



## WHITE PAPER:

# Der Unternehmenswert bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)

### AUTOREN



#### **Dipl.-Kfm. Stefan Butz**

ist geschäftsführender Gesellschafter der Butz Consult GmbH mit Hauptsitz in Krefeld. Er verfügt über eine langjährige Expertise als Gutachter und Berater in Nachfolge- und Veränderungssituationen. Stefan Butz ist von der IHK öffentlich bestellt und vereidigt für Unternehmensbewertung und Wirtschaftlichkeitsanalysen von kleinen und mittleren Unternehmen.



#### **Christoph Butz, M. Sc.**

ist Wirtschaftssachverständiger und Unternehmensberater bei der Butz Consult GmbH mit Hauptsitz in Krefeld. Dort ist er tätig in den Themenschwerpunkten Unternehmensbewertung und Unternehmensnachfolge für KMU und verantwortlich für den digitalen Geschäftsbereich „KMUVALUE“. Er verfügt über langjährige Praxiserfahrung in der Industrie, insb. in den Bereichen Unternehmensentwicklung, Finanzen und Controlling.

## INHALT

|  |    |
|--|----|
| Vorwort .....  | 3  |
| 1. Grundlagen zur Unternehmensbewertung .....                    | 3  |
| 1.1. Über den Unternehmenswert.....                              | 4  |
| 1.2. Anlässe für eine Bewertung.....                             | 5  |
| 1.3. Über den Nutzen einer fundierten Bewertung .....            | 5  |
| 1.4. Über den Zusammenhang zwischen Wert und Kaufpreis .....     | 6  |
| 2. Faktoren, die den Unternehmenswert beeinflussen.....          | 7  |
| 2.1. Marktfaktoren .....   | 7  |
| 2.2. Finanzielle Faktoren.....                                   | 7  |
| 2.3. Nicht-finanzielle Faktoren .....                            | 8  |
| 3. Methoden zur Unternehmensbewertung .....                      | 11 |
| 3.1. Einzelbewertungsverfahren.....                              | 12 |
| 3.2. Vergleichsverfahren.....                                    | 13 |
| 3.3. Gesamtbewertungsverfahren .....                             | 14 |
| 3.4. Mischverfahren .....  | 15 |
| 3.5. Praxisbeispiel Modifiziertes Ertragswertverfahren.....      | 18 |
| 4. Herausforderungen und Zukunft der Unternehmensbewertung.....  | 26 |
| 4.1. Subjektivität der Annahmen.....                             | 26 |
| 4.2. Ungenauigkeit der Vergleiche .....                          | 26 |
| 4.3. Vernachlässigung von nicht-finanziellen Faktoren.....       | 27 |
| 4.4. Meinungsverschiedenheit zwischen Käufer und Verkäufer... .. | 27 |
| 5. Digitale Tools in der Unternehmensbewertung .....             | 28 |
| 6. Fazit.....  | 29 |
| 7. Über Butz Consult GmbH.....                                   | 30 |

## VORWORT

Liebe Leserinnen und Leser,

eine der wichtigsten Fragen, die sich Unternehmer vor Einleitung eines Nachfolge- oder Verkaufsprozesses stellen, ist die nach dem Wert des Unternehmens. Hier herrscht großer Aufklärungsbedarf, weil diese Frage nicht einfach zu beantworten ist.

Es sind einige Vorarbeiten nötig, die aufgrund der aktuellen Rahmenbedingungen besonders anzupassen sind. Es handelt sich aber um Aufwand, der sich lohnt. Denn eine gute nachvollziehbare Unternehmensbewertung hat herausragende Bedeutung für einen erfolgreichen Nachfolge- oder Verkaufsprozess.

Auch können auf Basis einer soliden Bewertung schwierige Diskussionen und Verhandlungssituationen gemeistert werden. Das gilt gerade auch im Rahmen von familien- oder erbrechtlichen Situationen, wenn das Bewertungsgesetz zum Tragen kommt.

Doch nicht nur der Nachfolge- oder Verkaufsprozess sind Anlässe, bei denen es einer Unternehmensbewertung bedarf. Es gibt noch viele weitere.

Die Unternehmensbewertung ist insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen eine komplexe Herausforderung, die sorgfältig gemacht werden muss. Dazu ist der Rat von erfahrenen Experten unerlässlich.

In diesem Whitepaper stellen wir Ihnen die Grundsätze der Unternehmensbewertung für KMU vor, zeigen sowohl Faktoren, die den Unternehmenswert beeinflussen können, als auch die gängigsten Bewertungsmethoden auf und welchen Herausforderungen Sie in der Bewertungspraxis begegnen.

Wir wünschen Ihnen gute Erkenntnisse bei der Lektüre.

Ihre



Stefan Butz

Diplom Kaufmann

ö. b. u. v. Sachverständiger

M&A Berater



Christoph Butz

M. Sc.

Sachverständiger

M&A Berater

## 1. GRUNDLAGEN ZUR UNTERNEHMENSBEWERTUNG

### 1.1 Über den Unternehmenswert

Wichtig zu wissen: es gibt nicht den einen Unternehmenswert! Es ist grundsätzlich zu unterscheiden in subjektive und objektivierte Unternehmenswerte. Im Beispiel eines zu bewertenden Unternehmens im Zuge eines Verkaufs haben Verkäufer und Käufer jeweils unterschiedliche subjektive Vorstellungen über den Wert des Unternehmens. Während der Verkäufer seine – oft emotional geprägten – Einschätzungen zum eigenen Einsatz und den geleisteten Anstrengungen in der Vergangenheit meist mit einpreist, ist für den Käufer in der Regel allein entscheidend, welche zukünftigen Erträge mit dem zu kaufenden Unternehmen erwirtschaftet werden können.

Ein objektivierter Unternehmenswert lässt subjektive Szenarien der Parteien weitgehend außen vor und ermittelt anhand wissenschaftlicher Methodik einen üblicherweise erwartbaren Marktwert für das Unternehmen. Der objektivierte Wert kann durch einen neutralen Gutachter festgestellt werden und eine Grundlage für eine Einordnung der unterschiedlichen Kaufpreisvorstellungen bieten.

### 1.2 Anlässe der Unternehmensbewertung

Neben dem Anlass des Unternehmenskaufs oder -verkaufs gibt es weitere Anlässe, für die eine Unternehmensbewertung benötigt wird. Dies können neben anderen Formen der Unternehmensnachfolge (z.B. Schenkung, Erbschaft) auch Unternehmenstransaktionen (z.B. Unternehmenszusammenschlüsse, Umwandlungen), Änderungen der Gesellschafterstrukturen (z.B. Kapitalerhöhung, -herabsetzung, Gesellschafterwechsel, Einbringung von Geschäftsanteilen) oder gerichtliche Auseinandersetzungen (z.B. Zugewinnausgleich bei Ehescheidung) sein. Auch bei Restrukturierungs-, Sanierungs-, und Liquidationsfällen spielt die Unternehmensbewertung eine zentrale Rolle. Der vorliegende Bewertungsanlass ist entscheidend für die Wahl der richtigen Bewertungsverfahren.



