderheiten bei der Bewertung:**

- besondere Rahmenbedingungen:
  - Zugangsschranken (für Kassenzulassung, Sozialgesetzbuch V)
  - duale Finanzierung
  - DRG-System (diagnosis-related groups, diagnosebezogenen Fallgruppen)
    - Vergütung eines Krankenhauses nicht auf Basis der fallspezifischen verursachten Kosten, sondern auf Basis der Kosten, die im Mittel bei allen Krankenhäusern anfallen
  - Erfolg daher nur mittelbar umsatzbezogen

---

<sup>16</sup> vgl. Fries, T., Unternehmensbewertung von Krankenhäusern, in: Kuntz, L. (Hrsg.), Arbeitsberichte zum Management im Gesundheitswesen, Uni Köln, 2003 und Teichmann, G., Unternehmensbewertung von Krankenhäusern, in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

- besondere Bewertungsaspekte:
  - langfristige Planung notwendig, aber selten vorhanden
  - Struktur der Fallzahlen und Aufwendungen

#### **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

- **DCF-Verfahren**
- **Ertragswertverfahren**
  - nur bei privaten Krankenhäusern mit Gewinnziel sinnvoll
  - gängige Methode nach Angaben des Verbands der Privatkrankenanstalten in Bayern e. V. (VPKA), nur in Ausnahmefällen Substanzwertverfahren

Verband der Privatkrankenanstalten in Bayern e. V. (VPKA), Kreilerstraße 24, 81673 München, Tel.: 089 573099, E-Mail: info@vpkabayern.de

### **3.3 Pharmaunternehmen**<sup>17</sup>

#### **Besonderheiten bei der Bewertung:**

- starke Regulierung und Abhängigkeit von Gesundheitspolitik
- komplexer Entwicklungsprozess für neue Medikamente
- drei Wertkomponenten bei Pharmaunternehmen:
  - Bewertung von bestehenden Produkten über zukünftig zu erwartende Cashflows
  - Bewertung zukünftiger Cashflows von Produkten, die sich zum Bewertungszeitpunkt noch nicht im Markt befinden  
hierfür Prognose der Erfolgswahrscheinlichkeit des Produkts erforderlich
  - Beurteilung des Fortführungswerts des Unternehmens gemäß des Going-Concern-Prinzips (zukünftige Forschung und Entwicklung)
- Besonderheiten bei der Bewertung von Originatoren (Erstentwicklern)
  - hohe Bedeutung von Forschung und Entwicklung mit sehr geringen Erfolgswahrscheinlichkeiten

---

<sup>17</sup> vgl. Merk, H./Merk, W., Bewertung von Pharmaunternehmen, in Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

- 
- zur Überbrückung lange Entwicklungszeiträume (durchschnittlich über zehn Jahre für ein Medikament) hohe Liquiditätsreserven nötig
  - Produktlebenszyklus der Originatoren
  - hohes Risiko in der Produkthaftung
  - Besonderheiten bei der Bewertung von Generika-Unternehmen
    - Risiko in der Forschung und Entwicklung, da Generika bei Ablauf des Originalpatents bereit zur Vermarktung sein müssen
    - Außendienst entscheidend für Vermarktungserfolg

**Branchentypische Bewertungsverfahren:**

• **Umsatz- und EBIT<sup>18</sup>-Multiplikatoren**

• **DCF-Verfahren**

- üblicherweise Verwendung des Free Cashflow
- in Generikaindustrie geläufiges Verfahren:
  - Verwendung 2 Ansätze für den Prognosehorizont parallel zueinander:
    - zehnjähriger Prognosezeitraum plus ewige Rente
    - 25-jährige Prognosezeitraum, danach Liquidierung

• **Value-Added-Verfahren**

- Unternehmenswert als Barwert zukünftiger Wertsteigerungen/-minderungen
- Wertsteigerung eines Jahres:  
Multiplikation Spread (Differenz von Return on Capital<sup>19</sup> und Cost of Capital<sup>20</sup>) mit investiertem Kapital

---

<sup>18</sup> Gewinn vor Zinsen und Steuern  
*Betriebsergebnis nach Steuern*

<sup>19</sup> *Buchwert investiertes Kapital*

<sup>20</sup> Kapitalkosten

### **3.4 Biotechnologieunternehmen**<sup>21</sup>

#### **Besonderheiten bei der Bewertung:**

- hohe Unsicherheit durch schwerpunktmäßige Beschäftigung mit innovativen Technologien und Entwicklungskandidaten
- Wert in hohem Maß von Intellectual-Property-Rechten und gut ausgebildeten Wissenschaftlern abhängig
- hohe Bedeutung firmeneigener Technologieplattformen

#### **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

##### **• DCF-Verfahren**

- zur Bewältigung der Unsicherheit Szenario-Analysen oder Simulationsrechnungen
- Die hohen Risiken können durch einen pauschalen Risikozuschlag kaum berücksichtigt werden.

