

MERKBLATT

## UNTERNEHMENSBEWERTUNG

### **Ansprechpartner**

Grit Fischer  
Telefon: 0351 2802-134  
Fax: 0351 2802-7134  
E-Mail: [fischer.grit@dresden.ihk.de](mailto:fischer.grit@dresden.ihk.de)

**Stand:** 2023

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

**Herausgeber:** Industrie- und Handelskammer Dresden, Langer Weg 4, 01239 Dresden  
Telefon: 0351 2802-0, Fax: 0351 2802-280, E-Mail: [service@dresden.ihk.de](mailto:service@dresden.ihk.de), Internet: [www.dresden.ihk.de](http://www.dresden.ihk.de)

## ALLGEMEINES

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

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

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

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

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

## BEWERTUNGSVERFAHREN IM ÜBERBLICK

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

## ERTRAGSWERTVERFAHREN

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

Als Grundlage der Ertragswertbetrachtung werden die Betriebsergebnisse der letzten drei Jahre, des laufenden Geschäftsjahres sowie die Planzahlen der nächsten zwei Jahre herangezogen. Hierbei sollten die Gewinne vor Steuern, aufgrund unterschiedlicher individueller steuerlicher Rahmenbedingungen, gewählt werden. Im ersten Schritt wird nun das Betriebsergebnis der Vergangenheit um außergewöhnliche und einmalige Aufwendungen und Erträge korrigiert. Dazu zählt bspw. das kalkulatorische Geschäftsführergehalt bei Personengesellschaften bzw. Einzelunternehmen oder das kalkulatorische Gehalt von Familienangehörigen. Zu den einmaligen Aufwands- und Ertragsposten gehören Sonderabschreibungen oder Versicherungsentschädigungen, also Positionen, die nicht dem unmittelbaren Geschäft zuzurechnen sind. Der Durchschnitt der korrigierten und geplanten Betriebsergebnisse stellt den zukünftig zu erwartenden Gewinn dar.

Im zweiten Schritt wird der künftig zu erwartende Gewinn mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinst. Der Kapitalisierungszinssatz legt jene Verzinsung fest, die der Kapitalgeber unter Beachtung alternativer Kapitalanlagen mit vergleichbarem Risiko vom Bewertungsobjekt erwartet. Er besteht in der Regel zumeist aus zwei Komponenten, einem Basiszinssatz, der die Verzinsung einer alternativen Kapitalanlage z. B. in sicheren Staatsanleihen darstellt, und einem Risikoaufschlag für das interne und externe unternehmerische Risiko (Marktrisiko, Branchenrisiko, Kundenstrukturrisiko, Standort usw.).

Beispiel zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes:

	1 %	<i>angenommene Rendite für Bundesanleihen (Laufzeit ab zehn Jahre)</i>
+	7 %	<i>Risikozuschlag für externe Risiken</i>
+	7 %	<i>Risikozuschlag für interne Risiken</i>
=	<b>15 %</b>	

*Kapitalzinssatz*

$$= \text{angenommene Rendite} + \text{Risikozuschlag für externe Risiken} \\ + \text{Risikozuschlag für interne Risiken}$$

Formel 1:  $[\text{Kapitalzinssatz} = \text{angenommene Rendite} + \text{Risikozuschlag fuer externe Risiken} + \text{Risikozuschlag fuer interne Risiken}]$

$$\text{Unternehmenswert} = \left( \frac{\text{Durchschnittlicher Gewinn}}{\text{Kapitalisierungszinssatz}} \right) \times 100$$

Formel 2:  $[\text{Unternehmensgewinn} = \left( \frac{\text{durchschnittlicher Gewinn}}{\text{Kapitalisierungszinssatz}} \right) * 100]$

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

Mit dem kostenlosen Online-Tool des EMF-Instituts der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin (HWR) kann ein kleineres oder mittleres Unternehmen mittels des Ertragswertverfahrens als erste Orientierung bewertet werden: [kmurechner.de/](http://kmurechner.de/).

## DISCOUNTED-CASH-FLOW-METHODE

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

Der Unternehmenswert ergibt sich nach dieser Methode ebenfalls durch Abzinsung mithilfe des Kapitalisierungszinssatzes.