### 1.3 Über den Nutzen einer fundierten Bewertung

Der Mehrwert einer professionellen Bewertung hängt vom Anlass ab. Die Unternehmensbewertung, ob in Kurzform oder als ausführliches Gutachten, erhöht immer die Wahrscheinlichkeit für einen erfolgreichen Abschluss zum Beispiel im Rahmen des Verkaufsprozesses. Sie sichert einen optimalen Preis. Bei der Frage, ob sich eine kostspielige Bewertung überhaupt lohnt, sollte sich der Unternehmer die Gegenfrage stellen: Was sind gerade jetzt die Konsequenzen, wenn ich ohne eine Vorstellung vom Wert meines Unternehmens ins Rennen gehe? Kann ich es mir leisten, Entscheidungen unter Umständen um Jahre zu verschieben und was riskiere ich?



**PRAXISTIPP: Wer erstellt eine fundierte Bewertung?**

*Für eine fachlich fundierte Unternehmensbewertung ist es ratsam, sich an für dieses Themengebiet ausgewiesene Experten zu wenden. Dies können unter anderem Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige oder Certified Valuation Analysts sein.*

*Wichtig ist es aber auch, sich vorab einen Eindruck von der praktischen Erfahrung des Experten zu verschaffen, z.B. auf wie viele Jahre Bewertungserfahrung zurückgegriffen werden kann bzw. wie viele Unternehmensbewertungen erstellt wurden. Bewertungen sind immer individuell und je nach vorliegendem Unternehmen mit Sondersachverhalten versehen; hier zählt sich eine langjährige, umfangreiche und vielfältige Erfahrung des Unternehmensbewerter aus. Auch wichtig: gerade für KMU gibt es viele Besonderheiten in der Bewertung, die einer speziellen Herangehensweise bedürfen. Fundierte Erfahrung in der Bewertung von KMU ist hier bei der Auswahl des Experten zu bevorzugen.*

*Für eine erste Indikation und Einschätzung zum Unternehmenswert können auch ausgewählte Online-Tools wie z.B. KMUVALUE hilfreich sein. Nach Eingabe der wesentlichen Unternehmensparameter und Finanzdaten lässt sich hierüber eine erste Wertindikation ermitteln. Worauf bei der Auswahl des richtigen Tools zu achten ist, erfahren Sie in Kapitel 5.*

#### 1.4 Über den Zusammenhang zwischen Wert und Kaufpreis

Der Unternehmenswert wird rechnerisch ermittelt, basiert z.B. auf dem Barwert der zukünftigen Gewinne und ist abhängig von Wachstumspotenzial und Profitabilität des zu bewertenden Unternehmens. Der Unternehmenswert kann anhand verschiedener Methoden bestimmt werden.

Der Unternehmenspreis ist ein verhandelter Geldbetrag, der bei einer Transaktion gezahlt wird. Dieser Betrag wird bestimmt durch Angebot und Nachfrage und ist abhängig vom aktuellen Marktumfeld und der Verhandlungsmacht der beteiligten Parteien.

**„Preis ist das, was man bezahlt – Wert ist das, was man bekommt!“**

## 2. FAKTOREN, DIE DEN UNTERNEHMENSWERT BEEINFLUSSEN

Es gibt verschiedenste Faktoren, die den Unternehmenswert beeinflussen können. Grob lassen sich diese unterteilen in Marktfaktoren, finanzielle und nicht-finanzielle Faktoren. Einige der wesentlichsten Faktoren werden nachfolgend kurz beschrieben.

### 2.1 Marktfaktoren

#### 2.1.1 Marktlage, Konjunkturzyklen und Branchenentwicklung

Der Unternehmenswert wird auf verschiedenen Ebenen beeinflusst von der aktuellen und zukünftig erwartbaren Konjunktur-, Markt- und Branchensituation. So finden sich diese Annahmen zum Beispiel in der zukünftigen Umsatz- und Ertragsplanung wieder. Eine belastbare Planung basiert neben den bereinigten firmeninternen Daten aus der Vergangenheit vor allem auch auf Prognosen für die Zukunft, die Konjunktur-, Markt-, und Branchendaten berücksichtigen sollte. Auf der anderen Seite sind Unternehmenswerte immer auch Vergleichswerte zu alternativen Investitionen. So beeinflusst ein erhöhtes allgemeines Zinsumfeld die Unternehmenswerte negativ.

#### 2.1.2 Wettbewerbssituation und Marktstellung

Auch die Wettbewerbs- und Marktsituation beeinflusst die zukünftige Ertragslage des Unternehmens. Dies kann je nach Branche und individueller Positionierung des Unternehmens positive bzw. negative Effekte auf den Unternehmenswert haben und ist im Rahmen des Unternehmensplanung zu analysieren. Hierbei wirken sich Alleinstellungsmerkmale, z.B. durch vorhandene Patente, oder eine besondere Marktstellung, z.B. durch Exklusivpartnerschaften, in der Regel positiv auf die Bewertung aus.

### 2.2 Finanzielle Faktoren

#### 2.2.1 Umsatz- und Ertragsentwicklung

Für die Unternehmensbewertung ist es wichtig, die historische Umsatz- und Ertragsentwicklung genau unter die Lupe zu nehmen. Hierzu empfiehlt sich in der Regel ein Zeitraum von drei bis fünf Jahren, um Schwankungen, z.B. durch Konjunkturzyklen, auszugleichen. Die Ergebnisse sind auf Sondersachverhalte und Einmaleffekte zu prüfen und entsprechend zu bereinigen. Dies sollte sorgfältig analysiert werden, damit eine solide Basis für die Bewertung zugrunde gelegt werden kann, denn entscheidend ist, welche Erträge das Unternehmen in Zukunft nachhaltig in der Lage ist, zu erwirtschaften. Eine stabile bzw. ansteigende Umsatz- und Ertragslage hat i.d.R. einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert. Eine volatile Entwicklung ist hingegen meist unvorteilhaft.

## 2.2.2 Bilanzstruktur

Auch die Bilanzstruktur ist im Rahmen der Bewertung sorgfältig zu analysieren. Die Aktivseite der Bilanz weist alle kurz- und langfristigen Vermögensbestandteile des Unternehmens aus, während die Passivseite die Kapitalisierung des Unternehmens ausweist, also die Summe aus Eigenkapital und Schulden. Eine hohe Eigenkapitalquote wirkt sich beispielsweise positiv auf den Unternehmenswert aus, ein hoher Verschuldungsgrad i.d.R. negativ. Im Rahmen der Substanzwertermittlung ist zudem zu berücksichtigen, welche stillen Reserven oder Lasten im Unternehmen möglicherweise vorhanden sind (mehr dazu unter Punkt 3.1.1). Für die Berücksichtigung der Abschreibungen und des Zinsergebnisses ist es zudem wichtig, aus der Bilanzstruktur den zukünftigen Investitions- und Modernisierungs- und den entsprechenden Finanzierungsbedarf abzuleiten. Sollte es zum Unternehmensverkauf kommen, sind im Rahmen der Kaufpreisbestimmung sowohl das Working Capital als auch die Netto Cash Position von Bedeutung.

