



Verfahren der Unternehmenswertberechnung

I. Substanzwertmethode

1. Reproduktionswert

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

Vorgehensweise:

1. Schritt:

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

2. Schritt:

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

Beispiel:

Einzelunternehmer Müller (65 Jahre) führt ein kleines gemietetes Geschäft, welches er altersbedingt an Herrn Schulz veräußern will. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit vor Steuern betrug in den letzten Jahren ca. € 25.000. Im Angestelltenverhältnis würde Herr Müller ca. € 30.000 pro Jahr verdienen.

Zu übernehmende Vermögensgegenstände und Schulden	Ursprüngliche Anschaffungskosten in €	Aktueller Buchwert in €	Wiederbeschaffungskosten in €	Erzielbare Einzelveräußerungspreise in €
Ladeneinrichtung	10.000	3.000	4.500	1.500
Kleintransporter	20.000	9.000	12.000	10.000
Waren	17.000	15.000	17.000	8.000
Forderungen	-	2.500	2.500	2.500
Zu übernehmende Verbindlichkeiten		-16.000	-16.000	-16.000
Buchvermögen		13.500		
Teilreproduktionswert			20.000	
Zerschlagungswert				6.000

Lösung:

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

Beurteilung der Methode:

Der Vorteil dieser Methode ist, wie dieser kleine Beispielfall verdeutlicht, dass sie einfach anzuwenden ist, gerade weil keine Zukunftsprognose erforderlich ist. Problematisch ist, wie immaterielle Vermögensgegenstände bewertet werden sollen: Ein langjährig eingeführter Markenname beispielsweise lässt sich auf die Schnelle nicht reproduzieren. Noch gravierender ist der Mangel, dass eine Einzelbewertung (und keine Gesamtbewertung) erfolgt:

Entscheidend für den Wert eines Unternehmens ist aber gerade das Zusammenspiel der einzelnen Wirtschaftsgüter. Und ob dieses Zusammenspiel gut oder schlecht ist, drückt sich letztlich in den künftigen Gewinnen des Unternehmens aus. Die maßgebende Größe für den Unternehmenswert – nämlich die Profitabilität (=Teil des Firmenwertes) eines Unternehmens – findet bei der Substanzwertmethode – da hier auf Zukunftsprognosen verzichtet wird – jedoch gerade keine Berücksichtigung. Im

Übrigen ist die Reproduktion eines unprofitablen Unternehmens oder von Überkapazitäten keine sinnvolle Alternative.

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

2. Zerschlagungswert

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

II. Multiplikatorenmethode

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

Bei beiden Varianten wird der Durchschnitt des Gewinns bzw. des Umsatzes aus insgesamt sechs Geschäftsjahren gebildet: Aus den letzten beiden Geschäftsjahren und aus dem prognostizierten Wert des aktuellen Geschäftsjahres sowie der folgenden drei Jahre. Das Ergebnis, der sogenannte nachhaltige Gewinn bzw. der nachhaltige Umsatz, wird dann mit dem entsprechenden Branchenfaktor multipliziert. Diese werden vom Finance-Magazin monatlich aktualisiert und sind im Internet abrufbar unter: <http://www.finance-research.de/multiples/index.php>. Für kleine Unternehmen (Small Cap) beispielsweise aus der Branche Elektrotechnik/Elektronik ergibt sich für August 2011 hinsichtlich des Gewinnmultiplikators (EBIT) eine Bandbreite zwischen 5,0 und 6,9 (bzw. ein Umsatzmultiplikator zwischen 0,5 und 0,92). Im nachfolgenden Beispiel wird die Vorgehensweise einschließlich der Bestimmung der Positionierung eines Unternehmens innerhalb dieser Bandbreite verdeutlicht.

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

	<u>in T €</u>
Umsatz	861,8
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit vor Steuern	63,8
- Kalkulatorische Kosten (z.B. kalkulatorischer Unternehmerlohn)	0,0
Korrektur um Finanzergebnis	-10,8
= Ergebnis vor Zinsen und Steuern (operatives Ergebnis)	74,7
Bankschulden	-150
+ Gesellschafterdarlehen	-50
- Guthaben auf Festgeldkonto	10
= Nettofinanzverschuldung	-190

Vorgehensweise:

1. Schritt:

Die Müller GmbH ist in der Elektronikbranche tätig. Die Bandbreite der Gewinnmultiplikatoren für kleine Unternehmen (Small Cap) laut Tabelle (Stand August 2011) liegt zwischen: 5,0 – 6,9, der Umsatzmultiplikator zwischen 0,5 – 0,92.