##### **• Multiplikatorverfahren/Peer-Group-Vergleich**

- auf Basis Verhältnis von Enterprise-Value<sup>22</sup> zu Umsatz bzw. Price-Earnings-Growth-Ratio<sup>23</sup>

##### **• Biotech-spezifische Bewertungsmethoden:**

- Biotech-Discount-Modell
  - verwendet von Banken (z. B. Bank Vontobel, UBS, Morgan Stanley)
  - spezifische Kombination von DCF-Verfahren und Peer-Group-Vergleich
  - auch zur Bewertung von Unternehmen geeignet, die Profitabilität erst in einigen Jahren erreichen

---

<sup>21</sup> vgl. DVFA, Life Science am Kapitalmarkt: Biotechnologie im Fokus, Frankfurt am Main: DVFA (Selbstverlag), 2005, S. 45-93; und Bode-Greuel, K./Greuel, J., Bewertung von Biotechnologie-Unternehmen, in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

<sup>22</sup> Unternehmenswert unabhängig von der Finanzierung

<sup>23</sup> Kurs-Gewinn-Wachstumsverhältnis

- basiert auf (optimistischer) Gewinnschätzungen für das zweite/dritte Jahr der Profitabilität, dann Bewertung nach Kurs-Gewinn-Verhältnis im Peer-Group-Vergleich  
Aus dieser künftigen Marktkapitalisierung wird der Gegenwartswert mit biotechspezifischem Diskontierungsfaktor (25 % - 40 %) berechnet.

- **spezifische Verfahren für Medikamentenentwickler**

- **Pipeline Comparable Approach**

- Peer-Group-Vergleich der Zahl der in der Pipeline befindlichen Medikamentenentwicklungsprojekte

- **Realoptions-Ansatz**

- Handlungsalternativen werden in Analogie zu Finanzoptionen bewertet (mit Optionspreismodellen, z. B. Black-Scholes)

- **Pipeline-Bewertungsmodell**

- Bestimmung des risikoadjustierter Barwerts (rPV)
    - DCF-Verfahren, bei dem das Risiko in der Cashflow-Schätzung berücksichtigt wird (mit Erfolgswahrscheinlichkeiten der einzelnen Wirkstoffe)

#### 4. Handwerk und Industrie

##### 4.1 Handwerk: AWH-Standard 4.2

###### **Herausgeber:**

Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (AWH),  
Redaktion: Rolf Papenfuß, Zentralverband des Deutschen Handwerks, Mohrenstraße  
20/21, 10117 Berlin, Tel: 030 20619328, E-Mail: papenfuss@zdh.de

###### **Veröffentlichung des Verfahrens:**

„Handbuch Unternehmensbewertung im Handwerk: AHW-Standard Version 4.2“  
(Stand: 1. Oktober 2012), im Internet unter [www.wertermittlunghandwerk.de](http://www.wertermittlunghandwerk.de) abrufbar

### **Art des Verfahrens:**

Es handelt sich um ein Ertragswertverfahren, wobei der Substanzwert als Mindestwert zum Ansatz kommen kann. Wenn der überwiegende Teil des Unternehmensvermögens aus Immobilien und Anlagen besteht, ist ebenfalls die Verwendung des Substanzwerts möglich. Der ermittelte Ertragswert beinhaltet die Grundlagen des Unternehmens als intakte Einkommensquelle. Dies sind insbesondere das betriebsnotwendige Anlagevermögen (ohne Betriebsgrundstücke und Gebäude) sowie der betriebsnotwendige Waren- und Materialbestand. Bei Übernahme zusätzlicher Werte (z. B. Grundstücke und Gebäude, Forderungen, teilsfertige Leistungen) oder Verbindlichkeiten ist der ermittelte Ertragswert entsprechend zu ergänzen. Dies gilt insbesondere bei der Bewertung von GmbH-Anteilen.

### **Anwendung:**

Der Standard wird in erster Linie durch Betriebsberater der Handwerksorganisationen angewandt. Er steht allgemein zur Verfügung und kann verwendet werden. Die Bewertung erfolgt mit Hilfe einer Excel-Arbeitsmappe, wobei nur eine stark vereinfachte Version frei verfügbar ist. Ein Gutachten nach dem AWH-Standard unterliegt formalen Voraussetzungen; dazu gehört insbesondere, dass die im Gutachten tragenden Feststellungen, Schlussfolgerungen und Bewertungskriterien so dargestellt sind, dass diese von einem Sachverständigen als richtig oder falsch erkannt werden können (vgl. AWH Standard, 4.2, S. 6 ff): Die Unternehmensbewertung muss umfassend, überprüfungssicher und nachvollziehbar sein.

Das Verfahren ist für handwerkliche Betriebe im Klein- und mittelständischen Bereich geeignet.

### **Erforderliche Daten des Unternehmens:**

- Istdaten
  - Jahresabschlüsse der letzten 4 Jahre (Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung)
  - aktueller Anlagenspiegel mit Angaben derjenigen Anlagen, die sich im Eigentum des Übergebers befinden
  - evtl. Sachwert-Gutachten zur Ermittlung von Verkehrswerten und der durchschnittlichen Restnutzungsdauer der Anlagen
  - aktuelle betriebswirtschaftliche Auswertung mit Summen- und Saldenliste für das laufende Geschäftsjahr
- Angaben über:
  - Altlasten und umweltgefährdende Stoffe

- 
- schwebende Verfahren
  - Patente, gewährte Lizenzen und genutzte Lizenzen
  - betriebliche Versicherungen
  - in den letzten Jahren geltend gemachte oder angedrohten Gewährleistungs- und Produkthaftungsansprüche
  - Arbeitnehmern gewährte Sozialleistungen und Pensionszusagen
  - Liefer-, Abnahme-, Wartungs- und Miet-/Pachtverträge
  - Nachweis der bebauplanrechtlichen Situation (für die Betriebsstätte und ihre angrenzenden Gebiete)
  - Liste aller Arbeitnehmer unter Angabe des Namens, des Alters, des Eintrittsjahrs, der Funktion und des Bruttogehalts sowie Sonderzahlungen
  - Liste der Arbeitnehmer, die besonderem Kündigungsschutz unterliegen
  - Plandaten
    - werden nicht zwingend benötigt, nur so weit vorhanden
    - wenn möglich: Daten zur Entwicklung von
      - Umsatz, Kosten und Gewinn sowie
      - Anlagevermögen, Umlaufvermögen, Eigenkapital und Verbindlichkeiten
  - bei Personen- oder Kapitalgesellschaften zudem
    - Gesellschaftsvertrag und Liste der Gesellschafter
    - Geschäftsführervertrag