## 2.3 Nicht-finanzielle Faktoren

### 2.3.1 Unternehmensgröße, -struktur und Rechtsform

Die Unternehmensgröße und -struktur haben insofern für die Unternehmensbewertung eine Bedeutung, als dass sie das Bewertungsverfahren einerseits (bei Kleinstunternehmen ist anders vorzugehen als bei Großunternehmen) und die Bewertungshöhe andererseits beeinflussen. Größere Unternehmen haben in der Regel eine klare Führungsstruktur mit zwei oder mehr Managementebenen und sind im Geschäftsmodell meist diversifizierter und stabiler, was sich generell positiv auf den Unternehmenswert auswirkt.

Was die Rechtsform betrifft, so ergeben sich beispielsweise Unterschiede im Bewertungsprozess zwischen Personen- und Kapitalgesellschaften, da z.B. Bereinigungen bei den Geschäftsführergehältern vorzunehmen sind und sich andere steuerliche Implikationen je nach Rechtsform ergeben, die in der Bewertung zu berücksichtigen sind.

### 2.3.2 Inhaber- und Personenabhängigkeit

Im Falle einer hohen Inhaberabhängigkeit ist der Geschäftserfolg eng mit der Person des Inhabers verknüpft. Das Know-How befindet sich zu weiten Teilen beim Inhaber. Gibt es zudem keine oder nur einige wenige weitere Mitarbeiter, die das Unternehmen auch eigenständig erfolgreich weiterführen könnten, so wirkt sich die hohe Inhaberabhängigkeit negativ auf den Unternehmenswert aus. Idealerweise besteht mindestens eine zweite Führungsebene und das Tagesgeschäft erfordert keine dauerhafte Präsenz des Inhabers / Geschäftsführers. Insbesondere bei Kleinunternehmen ist dies oft nicht der Fall und ist regelmäßig der Grund für Abschlüsse bei Bewertung und Kaufpreisgeboten.

### 2.3.3 Mitarbeiterstruktur und -qualität

Das Managementteam sollte eine langfristige Perspektive im Unternehmen haben, Schlüsselpositionen sollten an das Unternehmen gebunden sein. Private Verflechtungen, wie beispielsweise zu nicht marktüblichen Konditionen angestellte Mitarbeiter sollten vorab

aufgelöst werden. Im Rahmen einer Unternehmensbewertung wären diese in jedem Fall zu bereinigen, um keinen negativen Einfluss auf die Bewertung zu verursachen. Des Weiteren sind ein ausgewogener Mix in der Mitarbeiterstruktur, z.B. in Bezug auf das Alter, sowie eine hohe Mitarbeiterqualität, z.B. in Bezug auf Ausbildungsstand und Erfahrungsgrad, aber auch eine niedrige Fluktuation und eine hohe Mitarbeiterzufriedenheit in der Regel Indikatoren für eine positive zukünftige Prognose und somit einen höheren Unternehmenswert.

### **2.3.4 Produkt- und Branchenabhängigkeit**

Je breiter das Geschäftsmodell aufgestellt ist, desto geringer sind die Abhängigkeiten von einzelnen Produkten, Lieferanten- oder Kundengruppen. Bei kleineren Unternehmen ist die Abhängigkeit von einzelnen Branchen bzw. Produkten in der Regel hoch, was je nach Tätigkeitsbereich ein Klumpenrisiko darstellt. Geringere Abhängigkeiten von einzelnen Produkten oder Branchen reduzieren i.d.R. das Risiko für die Käuferseite und steigern somit den Unternehmenswert. Jedoch sind auch Qualität, Attraktivität und Innovationsgrad der Produkte und Leistungen zu berücksichtigen; ein attraktives und innovatives Produktsortiment mit technologischen Alleinstellungsmerkmalen kann die Fokussierung auf wenige Produkte in einer Branche unter Umständen kompensieren.

### **2.3.5 Standortabhängigkeit**

Die Standortabhängigkeit ist im Rahmen der Unternehmensbewertung gesondert zu prüfen. Eine geringe Standortabhängigkeit und entsprechend unkomplizierte Verlagerungsmöglichkeit (bspw. Integration in den Betrieb eines strategischen Investors) des Geschäftsbetriebs kann einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert haben.

### **2.3.6 Kunden- und Lieferantenabhängigkeit**

Sehr hohe Lieferanten- und Kundenabhängigkeiten bestehen idealerweise nicht. Hängen auf Basis einer ABC-Analyse beispielsweise mehr als 80% der Umsätze an weniger als 10% der Kunden, geht man von einer hohen Abhängigkeit aus. Ähnliches gilt für Lieferantenbeziehungen, die zudem auf ihre (kurzfristige) Substituierbarkeit zu überprüfen sind. Verträge mit Lieferanten und Kunden sollten idealerweise verschriftlicht oder Vereinbarungen zumindest schriftlich dokumentiert sein. Bestehende Verträge sollten auf „Change of Control“ Klauseln geprüft und bereinigt sein.

### **2.3.7 Weitere Faktoren**

Natürlich existieren über die genannten Faktoren hinaus noch weitere mögliche Einflussfaktoren, die im Einzelfall den Unternehmenswert beeinflussen können. So können im Rahmen der subjektiven Bewertung die Einschätzungen des Käufers zu Synergiepotenzialen in die Bewertung einfließen. Auch weitere betriebliche Risiken, wie schwebende Rechtstreitigkeiten, sind im Einzelfall zu berücksichtigen.



**Praxistipp: Wie Sie Ihren Unternehmenswert im Verkaufsfall steigern**

Die Unternehmensbewertung ist im Zuge eines geplanten Unternehmensverkaufs von zentraler Bedeutung für die Kaufpreisfindung. Daher gilt es, das Unternehmen rechtzeitig für den Verkauf fit zu machen. Viele der genannten Faktoren, die den Unternehmenswert beeinflussen, sind gleichzeitig auch Stellschrauben, die aktiv genutzt werden können, um das Unternehmen zukunftsfähig und übergabereif aufzustellen und dabei gleichzeitig einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert zu nehmen. Generell gilt: je geringer die Abhängigkeiten, z.B. in Bezug auf den/die Unternehmensinhaber, die Kunden- oder Lieferanten oder den Standort, desto höher fällt in der Regel der Unternehmenswert aus. Können die Abhängigkeiten frühzeitig reduziert werden, kann dies für den erzielbaren Kaufpreis vorteilhaft sein.

