

Carl-Rudolf Pfletscher, Juni 2017

In Theorie und Praxis wird oft gefordert, dass die Unternehmensbewertung einen für alle beteiligten Parteien allgemeingültigen Unternehmenswert (objektiver Unternehmenswert) ermittelt. Die einzelnen Parteien einer Unternehmensbewertung, wie Käufer und Verkäufer, haben unterschiedliche Standpunkte, die den Unternehmenswert beeinflussen. Diese können beispielsweise darin begründet sein, dass der Käufer über bessere Absatzmöglichkeiten verfügt als der Verkäufer. Der Käufer wird dem Unternehmen in diesem Fall einen höheren Wert beimessen, als der Verkäufer. Da es regelmäßig eine Diskrepanz zwischen den beiden Positionen gibt, ist die Ermittlung eines objektiven Wertes nur in den seltensten Fällen möglich.

### **Einflussfaktoren auf den Unternehmenswert**

Der Übernehmer ist bestrebt, einen möglichst geringen Kaufpreis zu zahlen. Der abgebende Unternehmer dagegen überschätzt häufig den Wert seines Unternehmens. Das ist nachvollziehbar und verständlich, da er in das Unternehmen viele Jahre der Mühe und Arbeit eingebracht hat. Allerdings führt die Wertüberschätzung zu einer doppelten Gefahr für das Unternehmen. Einmal wird es schwierig sein, einen Käufer zu finden, der bereit und in der Lage ist, den hohen Kaufpreis zu zahlen. Zum anderen besteht die Gefahr, dass sich der Käufer bei einem überhöhten Kaufpreis und den damit verbundenen Finanzierungskosten wirtschaftlich übernimmt bzw. die Kapitaldienstfähigkeit des Unternehmens überschritten wird. Damit wäre der Fortbestand des Unternehmens in Gefahr.

In die Verkaufsverhandlungen fließen neben den **objektiven Kriterien** auch die **subjektiven Wertvorstellungen** der Vertragsparteien mit ein. Bei der Kaufpreisermittlung spielen somit nicht nur der Unternehmenswert bzw. die betrieblichen Faktoren eine wichtige Rolle, sondern auch außerbetriebliche Faktoren wie Alter des Veräußerers und des Erwerbers, finanzielle Lage des Veräußerers und des Erwerbers, Risikobereitschaft des Erwerbers und alternative Angebote.

Bei der Kaufpreisermittlung sollte ebenfalls berücksichtigt werden, ob das Unternehmen an

ein Familienmitglied, einen Mitarbeiter, einen externen Übernehmer oder an einen Investor verkauft wird. Es wird damit deutlich, dass der Wert des Unternehmens aus unterschiedlichen Sichtweisen und unter Einbeziehung unterschiedlicher Parameter durchaus variieren kann. Der Begriff „Wert“ ist demnach recht vieldeutig.

Einer der wichtigsten Faktoren des Unternehmenswertes ist der **Zeitpunkt der Bewertung**. Benötigt das Unternehmen schnell neues Kapital so muss es meist aufgrund der schwächeren Verhandlungsposition eine nachteilige Unternehmensbewertung hinnehmen. Auch beim Verkauf eines Unternehmens ist der Zeitdruck ein wichtiger Faktor für die Höhe des Unternehmenswerts. Muss der Verkauf des Unternehmens zügig erfolgen, führt dies zu einer niedrigen Unternehmensbewertung, da wertsteigernde Maßnahmen nicht umgesetzt werden können und nicht genügend Zeit vorhanden ist, um mehrere Interessenten zu identifizieren.

**Management** und **Mitarbeiter** können den Unternehmenswert ebenfalls stark beeinflussen. Neben der Qualifikation und der Erfahrung des Managements ist vor allem entscheidend, ob diese dem Unternehmen auch nach einem Verkauf zur Verfügung stehen.