**Erforderliche externe Daten:**

- langfristige erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen (veröffentlicht von der Deutschen Bundesbank)

### **Anmerkungen zur Vorgehensweise:**

Der zukünftige Erfolg wird mithilfe der gewichteten Ergebnisse der letzten 4 Jahre ermittelt, wobei eine Korrektur um betriebsfremde bzw. außerordentliche Aufwendungen und Erträge sowie persönliche oder familienbedingte Wertansätze erfolgt.

Da in der Regel die Schulden des Vorgängers nicht übernommen werden, wird der Gewinn vor Zinsen verwendet.

Es werden kalkulatorische Zinsen in Höhe des Basiszinssatzes auf das betriebsnotwendige Kapital angesetzt. Die tatsächlich gezahlten Zinsen und somit die Art der Finanzierung (Eigenkapital bzw. unterschiedliche Fremdfinanzierungsquellen) bleiben unberücksichtigt. Durch die Verwendung von kalkulatorischen Zinsen werden die Opportunitätskosten der Kapitalbindung des betriebsnotwendigen Vermögens erfasst.

Die steuerlichen Abschreibungen werden nicht berücksichtigt, an ihrer Stelle treten kalkulatorische Abschreibungen.

Es wird ggf. ein kalkulatorischer Unternehmerlohn (vergleichbares tarifliches Meistergehalt zzgl. Arbeitgeberanteil an der Sozialversicherung und Zuschlag zwischen 20% und 50 %) und kalkulatorische Miete angesetzt.

Im Kapitalisierungszinssatz wird ein Immobilitätszuschlag (1 % bis 3 %) zur Berücksichtigung der geringeren Fungibilität des Betriebsvermögens im Vergleich zu reiner Kapitalanlage berücksichtigt. Der Risikozuschlag wird durch Addition verschiedener Zuschlagsätze (je 0 % bis 3 %) für die im Handwerk häufigsten Risiko- und Erfolgsfaktoren (u. a. Kundenabhängigkeit, Branchenentwicklung, Wettbewerbsintensität) ermittelt. Im Fragebogen zur Unternehmensbewertung (vgl. AWH Standard 4.2, insbesondere ab S. 48) sind Aussagen bzw. Einschätzungen zu den einzelnen Faktoren zu finden. Durch einen gesonderten Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz findet die starke Inhaberabhängigkeit der Ertragslage des mittelständischen Handwerks Berücksichtigung. Der Kapitalisierungszins inklusive der Risikozuschläge wird um die Abgeltungssteuer zzgl. Solidaritätszuschlag korrigiert.

### **4.2 Kfz-Zulieferer**<sup>24</sup>

#### **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

- DCF-Verfahren

---

<sup>24</sup> vgl. Pohl, M./Thielen, B., Bewertung von Kfz-Zuliefererunternehmen, in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

---

• **Multiplikatorverfahren**

v. a. zur Plausibilisierung

**4.3 Anlagenbauunternehmen**<sup>25</sup>

**Besonderheiten bei der Bewertung:**

- starke zyklische Schwankungen der Nachfrage
  - erschwert Ertragsprognose und deren Plausibilisierung
  - erschwert Auswahl von Vergleichsunternehmen bei Multiplikatorverfahren
- hoher Liquiditätsbestand vorhanden (u. a. wegen hoher Anzahlung zu Projektbeginn)
  - zwei Möglichkeiten der Berücksichtigung in der Unternehmensbewertung
    - Netto-Version:
      - Die liquiden Mittel werden mit dem Fremdkapital und die Zinserträge mit den Zinsaufwendungen saldiert.
      - berücksichtigt nicht:
        - Betriebsnotwendigkeit von liquiden Mittel
        - unterschiedliche Soll- und Habenzinssätze
    - Brutto-Version: keine Saldierung

**Branchentypische Bewertungsverfahren:**

• **Multiplikatorverfahren**

• **DCF-/Ertragswertverfahren**

---

<sup>25</sup> vgl. Krolle, S./Sommerkamp, J. D., Bewertung von Anlagebauunternehmen in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

#### **4.4 Brauereien**<sup>26</sup>

##### **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

- für kleinere und mittlere Brauereien mit Ausstoß bis zu ca. 500.000 hl
- **Ertragswertverfahren**
- **DCF-Verfahren**
- **Substanz- oder Liquidationsverfahren**
- **Weihenstephaner Konzept**
  - Grundgedanke:

Der Käufer übernimmt die Brauereikundschaft und eventuell weitere Aktiva. Die Grundstücke, Gebäude und Maschinen verbleiben i. d. R. beim Verkäufer. Durch die Übernahme erwirtschaftet der Käufer bei freien Kapazitäten aufgrund des erhöhten Absatzes einen zusätzlichen Deckungsbeitrag (Differenz zwischen erzielbaren Nettoerlösen und zusätzlich anfallenden variablen Kosten). Der Wert der Kundschaftsübernahme ergibt sich aus dem Barwert des hälftigen zusätzlichen Deckungsbeitrages des Käufers.