Weitere Hebel finden sich in der Unternehmensstruktur. So sind ggf. Anpassungen an der Gesellschaftsform vorzunehmen, private und betriebliche Verflechtungen sollten gelöst, Pensionsrückstellungen ggf. aufgelöst und nicht betriebsnotwendiges Vermögen veräußert werden. Es sollte weiterhin überlegt werden, ob betriebseigene Flächen und Immobilien mitverkauft oder vermietet werden. Alle Pläne, Werkzeuge, Formen, Maschinen und geistiges Eigentum extern produzierter Produkte befinden sich bestenfalls im Besitz des Unternehmens. Strukturelle Änderungen, die die Ertrags- und Working Capital Situation verbessern, sollten rechtzeitig in die Wege geleitet werden.

### 3. METHODEN ZUR UNTERNEHMENSWERTBERECHNUNG

Genau wie es nicht den einen Unternehmenswert gibt, gibt es auch nicht die eine Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts. Die anzuwendende Methode richtet sich u.a. nach dem zugrunde liegenden Anlass und Bewertungsobjekt. So ist zum Beispiel ein ertragschwaches Unternehmen, das insolvenzgefährdet ist, methodisch anders zu bewerten als ein ertragsstarkes Unternehmen und ein großer, börsennotierter Konzern ist anders zu behandeln als ein kleines, inhabergeführtes Einzelunternehmen.

In Praxis, Theorie und Rechtsprechung werden verschiedene Vorgehensweisen, Richtlinien und Standards vorgestellt, um anlassbezogen eine sachgerechte Wertermittlung durchzuführen. Generell ist zu unterscheiden in Einzelbewertungsverfahren, Gesamtbewertungsverfahren (auch Kapitalwertorientierte Verfahren genannt), Vergleichsverfahren (auch Marktwertorientierte Verfahren genannt) sowie Mischverfahren. Diese sind grundsätzlich nicht an die Größe eines Unternehmens gebunden. Allerdings sind die Prämissen, insbesondere im Rahmen der Gesamtbewertungsverfahren, überwiegend von der Bewertung großer kapitalmarktorientierter Unternehmen geprägt, die nicht ohne Weiteres auf kleine und mittlere Unternehmen (KMU) anwendbar sind.

Für KMU hat sich in Deutschland eine modifizierte Form des Ertragswertverfahrens, das die Besonderheiten von KMU angemessen berücksichtigt, als bevorzugtes Bewertungsverfahren weitgehend durchgesetzt.

Im Folgenden werden die wichtigsten Bewertungsmethoden im Einzelnen beschrieben.



#### **EXKURS: BESONDERHEITEN IN DER KMU-BEWERTUNG**

*Als kleine und mittlere Unternehmen (KMU) gelten laut Definition des ifm Bonn Unternehmen mit einer Beschäftigtenzahl unter 500 und einem Umsatz bis zu 50 Millionen Euro. Nach dieser Definition sind 99,5% der Unternehmen in Deutschland als KMU einzustufen.*

*Das Charakteristikum eines KMU ist eine meist stärker ausgeprägte Inhaberprägung und gewisse Abhängigkeiten z.B. in Bezug auf Schlüsselpersonen, Know-How, Kunden, Lieferanten, Standort und weiteren Faktoren. Hinzu kommt, dass es aufgrund der fehlenden Börsennotierung keine transparente Datenverfügbarkeit gibt, was die Vergleichbarkeit innerhalb der Branche zwecks einer Bewertung erschwert.*

*Weitere qualitative Besonderheiten bestehen häufig in Überschneidungen zwischen betrieblicher und privater Sphäre, in zu nicht marktgerechten Konditionen vergüteter Mitarbeit von Familienmitgliedern der Eigentümer, eingeschränkten Finanzierungsmöglichkeiten aufgrund fehlenden Zugangs zum Kapitalmarkt oder beschränkt aussagefähiger Rechnungslegung.*

*Aufgrund der Besonderheiten bei KMU bedarf es bei der Methodenwahl und -anwendung in der Unternehmensbewertung besonderer Sorgfalt und Fachkenntnis.*

| Bewertungsverfahren bei der Bewertung von KMU |                                |  |   |
|---|--------------------------------|--|---|
| Einzelbewertungs-<br>verfahren                | Vergleichs-<br>verfahren       | Misch-<br>verfahren                        | Gesamtbewertungs-<br>verfahren          |
| Substanzwert<br>(Fortführung)                 | EBIT- und Umsatz-<br>Multiples | Modifiziertes<br>Ertragswert-<br>verfahren | Ertragswert-<br>verfahren               |
| Liquidationswert<br>(Zerschlagung)            | Vergleichbare<br>Transaktionen | Mittelwert-<br>verfahren                   | DCF-Verfahren<br>(Discounted Cash Flow) |
|   | Börsengänge<br>(IPOs)          | Übergewinn-<br>verfahren                   |   |
|   | Praktiker-<br>verfahren        |  |   |

Quelle: Butz Consult GmbH

### 3.1 EINZELBEWERTUNGSVERFAHREN

Insbesondere bei ertragsschwachen Unternehmen spielen der Substanzwert im Falle einer Fortführung des Unternehmens bzw. der Liquidationswert im Falle einer Zerschlagung eine wichtige Rolle. Beide Methoden zählen zu den einzelwertorientierten Verfahren, haben jedoch darüber hinaus in der Bewertungspraxis keine eigenständige Bedeutung, da in aller Regel Gesamtbewertungsverfahren vorzuziehen sind.

#### 3.1.1 Substanzwert

Der Substanzwert zeigt auf, welche materielle Substanz das Unternehmen besitzt und richtet sich am Anlagevermögen des Unternehmens aus. Der Substanzwert wird in der Regel als sogenannter Teilrekonstruktionswert ermittelt, das heißt die in der Bilanz aktivierten betriebsnotwendigen materiellen und immateriellen Vermögenswerte werden jeweils zu ihrem Rekonstruktionswert (i.d.R. Marktwert oder Wiederbeschaffungswert) zum Bewertungsstichtag bewertet.

Die ermittelte Wertsumme der Aktiva wird um Rückstellungen und Verbindlichkeiten vermindert. Im Ergebnis können sich deutliche Abweichungen zwischen der ermittelten Wertsumme und den Buchwerten der Bilanz ergeben (Stille Reserven / stille Lasten).

Als substanzerhöhend wirken sich stillen Reserven aus, die dadurch entstehen, dass die Wirtschaftsgüter nach steuerlichen Kriterien, bedingt durch höhere Abschreibungen, niedriger bewertet werden als bei Anwendung betriebswirtschaftlicher Kriterien – der Bewertung zu Marktpreisen. Ergibt sich aus den Marktwerten ein geringerer Wert als der Buchwert zum Stichtag, so spricht man von einer stillen Last, die sich substanzmindernd auswirkt.

Der Substanzwert spielt eine wichtige Rolle im Rahmen des sogenannten Modifizierten Ertragswertverfahrens (siehe Punkt 3.4).