Die Formel lautet:

$$\text{Unternehmenswert} = \left( \frac{\text{Cashflow}}{\text{Kapitalisierungszinssatz}} \right) \times 100$$

Formel 3:  $\left[ \text{Unternehmenswert} = \left( \frac{\text{Cashflow}}{\text{Kapitalisierungszinssatz}} \right) \times 100 \right]$

## SUBSTANZWERTVERFAHREN

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

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

Wiederbeschaffungskosten des Anlagevermögens (Aufstellung laut Bilanz)

$$\begin{array}{r} \text{Umlaufvermögen (z. B. Warenlager)} \\ - \text{Rückstellungen} \\ - \text{Verbindlichkeiten} \\ \hline = \text{Substanzwert} \end{array}$$

$$\text{Substanzwert} = \text{Wiederbeschaffungskosten des Anlagevermögens} - \text{Rückstellungen} - \text{Verbindlichkeiten}$$

Formel 4:  $\left[ \text{Substanzwert} = \text{Wiederbeschaffungskosten des Anlagevermögens} - \text{Rückstellungen} - \text{Verbindlichkeiten} \right]$

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

## MITTELWERTVERFAHREN

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

Sowohl Ertragswert als auch Substanzwert können mit einer Gewichtung versehen werden. Die Gewichtung kann jedoch je nach Branche sowie Größe und Alter des Unternehmens abweichen. Unternehmen, deren Substanz tatsächlich von besonders hohem Wert ist (beispielsweise Immobiliengesellschaften), müssen den Substanzwert höher gewichten.

$$\text{Unternehmenswert} = \frac{(\text{Ertragswert} + \text{Substanzwert})}{2}$$

Formel 5:  $\text{Unternehmenswert} = \frac{\text{Ertragswert} + \text{Substanzwert}}{2}$

## LIQUIDATIONSVERFAHREN

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

## MULTIPLIKATOR-VERFAHREN

Es handelt sich um eine vereinfachte Methode zur näherungsweisen Wertermittlung durch z. B. branchenbezogene Multiplikatoren. Diese unterstellen ein in gewisser Weise typisches Branchenverhalten. Individuelle Chancen und Risiken, die sich z. B. aus der beabsichtigten Unternehmensstrategie des Käufers ergeben könnten, finden keine Berücksichtigung. Darüber hinaus wird rein auf vergangenheitsorientierte Basisgrößen abgestellt, das heißt die zukünftige Entwicklung bleibt unbeachtet.

Beim Multiplikator-Verfahren verwendet man zur Berechnung des Unternehmenswertes einen Multiplikator, entweder auf den EBIT (Gewinn vor Steuern und Zinsen) oder den Umsatz. Der Multiplikator variiert von Branche zu Branche und ergibt sich aus dem Kurswert vergleichbarer börsennotierter Unternehmen.

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

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

Der Firmenwert eines Unternehmens lässt sich aus folgender Gleichung ableiten:

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

Formel 6:  $\text{Firmenwert} = \text{Ertragswert} - \text{Substanzwert}$

## FORMELVERZEICHNIS

Formel 1: $\text{Kapitalzinssatz} = \text{angenommene Rendite} + \text{Risikozuschlag für externe Risiken} + \text{Risikozuschlag für interne Risiken}$	3
Formel 2: $\text{Unternehmensgewinn} = \left( \frac{\text{durchschnittlicher Gewinn}}{\text{Kapitalisierungszinssatz}} \right) * 100$	3
Formel 3: $\text{Unternehmenswert} = \left( \frac{\text{Cashflow}}{\text{Kapitalisierungszinssatz}} \right) * 100$	4
Formel 4: $\text{Substanzwert} = \text{Wiederbeschaffungskosten des Anlagevermögens} - \text{Rückstellungen} - \text{Verbindlichkeiten}$	4
Formel 5: $\text{Unternehmenswert} = \frac{\text{Ertragswert} + \text{Substanzwert}}{2}$	5
Formel 6: $\text{Firmenwert} = \text{Ertragswert} - \text{Substanzwert}$	6