#### **4.5 Energieversorger**<sup>27</sup>

##### **Besonderheiten bei der Bewertung:**

- hohe Anlagenintensität
- in gewissem Umfang Zwang zur räumlichen Nähe zum Endverbraucher
- stark eingeschränkte Speicherrfähigkeit des Endprodukts
- Vielzahl technisch bedingter Besonderheiten

##### **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

- **DCF-Verfahren**

---

<sup>26</sup> Adam, H. „Wie viel ist eine Brauerei wert?“, Brauerwelt 2007, S. 890ff und Adam, H. Bewertung kleiner und mittlerer Brauereien in: Drukarczky, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München, Vahlen 2010

<sup>27</sup> vgl. Beyer, S./Keller, G. Bewertung von Energieversorgungsunternehmen in: Drukarczky, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München, Vahlen 2010

- 
- **Ertragswertverfahren**
  - **Substanzwertverfahren**
  - **Multiplikatorverfahren**

zur Plausibilisierung

## **5. Dienstleistungsunternehmen**

### **5.1 Taxiunternehmen**

#### **Besonderheiten bei der Bewertung:**

Die Taxikonzession ist nicht allein veräußerbar, sondern kann nur mit dem ganzen Unternehmen verkauft werden.

#### **Haltung der Berufsverbände:**

- Taxiverband München, Rosenheimer Str. 139, 81671 München, Ansprechpartner: Florian Bachmann, Vorstand, Tel.: 089 45054113, (E-Mail: florian.bachmann@taxiverband-muenchen.de)  
Es wird eine Einzelbewertung empfohlen.
- Landesverband Bayerischer Taxi- und Mietwagenunternehmen e. V., Engelhardstr. 6, 81369 München, Tel. 089 773077, E-Mail: info@taxibayern.de
  - für Taxiunternehmen ohne Anschluss an eine Zentrale:  
Betriebsausstattung zum Zeitwert zzgl. Goodwill (ca. 30 Prozent des Jahresumsatzes)
  - für Taxiunternehmen mit Anschluss an eine Zentrale:  
Betriebsausstattung zum Zeitwert zzgl. Verkaufspreis der Taxigenehmigung (Konzessionswert)
- Taxiverband Deutschland e. V.(TVD), Friedrichstraße 171, 10117 Berlin, Tel. 030/34060480  
Es wird eine Einzelbewertung empfohlen.

## **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

### **• Einzelbewertungsverfahren**

- Relevante Bestandteile sind:
  - Taxikonzession (wenn nicht direkt von Gemeinde vergeben wird)
  - Fahrzeug zum Zeitwert, evtl. Berücksichtigung günstiger Versicherung
  - Stammkunden (v. a. im ländlichen Bereich)
  - angestelltes Fahrpersonal (in Bereichen mit wenigen Fahrern)
  - Schulden, offene Posten

## **5.2 Gastgewerbe<sup>28</sup>**

### **Haltung der Berufsverbände:**

Es werden keine Verfahren empfohlen.

### **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

#### **• Ertragswertverfahren**

#### **• Substanzwert und Goodwill**

- v. a. bei kleinen, durch die Person des Inhabers geprägten Betrieben

## **5.3 Handelsunternehmen (Einzel- und Großhandel)<sup>29</sup>**

### **Besonderheiten bei der Bewertung:**

- teils hohe Bedeutung von Handelsimmobilien (Lage, Kündigungsgefahr bei Mietverträgen, starke Restriktionen bei Neubauten)
- nachhaltige Wertschaffung primär über Immobilien und Brand Name
- hoher Wettbewerbsdruck, da kaum Wechselhürden für die Kunden

---

<sup>28</sup> vgl. HOGARAT - Carduck, Papendorf & Partner, Was ist mein Unternehmen wert?, in: Allgemeine Hotel- und Gaststättenzeitung, 6.6.2002; und Schulze-Bernd, C., Bewertung gastgewerblicher Betriebe, [www.nexxt.org/themenundtexte/unternehmenswert/00196/index.php](http://www.nexxt.org/themenundtexte/unternehmenswert/00196/index.php)

<sup>29</sup> vgl. Elfers, J., Bewertung von Handelsunternehmen, in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

---

**Haltung der Berufsverbände:**

- Verband Deutscher Drogisten,(VDD), Postfach 30 03 65, 40403 Düsseldorf, Tel. 0211/4705086, E-Mail: drogistenverband@t-online.de
  - keine allgemein verbindliche und einheitliche Bewertungsmethode
  - verwendet selbst Ertragswertverfahren auf Basis der Überrenditenermittlung
  - ansonsten folgende Verfahren üblich:
    - Ertragswertverfahren nach IdW S1
    - DCF-Verfahren (wird von BBE Retail Experts verwendet, einer auf den Handel spezialisierten Unternehmensbewertungsfirma)

**Branchentypische Bewertungsverfahren:**

• **Diskontierungsverfahren**

- Bei ertragsschwachen Unternehmen (im Einzelhandel häufig) sind die Sonderbestimmungen des IDW S 1 für solche Unternehmen anzuwenden (u. a. Berücksichtigung des Liquidationswerts).
- Wegen der hohen Bedeutung des Restwerts (ewige Rente nach dem expliziten Prognosezeitraum) sind diese Verfahren bei Handelsunternehmen aufgrund schneller Veränderungen der Erfolgsbedingungen nur eingeschränkt anwendbar.
- primär bei Unternehmen mit erfolgreichem Markenname zu verwenden