### 3.1.2 Liquidationswert

Der Liquidationswert wird typischerweise dann ermittelt, wenn ein Unternehmen zerschlagen wird. Darüber hinaus findet der Liquidationswert Verwendung, wenn von einer begrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens auszugehen ist oder es sich um ein besonders ertragsschwaches Unternehmen handelt. Insbesondere bei negativer Fortführungsprognose kann der Barwert der finanziellen Überschüsse, die sich bei Liquidation des gesamten Unternehmens ergeben, den Fortführungswert übersteigen. In diesem Falle bildet der Liquidationswert die Wertuntergrenze für den Unternehmenswert.

Der Liquidationswert eines Unternehmens ist der Erlös, der bei Auflösung des Unternehmens und der Veräußerung aller Vermögensgegenstände nach Abzug der Schulden erzielt werden kann. Dabei werden Einzelwerte ermittelt, die berücksichtigen, dass ein Dritter die Vermögenswerte, z.B. Maschinen, Betriebs- und Geschäftsausstattung, Fuhrpark sowie Vorratsvermögen ohne Gewährleistungsansprüche wie besichtigt ab Standort übernimmt. Bei der Bewertung der Aktiva sind in der Regel wesentliche Abschläge und bei der Bewertung der Passiva Zuschläge vorzunehmen. Die Ermittlung des Liquidationswerts hat i.d.R. unter Zerschlagungsgesichtspunkten zu erfolgen.

## 3.2 VERGLEICHsverfahren

Im Rahmen der Vergleichsverfahren wird der Unternehmenswert mit Hilfe von Vergleichspreisen anderer Unternehmen bestimmt. Dabei kann im Wesentlichen zwischen den folgenden Ansätzen unterschieden werden:

- Multiplikatorverfahren (EBIT- und Umsatz-Multiples)
- Vergleichbare Transaktionen oder Anteilsverkäufe
- Börsengänge (IPOs)
- Praktikerverfahren, z.B. öffentlich verfügbare Börsenkurse

Da für kleine und mittlere Unternehmen die drei letztgenannten Verfahren aufgrund der geringen Vergleichbarkeit unüblich sind, wird im Folgenden nur das Multiplikatorverfahren beschrieben.



#### **HILFE: WAS BEDEUTET EBIT?**

Die Abkürzung EBIT steht für „Earnings before Interest and Tax“, also das Ergebnis vor Steuern und Zinsen.

### 3.2.1 Multiplikatorverfahren

In der Bewertungspraxis werden bei Vorliegen von Marktpreisen bzw. Transaktionspreisen Multiplikatoren (oder Multiples) gebildet, die sich auf das zu bewertende Unternehmen anwenden lassen. In der Regel werden dabei Ertragsgrößen wie Umsatz oder das nachhaltige, um Sondereffekte bereinigte EBIT herangezogen. Bei Anwendung von Multiples sind deren Herkunft und Übertragbarkeit zu prüfen und die Anwendung auf den Bewertungsfall zu

begründen. Bei richtiger Anwendung können Multiplikatoren eine erste Indikation liefern und werden in der Praxis häufig im Rahmen vom Unternehmensverkäufen angewendet.

Auch sonst werden Bewertungen mit Hilfe von Multiplikatoren vor allem zur Plausibilisierung von mit anderen Bewertungsmethoden ermittelten Unternehmenswerten sowie zur Abgabe von Wertindikationen angewendet, sind als alleinige Methode jedoch nicht empfehlenswert.

Weit verbreitete Kritikpunkte am Multiplikatorverfahren sind u.a. die geringe Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen, da gerade im KMU-Bereiche viele Besonderheiten bestehen, die eher grobe Branchenklassifizierung und die geringe Transparenz der zugrunde liegenden Datenbasis. Mit speziellen KMU-Multiples gibt es mittlerweile z.B. bei der DUB zwar eine bessere Datengrundlage als noch vor einigen Jahren; dennoch bleiben bei diesem Verfahren die individuellen Gegebenheiten des zu bewertenden Unternehmens, wie z.B. Rentabilität, Ertragskraft oder Wachstumspotentiale, weitgehend außen vor.

### 3.3 GESAMTBEWERTUNGSVERFAHREN

Bei den Gesamtbewertungsverfahren sind im Wesentlichen das Discounted Cash Flow (DCF)-Verfahren und das Ertragswertverfahren zu nennen. Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) hat mit dem Standard IDW S1 (Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen) die Vorgehensweise bei der Bewertung von Unternehmen in Deutschland beschrieben. Der Standard sieht dabei beide Verfahren vor, die bei methodengerechter Anwendung zum gleichen Ergebnis führen. Beide Verfahren beruhen auf einer Prognose der zukünftig zu erwartenden Überschüsse des Unternehmens, die auf Basis eines Kapitalisierungszinssatzes auf den Tag der Bewertung abgezinst werden (Diskontierung).

#### 3.3.1 DCF-Verfahren

Beim Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) wird der Unternehmenswert durch Diskontierung der zukünftigen Zahlungsüberschüsse (Cashflows) nach Bereinigung von Sondereffekten ermittelt. Im Gegensatz zum Ertragswertverfahren wird beim DCF-Verfahren also auf Zahlungsströme abgestellt, d.h. die Einzahlungen und Auszahlungen werden gegenübergestellt und der Free Cash Flow (Mittelzufluss) ermittelt. Bei der Ermittlung des Diskontierungssatzes wird auf kapitalmarkttheoretische Modelle, im Wesentlichen das Capital Asset Pricing Model (CAPM), zurückgegriffen. Als Ergebnis der Unternehmensbewertung wird je nach Ansatz entweder der Marktwert des Gesamtkapitals oder der auch als „Shareholder Value“ bezeichnete Marktwert des Eigenkapitals ermittelt.

Das DCF-Verfahren ist vor allem im angelsächsischen Raum verbreitet, findet jedoch auch vermehrt Anwendung in Deutschland.

### 3.3.2 Ertragswertverfahren

Das Ertragswertverfahren (nach IDW S1) beruht auf ähnlichen Prinzipien wie das DCF-Verfahren, mit dem Unterschied, dass anstelle von Zahlungsüberschüssen die Erträge die Grundlage für die zukünftigen Überschüsse bilden. Der Ertragswert gilt als zukunftsorientierte Größe, die die zu erwartende Erträge aus dem betriebsnotwendigen Vermögen unter Berücksichtigung des Barwerts der erwarteten Liquidationserlöse aus einer Veräußerung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens als Bewertungsgrundlage verwendet. Unter der Prämisse der unbegrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens werden aus den für die Zukunft, basierend auf den um Sondereffekte bereinigten Werten aus der Vergangenheit, geplanten Jahresergebnissen nachhaltig erzielbare finanzielle Überschüsse abgeleitet, die an die Unternehmenseigner ausgeschüttet werden können.