Ein gut ausgeprägtes **Rechnungswesen** sowie flache Hierarchien und ein der Unternehmensgröße angemessenes Reportingsystem können zu einer Wertsteigerung führen. Die **Unternehmenskultur** des Verkäufers kann den Unternehmenswert ebenfalls positiv beeinflussen, sofern diese identisch mit der des Käufers ist. Die Abhängigkeit von wenigen Kunden sowie lange Entscheidungswege können zu einem niedrigen Unternehmenswert führen. Im Allgemeinen lässt sich feststellen, dass ein hoher Unternehmenswert dann erzielbar ist, wenn sich Verkäufer- und Käuferstruktur ähneln, da dem Erwerber aufwendige Strukturierungsmaßnahmen erspart bleiben

### **Die Bewertungsverfahren**

Einen objektiven Unternehmenswert gibt es in der Praxis nicht. Während Unternehmer, die ihr Unternehmen verkaufen wollen, neben den Sachwerten auch die Arbeit sehen, die sie in der Vergangenheit in das Unternehmen investiert haben, denkt der Erwerber daran, was er mit dem Unternehmen in Zukunft erwirtschaften und wie er den Kaufpreis finanzieren kann. Beide kommen daher nicht selten zu unterschiedlichen Wert- beziehungsweise Preisvorstellungen, wenn es um den Kaufpreis geht. Eine rechtlich verbindliche Vorgehensweise für die Unternehmensbewertung existiert nicht. Wissenschaft und Praxis haben daher unterschiedliche Methoden entwickelt, um den Unternehmenswert zu ermitteln.

Jedes Verfahren kann nur Anhaltspunkte für die Ermittlung des Wertes und damit des Preises geben. Beispielfhaft sind im Folgenden die gängigsten Verfahren beschrieben. Jede Unternehmensbewertung ist einzigartig. Weder in der Praxis noch in der Theorie konnte sich in den vergangenen Jahrzehnten ein allgemeingültiges Unternehmensbewertungsverfahren durchsetzen, da der Zweck einer Unternehmensbewertung selten der Gleiche ist.

### **Substanzwert-Methode**

Der Substanzwert entspricht dem Verkehrswert des Firmenvermögens, also dem Marktwert aller Geräte, Vorräte und anderer Assets abzüglich der Schulden. Das Substanzwertverfahren ist bewährt, aber eher ein Hilfswert für kleine Betriebe mit teuren Maschinen oder Immobilien. Immaterielle Werte wie motivierte Mitarbeiter bleiben außen vor.

Der Vorteil der Substanzwertmethode liegt in der einfachen Anwendung, da hierbei keine Zukunftsprognosen erforderlich sind. Problematisch ist die Bewertung von immateriellen Vermögensgegenständen wie beispielsweise ein fester Kundenstamm oder ein bekannter Markenname. Diese lassen sich nur schwer reproduzieren. Noch gravierender ist der Mangel, dass lediglich eine Einzelbewertung und keine Gesamtbewertung erfolgt. Entscheidend für den Wert eines Unternehmens ist aber gerade das Zusammenspiel der einzelnen Wirtschaftsgüter.

### **Liquidationswert-Methode**

In jedem Bewertungsverfahren gilt der Grundsatz, dass die Wertuntergrenze immer den Liquidationswert darstellt. Der Liquidationswert kommt auch zum Tragen, wenn dieser höher ist als der Fortführungswert nach der Ertragswertmethode oder nach dem DCF-Verfahren. Beim Liquidationswert wird eine Liquidation geplant und die Zahlungsströme aus der Liquidation mit allen Einnahmen und Ausgaben und allen finanziellen Folgen der Liquidation auf den Bewertungsstichtag durch Abzinsung zurückbezogen.

### **Ertragswert-Methode**

Der Wert wird danach bemessen, was ein Käufer mit der Firma verdienen kann unter Berücksichtigung der Anlagealternativen. Der Durchschnitt der Erträge vor Steuern der letzten drei und der geschätzten Erträge der kommenden drei Jahre wird mit einem Kapitalisierungszinssatz gewichtet. Der setzt sich zusammen aus dem Zins, der mit einer risikolosen

Anlage zu erzielen wäre, und einem Zuschlag für das Unternehmerrisiko. Bei kleinen Firmen liegt dieser Satz bei 15 bis 20 Prozent. Beispiel: Betragen der Durchschnittsertrag 100.000 Euro und der Kapitalisierungszins 20 Prozent, ergibt sich ein Wert von 500.000 Euro. ( $100.000/20\% = 5$  fünffacher Durchschnittsertrag)

Das Ertragswertverfahren ist das am häufigsten angewandte, anerkannte Verfahren. Allerdings sind zukünftige Erträge schwierig vorherzusagen. Auch der Zinssatz lässt sich nicht objektiv ermitteln.