• **Substanzwertverfahren** (im Immobilienbereich)

- von Bedeutung, da Substanz von Handelsunternehmen oft nicht reproduzierbar (z.°B. große Verkaufsflächen in Innenstadtlage)
- auch bei (allein) nicht überlebensfähigen Unternehmen

• **Multiplikatorverfahren**

- Vergleich mit Unternehmen mit ähnlichen Risiko-, Wachstums- und Renditeerwartungen

- relevante Erfolgsgröße: bereinigter<sup>30</sup> EBITDA(R)<sup>31</sup>  
Es erfolgt eine Betrachtung der Erfolgsgröße vor Mietzahlungen, wenn die angemieteten Standorte als Aktiva angesehen werden. Ein solches Vorgehen ermöglicht den Vergleich von Unternehmen mit unterschiedlichen Präferenzen für Eigenbesitz oder Leasing.

- **Sum-of-parts-Verfahren (spezifisches Multiplikatorverfahren)**

- auf Grundlage einer umfassenden Segmentberichterstattung
- sinnvoll bei Unternehmen mit dem Charakter nach unterschiedlichen Geschäftsfeldern

## **5.4 Finanzdienstleister**

### **5.4.1 Banken**<sup>32</sup>

#### **Besonderheiten bei der Bewertung:**

- Erfolg stark von volkswirtschaftlichen Schwankungen abhängig
- Sonderprobleme bei der Plandatenermittlung
  - Prognose der Risikovorsorge
  - Prognose des Fristentransformationsergebnisses (Ausgleich unterschiedlicher Fristen im Kredit- und Anlagengeschäft der Bank)
  - Auswirkungen von Ratingveränderungen (schlechteres Rating führt zu höheren Refinanzierungskosten)
- geringe Transparenz bezüglich genutzter Bewertungsspielräume (z. B. im Kreditportfolio)

#### **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

- **Ertragswertverfahren**

---

<sup>30</sup> Auflistung möglicher Bereinigungen: Arbeitskreis DVFA/Schmalenbachgesellschaft e.V.: Empfehlungen zur Ermittlung prognosefähiger Ergebnisse, in: Der Betrieb 2003, S. 1913-1917

<sup>31</sup> Earnings before interests, taxes, de-preciaation, amortization (and rent), Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibung und Amortisation des Firmenwerts (zzgl. Bruttoleasingaufwand)

<sup>32</sup> vgl. Koch, T./Adamus, N., Bewertung von Banken, in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

• **DCF-Verfahren (Equity-Ansatz)**

- Bei der Nettomethode (Equity-Ansatz) werden direkt die dem Anteilseigner zufließenden Cashflows mit den Eigenkapitalkosten diskontiert.
- Die Nettomethode ist vorteilhaft, da so die Refinanzierung ausdrücklich berücksichtigt wird und auf die Ermittlung des Marktwerts der Bankverbindlichkeiten (notwendig bei der Bruttomethode/Entity-Ansatz) verzichtet werden kann.
- Die Cashflowprognose muss rechtliche Auflagen zur Erhaltung einer angemessenen Eigenkapitalausstattung berücksichtigen.

• **Marktmultiplikatoren**

- v. a. zur Vereinfachung und Plausibilisierung
- Bei Banken sind folgende Multiplikatoren relevant:
  - Marktwert in Relation zum Buchwert des Eigenkapitals
  - Börsenkurs der Aktie geteilt durch verfügbaren Nettogewinn pro Aktie
  - Gesamtmarktkapitalisierung in Relation zu Assets under Management (Volumen der verwalteten Kundengelder)

**5.4.2 Versicherungsunternehmen**<sup>33</sup>

**Besonderheiten bei der Bewertung:**

- versicherungsspezifische Jahresabschlusspositionen
- Die Einhaltung der Solvabilitätsspanne<sup>34</sup> ist strenge Nebenbedingung bei der Ermittlung des ausschüttungsfähigen Ergebnisses.

<sup>33</sup> vgl. Beck, M./Graßl, A., Bewertung von Versicherungsunternehmen, in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

<sup>34</sup> Soll- bzw. Mindestbetrag für die Eigenmittel, die ein Versicherer zur Wahrung der Interessen des Unternehmens benötigt entsprechend Verordnung über die Kapitalausstattung von Versicherungsunternehmen (KapAusstV).

⇒ Berücksichtigung zukünftiger Änderungen der Solvabilitätsvorschriften (z. B. Solvency II)

### **Branchenspezifische Bewertungsverfahren:**

#### **• Ertragswertverfahren**

- Risikozuschläge bei Schadens- und Unfallversicherungsunternehmen meist zwischen 2 % und 4 %
- evtl. Berücksichtigung eines Wachstumsabschlags von 0,5 % bis 1 % im Kapitalisierungszinssatz
- DCF-Verfahren nicht relevant, da bei Versicherungen keine detaillierten Cash-flow-Größen geplant werden können

#### **• Multiplikatorverfahren**

z. B. in Relation zum Prämienvolumen

#### **• Embedded Value**

- v. a. in den Sparten Lebens- und Krankenversicherung
- Der Wert setzt sich aus dem Wert des aktuellen Versicherungsportfolios, des Lebens- und Krankenversicherungsgeschäfts, dem In-Force-Value und dem Net-Asset-Value<sup>35</sup> des Unternehmens zusammen.
  - In-Force-Value:  
Barwert der künftigen Deckungsbeiträge aus dem aktuellen Versicherungsbestand unter der Annahme, dass kein weiteres Neugeschäft gezeichnet wird