2. Schritt:

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

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

	<u>in T€</u>
Ermittlung des Unternehmenswertes nach Gewinnmultiplikator:	
= Ergebnis vor Zinsen und Steuern (operatives Ergebnis)	74,7
x Gewinnmultiplikator (für die Branche Elektronik)	6,9
= Unternehmenswert ohne Übernahme der Nettofinanzverschuldung	515,4
- Nettofinanzverschuldung	-190,0
= Unternehmenswert mit Übernahme der Nettofinanzverschuldung	325,4

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

Quelle: In Anlehnung an das Rechenbeispiel unter www.finance-magazin.de, „Finance-Multiples“, „Rechenbeispiel“.

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

Beurteilung der Methode:

Finanzielle Vorteile erhält der Käufer letztlich durch Gewinne und nicht durch Umsätze. Entsprechend ist der Gewinnmultiplikator deutlich relevanter als der Umsatzmultiplikator. Problematisch an dieser Methode ist vor allem die Annahme, dass das Gesamtrisiko bzw. die Zukunftsaussichten primär von der Branchenzugehörigkeit des jeweiligen Unternehmens abhängen. Insbesondere bei kleineren Unternehmen können andere Aspekte (z.B. Standort) für den Zukunftserfolg wesentlich wichtiger sein. Vorteilhaft an dieser Methode ist, dass sie einfach zu handhaben ist.

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

III. Ertragswertmethode

1. Allgemeines

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

Ermittlung der Risikoprämie:

Herr Meier stellt sich die Frage, mit welcher Wertentwicklung er rechnen kann, wenn er sein Geld in einen internationalen Aktienfonds anlegt: Für die Beantwortung der Frage vergleicht er die langfristige durchschnittliche Wertentwicklung (30 Jahre) von risikobehafteten Aktien zu risikoarmen Bundesanleihen. Das Ergebnis seiner Untersuchung ist, dass Aktien im Durchschnitt ca. 5,5 Prozentpunkte besser abgeschnitten haben als Bundesanleihen. Da zur Zeit Bundesanleihen eine Verzinsung von ca. 2,65 Prozent aufweisen, kalkuliert Herr Meier bei seiner Anlage am Aktienmarkt – da er unterstellt, dass die sogenannte Risikoprämie auch künftig 5,5 Prozent¹ beträgt - mit einer durchschnittlichen Rendite von 8,15 Prozent (=2,65 % + 5,5 %).

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

Bewerten heißt vergleichen:

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

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

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

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

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

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

2. Überschlägige Ertragswertberechnung bei kleinen Unternehmen

2.1. Allgemeines

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

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

Da basierend auf derart mangelhaften Unterlagen umfassende Prognoseberechnungen nicht möglich sind und zudem aufgrund der relativ geringen Kaufpreishöhe die Berechnungen einfach gehalten werden sollen, begnügt man sich in der Praxis mit überschlägigen Ertragswertberechnungen. Wichtig ist, dass für die Geschäftsführung Personalaufwand ergebnismindernd verbucht wurde. Sofern Aufwand hierfür noch nicht berücksichtigt wurde, ist ein sogenannter kalkulatorischer Unternehmerlohn anzusetzen.

Kalkulatorische Kosten:

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

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

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

2.2. Vorgehensweise aus Sicht des Käufers

a) Bereinigung der Gewinne der letzten drei Jahre (vereinfachtes Beispiel:

Jahr	2008 €	2009 €	2010 €
Jahresüberschuss	32.000	28.500	30.600
./. Korrektur um außerordentliche Erträge (z.B. aus Verkauf von 10 Kühlregalen)	-3.000		-2.200
+ Korrektur um außerordentliche Aufwendungen (z. B. Reparaturaufwendungen auf-grund eines Wasserschadens)	500		1.000
+ Steueraufwand	1.000	500	700
+ Zinsaufwand	400	0	0
= Operatives Ergebnis vor Steuern u. Zinsen (EBIT)	30.900	29.000	30.100
./. Kalkulatorischer Unternehmerlohn	-27.000	-27.000	-27.000
= Betriebswirtschaftlicher Gewinn	3.900	2.000	3.100

b) Ermittlung des nachhaltigen betriebswirtschaftlichen Gewinns:
 $(3.900 + 2.000 + 3.100) / 3 = 3000 \text{ €}$

c) Ermittlung des Kapitalisierungssatzes:

Zinssatz langfristiger Bundesanleihen	2,65 %
+ Zuschlag für allgemeines Marktrisiko (beinhaltet die Risiken, von denen alle Unternehmen betroffen sind)	5,50 %
+ Zuschlag für unternehmensspezifische Risiken (z.B. hinsichtlich Branche, Standort, Insolvenz)	7,00 %
Summe	15,15 %

d) Ermittlung des endgültigen Ertragswertes:

Ertragswert vorläufig (= $3.000 / 0,1515$)	19.802
Zuschläge (z.B. ungenutzte Vertriebsmöglichkeit über das Internet)	5.000
Abschläge (z.B. zu erwartender Verlust an Kunden)	-2.910
subjektiver Ertragswert endgültig (in €)	21.892
Überprüfung mit Reproduktionswert (in €)	30.000

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

2.3. Verkaufsverhandlung

Der Verkäufer hat analog zu der oben dargestellten Vorgehensweise (a - d) seinen subjektiven Ertragswert zu ermitteln, wobei der Minimalpreis des Verkäufers durch den Zerschlagungswert markiert wird. Da der Verkäufer beispielsweise die künftigen Risiken und Chancen anders einschätzt als der Käufer, weicht der subjektive Ertragswert des Verkäufers von dem des Käufers ab. In der Verkaufsverhandlung versuchen nun Käufer bzw. Verkäufer ihren subjektiven Ertragswert so weit wie nur möglich zu unter- bzw. überschreiten, wobei der nach der Multiplikatorenmethode (insbesondere Gewinnmultiplikator) ermittelte Unternehmenswert ggf. als zusätzliches Argument in die Verhandlung eingebracht werden kann.

Stand: September 2017

Hinweis: Dieses Merkblatt soll – als Service der IHK Köln – nur erste Hinweise geben und erhebt daher keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Es wird keine Haftung für die inhaltliche Richtigkeit übernommen.

Haben Sie noch weitere Fragen? Die Berater der Industrie- und Handelskammer zu Köln stehen Ihnen hierfür gerne zur Verfügung. Nehmen Sie mit uns Kontakt auf.

Ihre Ansprechpartner für Köln:

Tanja Kinstle
Tel. +49 221 1640-1570
E-Mail: tanja.kinstle@koeln.ihk.de

Industrie- und Handelskammer zu Köln
Unter Sachsenhausen 10 - 26
50667 Köln
www.ihk-koeln.de

Ihr Ansprechpartner für Leverkusen und den Rheinisch-Bergischen Kreis:

Roswitha Ruthenbeck
Tel. +49 2171 4908-9904
E-Mail: roswitha.ruthenbeck@koeln.ihk.de

Industrie- und Handelskammer zu Köln
Geschäftsstelle Leverkusen/Rhein-Berg
An der Schusterinsel 2, 51379 Leverkusen
www.ihk-koeln.de

Ihre Ansprechpartnerin für den Rhein-Erft-Kreis:

Petra Maskow

Tel. +49 2271 8376-1840

E-Mail: petra.maskow@koeln.ihk.de

Industrie- und Handelskammer zu Köln

Geschäftsstelle Rhein-Erft

Bahnstraße 2, 50126 Bergheim

www.ihk-koeln.de

Ihre Ansprechpartnerin für den Oberbergischen Kreis:

Angelika Nolting

Tel. +49 2261 8101-9952

E-Mail: angelika.nolting@koeln.ihk.de

Industrie- und Handelskammer zu Köln

Geschäftsstelle Oberberg

Talstraße 11, 51643 Gummersbach

www.ihk-koeln.de

Bitte bewerten Sie das von Ihnen genutzte IHK-Merkblatt - [hier geht's zum kurzen Online-Fragebogen.](#)

Vielen Dank für Ihr Feedback!