### **Discounted-Cash-Flow-Methode**

Die Anwendung erfolgt für Kapitalgesellschaften, die ein Stammkapital ausweisen. Das DCF-Verfahren richtet sich nach den IDW- Richtlinien S1. Der Cash-Flow sagt mehr über die Finanzkraft eines Unternehmens aus als der Gewinn bzw. Ertragswert. Wenn ein Unternehmen beispielsweise ein Produkt oder eine Leistung verkauft, wird dieser Verkauf erfolgswirksam im Unternehmen verbucht. Dies bedeutet aber noch lange nicht, dass der Kunde auch bereits bezahlt hat. Der Cash-Flow spiegelt also den Kapitalfluss eines Unternehmens wider. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes nach der DCF- Methode wird nun der ermittelte Cash-Flow, hochgerechnet für drei Planjahre, auf den heutigen Kapitalwert abgezinst.

### **Multiplikator-Methode (marktwertorientierte Methode)**

In der Bewertungspraxis, werden regelmäßig Multiplikatoren eingesetzt. In der klassischen Betriebswirtschaftslehre dienen Multiplikatoren dazu, das durch ein Bewertungsverfahren gewonnene Bewertungsergebnis zu überprüfen.

Spezialisierte Datenanbieter führen Datenbanken, in denen Unternehmenskäufe mit Ihren Transaktionsdaten abgebildet sind. Diese Daten lassen sich zu Multiplikatoren verdichten. Die bekanntesten Multiplikatoren dürften das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) oder die EBIT-Multiples sein. Tatsächlich kann aber auf jede beliebige Kennzahl ein Multiplikator gesetzt werden.

Eine gängige Variante stellt auf das operative Betriebsergebnis (Gewinn vor Steuern) ab, wobei kalkulatorische Kosten, insbesondere der kalkulatorische Unternehmerlohn, auch mit zu berücksichtigen sind. Ein anderer Multiplikator stellt hingegen auf den Umsatz ab. Im Idealfall wird bei beiden Varianten der Durchschnitt des Gewinns oder des Umsatzes aus

insgesamt sechs Geschäftsjahren gebildet, der letzten beiden Geschäftsjahre, des aktuellen und der folgenden 3 Jahre. Das Ergebnis, der nachhaltige Gewinn oder Umsatz, wird dann mit dem entsprechenden Branchenfaktor gewichtet.

Das Arbeiten mit Multiplikatoren ist mit Vorsicht zu handhaben, da jedes Unternehmen individuelle Voraussetzungen und Eigenheiten aufweist. Als Orientierungsgröße in Verhandlungen hat diese Methode aber ihre Bedeutung.

### **Die Besonderheiten von KMUs**

Bei kleinen und mittleren Unternehmen ist es durchaus sinnvoll ein angepasstes Bewertungsverfahren durchzuführen. Dabei gibt es Besonderheiten, die berücksichtigt werden sollten. So ist beispielsweise die Rolle des Unternehmers in kleinen und mittleren Unternehmen von großer Bedeutung. Diese besondere Rolle zeichnet sich unter anderem durch das **Zusammenfallen von Eigentum und Unternehmensführung** aus. Der Geschäftsführer ist im Regelfall gleichzeitig Eigentümer, was zu einem anderem Verhalten führt, als wenn ein am Unternehmen nicht finanziell beteiligter Geschäftsführer angestellt ist. Der Eigentümer-Unternehmer prägt dadurch, dass er oft Entscheidungen alleine trifft, die Unternehmenskultur und -strategie. Wenn der Eigentümer-Unternehmer sein Wissen schlecht dokumentiert hat und nicht willens ist, dieses weiter zu geben, kann das dazu führen, dass der Unternehmenswert sinkt. Daraus lässt sich erkennen, dass Unternehmen und Unternehmer nicht getrennt voneinander betrachtet werden können. Ein Verkauf ist nur sinnvoll, wenn das Unternehmen auch ohne den Unternehmer überlebensfähig ist. Folglich müssen bei der Unternehmensbewertung aus Anlass des Kaufs bzw. Verkaufs von kleinen und mittleren Unternehmen sogar zwei Unternehmerpersönlichkeiten, die des potentiellen Käufers und die des potentiellen Verkäufers, beachtet werden. Hinzu kommt, dass die Familie des Eigentümer-Unternehmers dem Unternehmen oft unentgeltlich ihre Arbeitskraft zur Verfügung stellt.