#### **• Appraisal Value**

- Weiterentwicklung des Embedded Value
- berücksichtigt auch Wachstumspotenzial des Unternehmens, insbesondere des Neugeschäfts

#### **• Liquidationswertverfahren**

---

<sup>35</sup> Nettoinventarwert

---

### **5.4.3 Leasingunternehmen<sup>36</sup>**

#### **Besonderheiten bei der Bewertung:**

- Kreditrating für Refinanzierungsmöglichkeiten bedeutsam
- Geschäftsfelder (Gebrauchsüberlassung, Dienst- und Serviceleistungen, Vermarktung gebrauchter Leasinggüter, evtl. zusätzliche Finanzdienstleistungen) mit unterschiedlichen Wertbeiträgen

#### **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

- **DCF-Verfahren** (Equity-Ansatz)
  - Planung von bilanziellen Größen und Größen der Gewinn- und Verlustrechnung
  - Die Planung der Gewinn- und Verlustrechnung enthält das Leasingergebnis, das Vermarktungsergebnis und das Service-Ergebnis. Das Risikoergebnis (Forderungsausfälle) wird abgezogen.
  - kurz- bis mittelfristige Detailplanungsphase, gefolgt von Grobplanungsphase, dann ewige Rente („nachhaltiges Jahr“)
- **Substanzwertrechnungsverfahren**
  - häufig anzutreffendes Bewertungsverfahren
  - Verdichtung der künftigen Ergebnisse des Leasingvertragsbestandes auf den Bewertungsstichtag zum Substanzwert des Leasingunternehmens
  - im Liquidationsfall relevanter Wert, der in der Praxis aber auch bei Fortführung als Unternehmenswert dient
  - berücksichtigt lediglich das Altgeschäft, nicht mögliche Neugeschäfte

---

<sup>36</sup> vgl. Beck, M./Graßl, A., Bewertung von Versicherungsunternehmen, in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

- Berechnungsschema:

zukünftige Erträge

Barwert ausstehende, zukünftig fällige, nicht forderungsverkaufte Leasingforderungen aus Verträgen mit Mietbeginn bis zum Bewertungsstichtag  
+ passive Rechnungsabgrenzungsposten bzgl. zukünftiger Erträge aus Leasingverträgen mit Leasingbeginn bis zum Bewertungsstichtag für verkaufte Leasingforderungen und Leasingvoraus- sowie –sonderzahlungen

./. zukünftige Aufwendungen

Restbuchwert Vermietungsvermögen (ohne Buchwert Leasingobjekte mit Mietbeginn nach Bewertungsstichtag)  
+ Mietaufwand für Subleasingverträge  
+ Risikoabschlag auf künftige Leasingforderungen und Restwerte  
+ Gewerbesteuer auf Dauerschulden  
+ künftige Verwaltungskosten für Abwicklung des Vertragsbestands  
+ Barwert zu erwartende, nicht garantierte Vermarktungs- und Nachmietererlöse  
= Substanzwert bilanzierter Vertrags- und Objektbestand (Substanzwert i. e. S.)  
+ erwartetes zukünftiges Ergebnis aus Einsatz zinsfreier Mittel  
+ Deckungsbeitrag aus kontrahiertem Leasingbestand mit Anschaffungskosten vor dem Bewertungsstichtag und Mietbeginn nach dem Bewertungsstichtag  
= erweiterter Substanzwert  
+ bilanziertes Eigenkapital  
= erweitertes betriebswirtschaftliches Eigenkapital

#### **5.4.4 Kapitalbeteiligungsgesellschaften** (Private Equity, Ventur Capital)<sup>37</sup>

##### **Besonderheiten bei der Bewertung:**

- Unternehmenswert abhängig von Rendite der Beteiligungen
- Bei der Prognose der Rendite und des Risikos des Beteiligungsportfolios ist die Korrelation der einzelnen Beteiligung zu beachten.

##### **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

- **Einzelbewertung der Beteiligungen der Gesellschaft**

Der Unternehmenswert der Gesellschaft ergibt sich aus der Summe der Marktwerte aller gehaltenen Beteiligungen zzgl. der vorhandenen liquiden Mittel und Wertpapiere des Umlaufvermögens gemindert um das Fremdkapital des Unternehmens.

---

<sup>37</sup> vgl. Gleißner, W., Bewertung von Private Equity Gesellschaften, in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

• **Gesamtbewertungsverfahren**

Ableitung des Unternehmenswerts aus prognostizierten Renditen mit Hilfe der Sicherheitsäquivalentmethode

**5.4.5 Immobilienunternehmen**<sup>38</sup>

**Besonderheiten bei der Bewertung:**

Abhängigkeit des Werts vom Objektbestand

**Branchentypische Bewertungsverfahren:**

• **Vergleichsbewertungsverfahren**

- auf Basis der Empfehlungen der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA)/Schmalenbach Gesellschaft (SG): Kurs-Gewinn-Verhältnis
- Vergleichsbewertung nach den Empfehlungen der National Association of Real Estate Investment Trusts<sup>39</sup> (NAREIT)
  - Anwendung der Kennzahl funds from operations<sup>40</sup> (FFO) oder adjusted funds from operations<sup>41</sup> (AFFO)
  - Bereinigung des Ergebnisses um Sondereinflüsse und Abschreibungen
- Multiplikatoren auf Basis immobilienorientierter Kennzahlen (Wohn-/ Nutzflächen, Mieterlöse, EBITDA<sup>42</sup>)
  - Ermittlung des Marktwertes des Gesamtkapitals (Eigenkapital und Fremdkapital), nicht des Eigenkapitalwerts