Die zu erwartende Erträge werden analog der im DCF-Verfahren beschriebenen Vorgehensweise abgezinst, damit man den Wert dieser künftigen finanziellen Überschüsse, auf den Stichtag der Bewertung bezogen, beurteilen kann.

Das Ertragswertverfahren genießt in Deutschland noch immer eine herausragende Bedeutung in der Unternehmensbewertung. Neben dem klassischen Ertragswertverfahren nach IDW S1 gibt es auch Modifikationen in der Anwendung für KMU.

## 3.4 MISCHVERFAHREN

Bei den Mischverfahren handelt es sich um Bewertungsverfahren, die i.d.R. ein Gesamtbewertungsverfahren mit einem Einzelbewertungsverfahren verbinden. Während die meisten Mischverfahren in der Praxis nicht zur regelmäßigen Anwendung kommen, gibt es mit dem Modifizierten Ertragswertverfahren ein für die Bewertung von KMU vorzugswürdiges und in der Praxis vielfach angewandtes Verfahren, das im Folgenden näher erläutert wird.

### 3.4.1 Modifiziertes Ertragswertverfahren

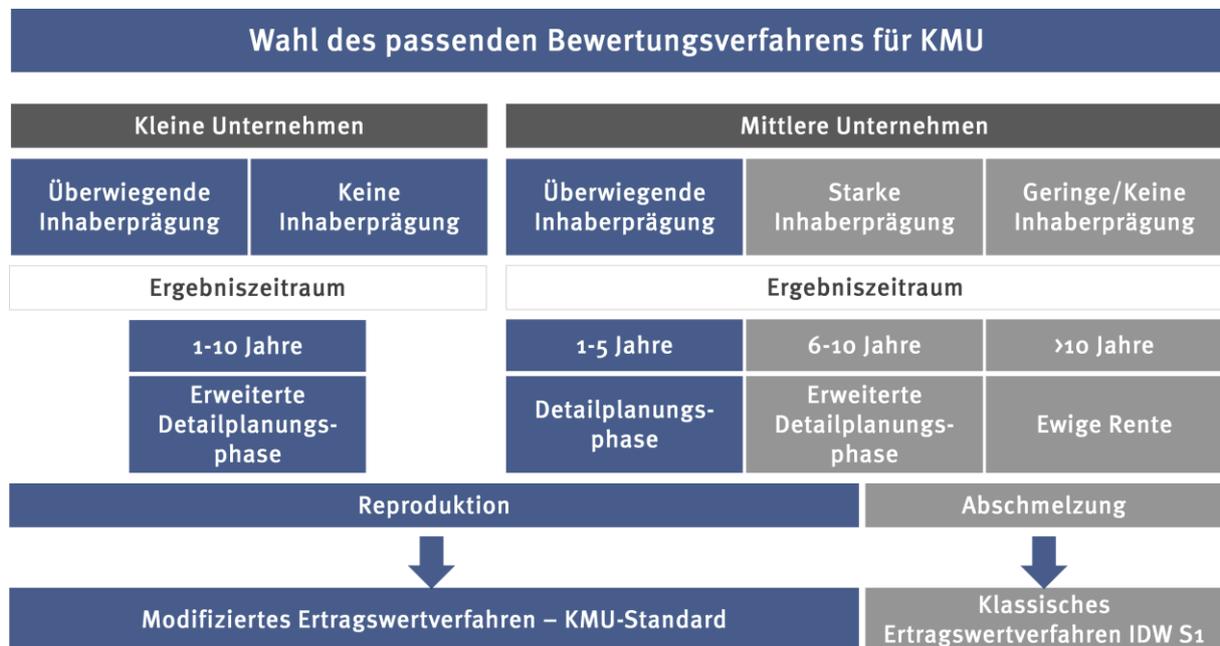
Bei der Anwendung der Ertragswertmethode für KMU sind Besonderheiten zu beachten, da KMU in der Regel im Vergleich zu großen Unternehmen eine Reihe anderer Voraussetzungen aufzuweisen haben. Vor allem aus der meist vorliegenden Inhaber- und Personenabhängigkeit ergibt sich, dass die methodischen Ansätze einer unendlichen Lebensdauer nur in begründeten Fällen auf kleine und mittlere Unternehmen (KMU) übertragen werden können und dass das klassische Ertragswertverfahren für die Bewertung von KMU in einer modifizierten Form angewendet werden sollte.

Das modifizierte Ertragswertverfahren unterscheidet sich entsprechend vom Ertragswertverfahren durch eine Begrenzung des Kapitalisierungszeitraums (Lebensdauer des Unternehmens) auf wenige Jahre (i.d.R. 1 – 10 Jahre) und eine daraus resultierende Notwendigkeit einer zusätzlichen Berücksichtigung des Substanzwertes.

Der Wert eines KMU, das fortgeführt werden soll (Going-Concern-Prinzip), setzt sich somit nach dem modifizierten Ertragswertverfahren aus den beiden wesentlichen Komponenten

Substanzwert (materieller Unternehmenswert) und ideellem Wert = Ertragswert (immaterieller Unternehmenswert) zum Bewertungsstichtag zusammen.

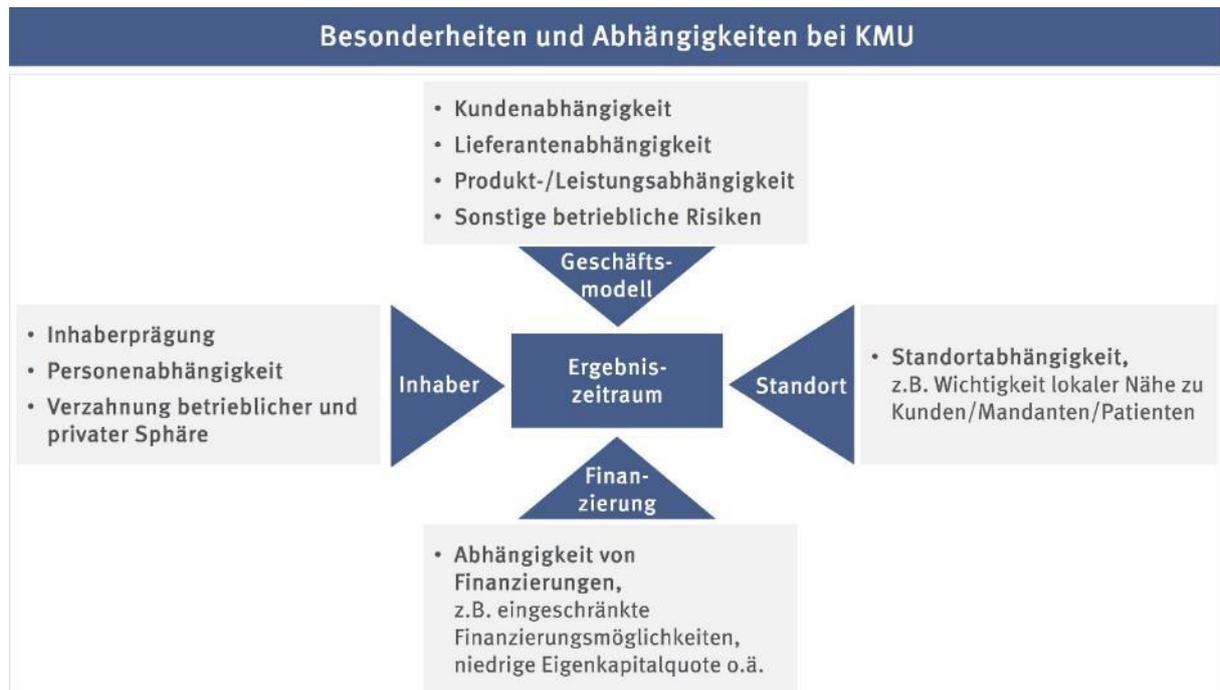
Die folgende Abbildung gibt einen Überblick darüber, in welchen Fällen der Bewertung inhaberbezogener Unternehmen vorzugsweise das Modifizierte Ertragswertverfahren anzuwenden ist.