Bei kleinen und mittleren Unternehmen existiert eine **Planung oft nur im Kopf** des Eigentümers. Das macht es schwer bei einer Bewertung mit den typischen betriebswirtschaftlichen Methoden zu arbeiten. Im Bereich des Rechnungswesens werden oft nur die gesetzlichen Mindeststandards eingehalten. Die Kostenrechnung und das Controlling werden meistens weniger formalisiert als in Großunternehmen durchgeführt.

Erschwerend zu der Bewertung kommt hinzu, dass das eigene Unternehmen für den Eigentümer-Unternehmer oft die einzige Finanzanlage darstellt. Dazu kommt die **hohe**

**Fremdkapitalquote**, da viele Kreditfinanzierungen in Anspruch genommen werden. Bei vielen kleinen und mittleren Unternehmen muss zusätzlich beachtet werden, dass nicht nur Gewinnziele verfolgt werden, sondern auch andere **nicht-monetäre Ziele**.

Es ist deutlich zu erkennen, dass es einige Besonderheiten gibt, die auf jeden Fall in die Unternehmensbewertung mit einbezogen werden müssen. Deshalb muss die Bewertung gründlich durchgeführt und in den meisten Fällen externe Unterstützung in Anspruch genommen werden.

### **Professionelle Unterstützung bei der Unternehmensbewertung**

Eine umfangreiche und sorgfältig zusammengetragene Datengrundlage, eine plausible und gewissenhafte Planung sowie die Einbeziehung von externem Know-how im Rahmen der Unternehmensbewertung sind zur Ermittlung eines aussagekräftigen und verwendbaren Unternehmenswertes nur zu empfehlen. Zusammengefasst hängt die Unternehmensbewertung zum einen von vielen Faktoren ab und zum anderen ist die Wahl des Verfahrens nicht immer eindeutig bestimmbar. Individuelle Hilfestellung bei der Ermittlung des Unternehmenswertes bieten unter anderem Steuerberater, Unternehmensberater und Wirtschaftsprüfer. Wichtig bei der Auswahl externer Berater ist sowohl die Erfahrung in Bewertungen, als auch die Branchenkenntnis.

Die **CONSENZUM Managementberatung** hat im Thema Unternehmensbewertung im Mittelstand eine Kernkompetenz im Rahmen der langfristigen Unternehmenssicherung. Wir begleiten mittelständische Unternehmen im gesamten Prozess der Unternehmensnachfolge von der Unternehmensbewertung über die Szenarien-Entwicklung bis hin zur Implementierung der Nachfolgelösung. Die Beratungskosten können in Deutschland unter bestimmten Voraussetzungen durch die Beratungsförderung des Bundes bezuschusst werden, wenn sie Teil einer umfassenderen Betriebsberatung sind.

Quellennachweis:

- (1) IHK Berlin: Unternehmensnachfolge, November 2016
- (2) Manuel Rüscke: Bestandteile der Unternehmensbewertung, Portus Corporate Finance GmbH 2011
- (3) IHK Schleswig Holstein: Berechnung des Unternehmenswertes, Februar.2017
- (4) Focus.de: So viel ist Ihre Firma wert, 19.05.2017

- (5) FOCUS-MONEY, Nr. 6 / 2017: Firmenanalyse - Wie bewerte ich ein Unternehmen?,  
01.02.2017
- (6) C.R. Pfletscher: Emotionale Aspekte bei der Nachfolge, CONSENZUM Management-  
beratung 03.2017
- (7) Prof. Dr.rer.pol. Stefan Behringer: Unternehmensbewertung direkt, Forum Verlag,  
Stand 07.2015

Carl-Rudolf Pfletscher



**CONSENZUM Managementberatung** \* Dipl. Wi. Ing. (FH), Dipl. Kfm. Carl-Rudolf Pfletscher  
Rembrandtstr. 1 \* 95615 Marktredwitz \* Tel. +49. 9231. 87 09 070 \* Fax +49. 9231. 87 09 078  
Mail: [pfletscher@consenzum.de](mailto:pfletscher@consenzum.de) \* Internet: [www.consenzum.de](http://www.consenzum.de)

---

**Erfahrung – Kompetenz – Umsetzung**

---