<sup>38</sup> vgl. Schäfers, W./Matzen, F., Bewertung von Immobiliengesellschaften, in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

<sup>39</sup> US-amerikanische Standesorganisation für REITs

<sup>40</sup> Gewinn vor Abschreibung, Zins und effektiven Steuern

<sup>41</sup> FFO abzgl. nutzungsbedingter Werteverzehr

<sup>42</sup> siehe 31

- zur Berechnung Eigenkapitalwert Abzug zinstragende Verbindlichkeiten und Hinzurechnung zinstragender Vermögensgegenstände

- in der Praxis verbreitet

#### • **Net Asset Value (NAV)/Substanzwert**

- zukunftsorientierte Einzelbewertung der Vermögensgegenstände bzw. Schulden des Unternehmens zu Verkehrswerten
- Empfehlung der European Public Estate Association (Epra) für die Ermittlung des NAV unter [www.epra.com](http://www.epra.com)

#### • **fundamentalwertorientierte Ansätze**

z. B. DCF-Verfahren

### **5.5 Informations- und Telekommunikationsunternehmen**

#### **5.5.1 Softwareentwicklungsunternehmen**<sup>43</sup>

##### **Besonderheiten bei der Bewertung:**

- hohe Ergebnisvolatilität
- schwierige Einschätzung von Produkten, Märkten und Strategien aufgrund:
  - Dynamik der Branche (kurze Produktlebenszyklen, hohe Innovationsrate)
  - hohe Anfangsinvestitionen (hohe Entwicklungs-, niedrige Produktionskosten)
  - hohe Bedeutung immaterieller Gütern (aber: begrenzte Patentfähigkeit)
  - Erfolg von Open Source Software
  - Softwarepiraterie

##### **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

#### • **DCF-Verfahren**

- Entity-Verfahren besser geeignet als Equity-Ansatz, da bei letzterem der Free Cashflow aufgrund kurzer Investitionszyklen stark schwankt

---

<sup>43</sup> vgl. Klosterberg, M, Bewertung von Softwareentwicklungsunternehmen, in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

- 
- nicht geeignet für die Bewertung junger Software-Unternehmen, da keine differenzierte Risikobetrachtung möglich

• **Vergleichs-/Multiplikatorverfahren**

- bei jungen Technologieunternehmen oft einzige Bewertungsmöglichkeit, da Probleme der Risikoadjustierung bei der detaillierte Planung umgangen werden
- Vergleich mit börsennotierten Unternehmen oder veröffentlichten Preisen von M&A<sup>44</sup>-Transaktionen
- oft verwendeter Multiplikator: Price earnings growth ratio

• **Realloptionsverfahren**

- explizite Betrachtung der Chancen und Risiken

**5.5.2 Telekommunikationsunternehmen**<sup>45</sup>

**Besonderheiten bei der Bewertung:**

starker Umbruch durch Deregulierung zahlreicher großer Unternehmenstransaktionen

**Branchentypische Bewertungsverfahren:**

• **DCF-Verfahren**

- vorrangig Entity-Verfahren
- Beta-Werte zwischen 1 und 1,2 üblich

• **Sum-of-parts-Verfahren**

- Unternehmensbereiche werden einzeln bewertet

---

<sup>44</sup> Mergers & Acquisitions, Fusionen und Übernahmen

<sup>45</sup> vgl. Rabussier, S., Bewertung von Telekommunikationsunternehmen, in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

- Kernbereiche mit DCF-Verfahren, Randbereiche mit Multiplikatoren, Beteiligungen zum Börsenkurs

- **Multiplikatorverfahren**

- Kurs/Free-Cashflow-Multiplikator
- $EV^{46}/EBITDA^{47}$ -Multiplikator
  - EBITDA relevante Erfolgsgröße, da Branche mit hohem Anlagenbestand und hohen Abschreibungen

### **5.5.3 Medienunternehmen<sup>48</sup>**

#### **Besonderheiten bei der Bewertung:**

- hoher Anteil an schwer zu bewertenden immateriellen Vermögensgegenständen
- oft Kerngeschäft mit Projektcharakter (z. B. Buch- und Musikverlage, Fernseh- und Filmproduktion)

#### **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

- **Substanzwertverfahren**

- **Royalty-Savings-Methode**

- zur Bewertung von immateriellen Vermögensgegenständen
- Bestimmung des Werts bestehender Nutzungsrechte durch die Einsparungen, die der Besitz der Rechte ermöglicht (z. B. Lizenzkosten)

- **Excess-Operating-Profits-Methode**

- Bestimmung des Wertes einer bestimmten Stufe der Wertschöpfungskette
- Wertbestimmung im Vergleich zu Unternehmen der gleichen Branchen mit unterschiedlicher Gestaltung der Wertschöpfungskette

- **DCF-Verfahren**

- nur, wenn Cashflow prognostizierbar ist

---

<sup>46</sup> Enterprise-Value, Unternehmenswert unabhängig von der Finanzierung

<sup>47</sup> siehe 31

<sup>48</sup> vgl. Ulrich, K., Bewertung von Medienunternehmen, in: Drukarczyk, J./Ernst, D. (Hrsg.): Branchenorientierte Unternehmensbewertung, München: Vahlen, 2010

- 
- nicht bei Unternehmen, bei denen Projektgeschäft dominiert, da bei ihnen der Erfolg schlecht prognostizierbar und wesentliche Erfolgsfaktoren (z. B. Personal) nicht langfristig an das Unternehmen gebunden sind