Quelle: Butz Consult GmbH

Der Ergebniszeitraum drückt aus, welchen Zeitraum ein Übernehmer des Unternehmens benötigt, um das durch den/die Übergeber des Unternehmens geschaffene Erfolgspotential durch die eigene Tätigkeit auf seine Person zu überführen bzw. wie lange eine Reproduktion des zum Erwerb vorgesehenen Unternehmens an diesem Standort dauern würde.

Die folgenden qualitativen Merkmale haben einen Einfluss auf die Dauer des Ergebniszeitraums inhabergeprägter KMU:



Quelle: Butz Consult GmbH

Auch zur Berechnung des modifizierten Ertragswertes ist es erforderlich, auf abgesicherten Planungsrechnungen des Unternehmens, basierend auf den um Sondereffekten bereinigten Werten der Vergangenheit, die nachhaltig den Gesellschaftern zufließenden finanziellen Überschüsse zu ermitteln. Diese zukünftigen Überschüsse sind mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen.

Gemäß höchstrichterlicher Rechtsprechung ist bei der Bewertung von KMU sowie freiberuflichen Unternehmen das modifizierte Ertragswertverfahren als generell vorzugswürdig einzustufen.

### 3.5 Praxisbeispiel Modifiziertes Ertragswertverfahren

Im Folgenden wird anhand eines fiktiven Unternehmens in einem Praxisbeispiel eine Bewertung nach dem modifizierten Ertragswertverfahren gezeigt.

Zu bewerten ist ein produzierendes Unternehmen (Beispiel GmbH) im Bereich Medizintechnik mit Standort in Nordrhein-Westfalen. Das Unternehmen wurde 2006 gegründet, ist inhabergeführt und beschäftigt 10 Mitarbeiter.

#### Vergangenheitsanalyse:

Die Grundlage der Unternehmensbewertung bildet eine Betrachtung der vergangenen finanziellen Entwicklung. Die Ertragslage der Beispiel GmbH für die letzten 3 Jahre vor dem Bewertungsstichtag zeigt folgendes Bild:

| Werte in €                                 | 2020             | 2021             | 2022             |
|--|------------------|------------------|------------------|
| Umsatzerlöse                               | 3.000.000        | 3.500.000        | 3.800.000        |
| Bestandsveränderung                        | 0                | 0                | 0                |
| Eigenleistung/Eigenverbrauch               | 0                | 0                | 0                |
| <b>Gesamtleistung</b>                      | <b>3.000.000</b> | <b>3.500.000</b> | <b>3.800.000</b> |
| Sonstige betriebliche Erträge              | 20.000           | 40.000           | 25.000           |
| Materialaufwand / bezogene Leistungen      | 1.000.000        | 1.250.000        | 1.500.000        |
| <b>Rohrertrag</b>                          | <b>2.020.000</b> | <b>2.290.000</b> | <b>2.325.000</b> |
| Personalaufwand                            | 560.000          | 600.000          | 630.000          |
| <i>davon Geschäftsführergehalt</i>         | <i>90.000</i>    | <i>95.000</i>    | <i>100.000</i>   |
| Abschreibungen                             | 250.000          | 260.000          | 290.000          |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen         | 800.000          | 820.000          | 840.000          |
| <b>EBIT (Betriebsergebnis)</b>             | <b>410.000</b>   | <b>610.000</b>   | <b>565.000</b>   |
| Zinsertrag und ähnliche Erträge            | 0                | 0                | 0                |
| Zinsaufwand und ähnliche Aufwendungen      | 15.000           | 15.000           | 15.000           |
| Außerordentliche Erträge                   | 0                | 0                | 0                |
| Außerordentliche Aufwendungen              | 0                | 0                | 0                |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag           | 120.000          | 190.000          | 200.000          |
| Sonstige Steuern                           | 0                | 0                | 0                |
| <b>Jahresüberschuss / Jahresfehlbetrag</b> | <b>275.000</b>   | <b>405.000</b>   | <b>350.000</b>   |

Die Bilanz der Beispiel GmbH stellt sich wie folgt dar:

| <b>Aktiva in €</b>                              | <b>2020</b>      | <b>2021</b>      | <b>2022</b>      |
|---|------------------|------------------|------------------|
| Grundstücke und Gebäude                         | 500.000          | 450.000          | 480.000          |
| Technische Anlagen und Maschinen                | 1.000.000        | 1.050.000        | 1.020.000        |
| Betriebs- u. Geschäftsausstatt., andere Anlagen | 580.000          | 560.000          | 520.000          |
| Geleistete Anzahlungen und Anlagen im Bau       | 0                | 0                | 0                |
| Weiteres Anlagevermögen                         | 0                | 0                | 0                |
| Vorräte   | 220.000          | 240.000          | 250.000          |
| Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände   | 320.000          | 340.000          | 360.000          |
| Kassenbestand                                   | 250.000          | 300.000          | 350.000          |
| Weiteres Umlaufvermögen                         | 0                | 0                | 0                |
| Sonstige Aktiva / Rechnungsabgrenzungsposten    | 0                | 0                | 0                |
| <b>Summe Aktiva</b>                             | <b>2.870.000</b> | <b>2.940.000</b> | <b>2.980.000</b> |
| <b>Passiva in €</b>                             | <b>2020</b>      | <b>2021</b>      | <b>2022</b>      |
| Eigenkapital                                    | 900.000          | 1.100.000        | 1.200.000        |
| Rückstellungen                                  | 500.000          | 600.000          | 700.000          |
| Verbindlichkeiten                               | 1.470.000        | 1.240.000        | 1.080.000        |
| <i>davon verzinsliches Fremdkapital</i>         | <i>900.000</i>   | <i>900.000</i>   | <i>700.000</i>   |
| Sonstige Passiva / Rechnungsabgrenzungsposten   | 0                | 0                | 0                |
| <b>Summe Passiva</b>                            | <b>2.870.000</b> | <b>2.940.000</b> | <b>2.980.000</b> |

In den Vermögenswerten wurde nicht betriebsnotwendiges Vermögen in Höhe von rund 50.000 € an überschüssiger Liquidität identifiziert. Dieses ist gesondert auszuweisen.