#### **5.6 Logistikdienstleister**

##### **Branchentypische Bewertungsverfahren:**

- **DCF-Verfahren**
- **Multiplikatorverfahren**

## Stichwortverzeichnis

### **A**

ABDA 20, 21

Adjust-Present-Value-Verfahren ....siehe APV-Verfahren

Anlagenbauunternehmen 29

Apotheken 20

Appraisal Value 36

APV-Verfahren 5

Architekturbüro 15

Arztpraxen 16

AWH-Standard 25

### **B**

Banken 34

Barwert 4

Basiszins 5, 28

Bayerische Architektenkammer 15

Bayerische Landesbank der Psychologischen und der Kinder- und Jugendpsycho-  
therapeuten ....siehe PTK Bayern

Beta-Wert 5, 41

Bewertungsanlässe 7

Biotech-Discout-Modell 24

Biotechnologieunternehmen 24

Brauereien 30

Bundesarchitektenkammer 15

Bundesärztekammer 16

Bundesrechtsanwaltskammer 13

Bundessteuerberaterkammer 11

Bundesvereinigung Deutscher Apothekerverbände ....siehe ABDA

---

**C**

Capital Asset Pricing Model ....siehe CAPM

CAPM 5

Cashflow 5

Comparative Company Approach 7

**D**

DCF-Verfahren 4, 5, 10, 22, 23, 24, 25, 28, 30, 33, 35, 36, 37, 40, 41, 42, 43

Deutsche Vereinigung für Finanzanalysten und Asset Management ....Siehe DVFA

Deutscher Verband für Physiotherapie ....Siehe ZVK

Discounted-Cash-Flow-Verfahren ....Siehe DCFVerfahren

Diskontierungsverfahren 8, 10 ,33

DRG-System 21

DVFA 10, 39

DVFA-Leitfaden 10

**E**

Embedded Value 36

Energieversorger 30

Entity Approach 5

Equity Approach 5

Erfolgsfaktor-Markt-Methode 18

Ertragswert 4

Ertragswertverfahren 4, 5, 10, 11, 12, 13, 14, 19, 21, 22, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 36

ewige Rente 5

Excess-Operating-Profits-Methode 42

## **F**

Free Cashflow 6, 23

Freie Berufe 11

## **G**

Gastgewerbe 32

Generika-Unternehmen 23

Gewinnmultiplikator 18

Going-Concern-Prinzip 6, 22

Goodwill 16, 31, 32

## **H**

Handelsunternehmen 32

Handwerk 25

## **I**

IBT- modifiziertes Ertragswertverfahren 18, 21

IDW S 1 10, 15, 33

Immobilienunternehmen 39

Ingenieurbüro 15

Institut der Wirtschaftsprüfer 10, 14

## **K**

Kalkulationszinssatz 4, 5

Kanzleiwert 13

Kapitalbeteiligungsgesellschaften 38

Kfz-Zulieferer 28

KGV 7, 39

Krankengymnasten 20

Krankenhäuser 21

Kurs-Cashflow-Verhältnis 7

---

Kurs-Gewinn-Verhältnis ....Siehe KGV

**L**

Landesverband Bayerischer Taxi- und Mietwagenunternehmen 31

Leasingunternehmen 37

Liquidationswert 6, 30, 33, 36

Logistikdienstleister 43

**M**

Market Multiples 7

Medienunternehmen 42

Methode der Bundesärztekammer 16

modifiziertes Ertragswertverfahren 11, 15, 19

Multiplikatorverfahren 7, 8, 10, 12, 15, 24, 29, 31, 34, 35, 36, 41, 42, 43

**N**

NAREIT 39

**P**

Peer-Group-Vergleich 24, 25

Pharmaunternehmen 22

Physiotherapeuten 20

Pipeline Comparable Approach 25

Pipeline-Bewertungsmodell 25

Praktikermethode 10

Praxiswert 15, 16

Psychotherapeuten 19

PTK Bayern 19

## **R**

Realoptionsverfahren 25, 41  
Recent-Acquisitions-Method 7  
Rechtsanwaltskanzleien 13  
Risikozuschlag 5  
Royalty-Savings-Methode 42

## **S**

Similar-Public-Company-Method 7  
Softwareentwicklungsunternehmen 40  
Steuerberaterkanzleien 11  
Substanzwert 6, 13, 14, 15, 17, 19, 22, 26, 31, 32, 33, 37, 40, 42  
Sum-of-parts-Verfahren 34, 41

## **T**

Tax Shield 6  
Taxiunternehmen 31  
Taxiverband Deutschland 31  
Taxiverband München 31  
TCF 6  
Telekommunikationsunternehmen 41  
Total Cashflows ....Siehe TCF

## **U**

Übergewinnabgeltung 19  
Umsatzmultiplikator 12, 13, 15, 17, 18, 23

---

**V**

Value-Added-Verfahren 23

Verband der Privatkrankenanstalten in Bayern ....Siehe VPKA

Verband Deutscher Drogisten 33

vergleichsorientierte Bewertungsverfahren 7

Vergleichswertverfahren 13, 41

Versicherungsunternehmen 35

VPKA 22

**W**

WACC 6

Weighted Cost of Capital ....*Siehe* WACC

Weihenstephaner Konzept 30

Wiederbeschaffungswert 6

Wirtschaftsprüferkammer 14

Wirtschaftsprüferkanzleien 14

**Z**

Zahnarztpraxen 16

ZVK 20