Das Unternehmen ist mit einer Eigenkapitalquote von 40,3 % und einem Verschuldungsgrad von 148 % solide aufgestellt.

#### Bereinigungen:

Die IST-Jahre sind um Sondereffekte zu bereinigen, um die nachhaltig den Gesellschaftern zufließenden Überschüsse zu ermitteln. Bereinigungen sind u.a. bei Sondereinflüssen oder personenbezogenen Erfolgsfaktoren (bspw. Berücksichtigung eines angemessenen Geschäftsführergehalts / kalkulatorischen Unternehmerlohns). Weitere Sondereinflüsse können sein: außerordentliche, sonstige Aufwendungen und außerordentliche, sonstige Erträge, überhöhte Abschreibungen, Abweichungen bei steuerlicher und betriebswirtschaftlicher Nutzungsdauer, privat verursachte Kosten (Reisen, PKW, etc.), Vergütungen an Familienmitglieder (Mieten, fiktive Anstellung, etc.) usw.

Im Praxisbeispiel ergeben sich die folgenden Bereinigungen, im Wesentlichen die Korrektur des Geschäftsführergehalts auf ein marktübliches Niveau sowie identifizierte einmalige Aufwendungen:

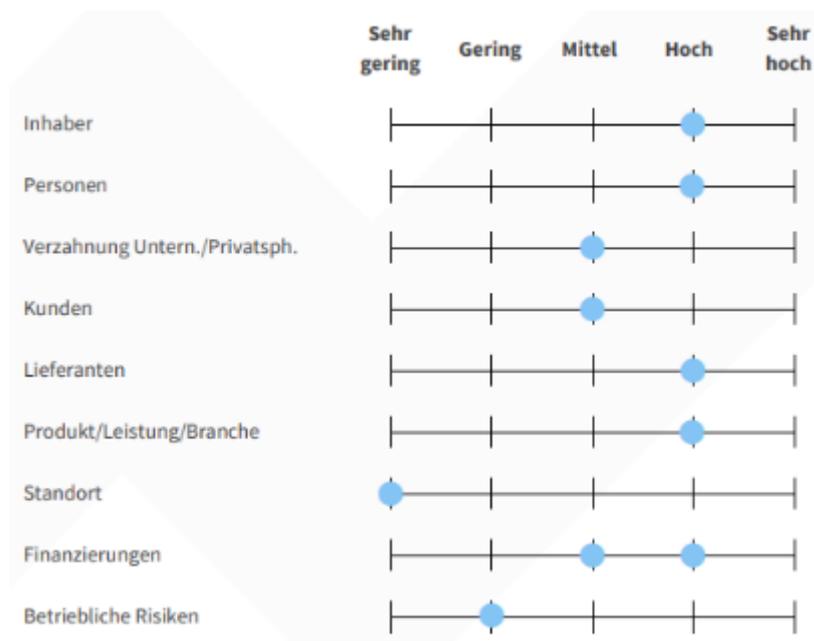
| Werte in €                                 | 2020           | 2021           | 2022           |
|--|----------------|----------------|----------------|
| Marktübliches Geschäftsführergehalt        | 150.000        | 160.000        | 170.000        |
| - Geschäftsführergehalt (siehe GuV)        | - 90.000       | - 95.000       | - 100.000      |
| Zusätzliche ergebnisbeeinflussende Effekte | -20.000        | -22.000        | -24.000        |
| <b>Summe EBIT-Bereinigungen</b>            | <b>-40.000</b> | <b>-43.000</b> | <b>-46.000</b> |

Die um die Sondereffekte bereinigte GuV wird für die weitere Unternehmensplanung herangezogen.

### Ergebniszeitraum

Eine zentrale Fragestellung zur Festlegung des Bewertungszeitraums für die Abzinsung der zukünftigen Erträge ist die Einschätzung der Abhängigkeiten (vgl. 3.4.1). Allgemein lässt sich sagen, dass hohe Abhängigkeiten zu einem kurzen Ergebniszeitraum führen und somit einen unternehmenswertmindernden Einfluss mit sich bringen.

Die Abhängigkeiten der Beispiel GmbH wurden nach eingehender Analyse wie folgt eingeschätzt:



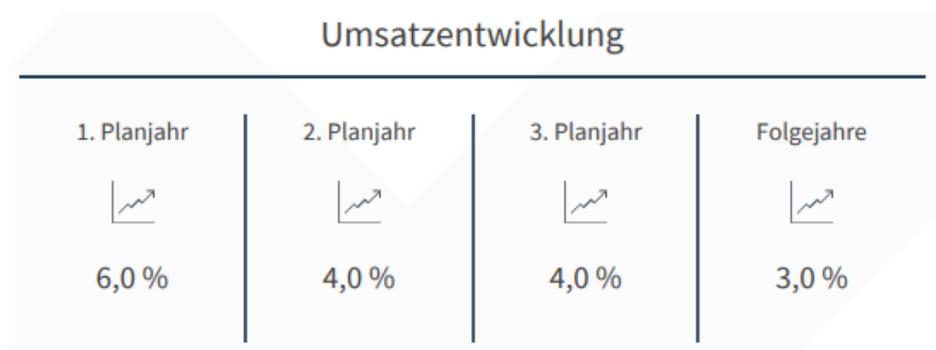
Basierend auf diesen Angaben ergibt sich in diesem Fall über ein Scoringmodell, welches die Abhängigkeiten einzeln gewichtet, ein Ergebniszeitraum zur Berechnung des individuellen Unternehmenswertes von **6 Jahren**. Das bedeutet, dass für die Ertragswertermittlung ein Prognosezeitraum von 6 Jahren herangezogen wird.

### Planung der Zukunftsdaten:

Grundlagen für die Planung der Zukunftsdaten (insb. Gewinn- und Verlustrechnung) für den Prognosezeitraum können beispielsweise Planungsrechnungen des Unternehmens (wenn stichtagsnah erstellt) oder eine Prognose abgeleitet aus den bereinigten Vergangenheitswerten und plausiblen Annahmen zur zukünftigen Markt-, Branchen- und Unternehmensentwicklung.

Eine Planungsrechnung auf der Grundlage von plausiblen Annahmen ist entscheidend für die Genauigkeit der Bewertung.

Im Praxisbeispiel bilden die gewichteten, bereinigten IST-Daten sowie die Prognose der zukünftigen Umsatzentwicklung die Basis für die Planzahlen. Die Kostenpositionen sind auf Grundlage der angepassten Vergangenheitswerte proportional fortgeschrieben. Die Umsatzentwicklung wird wie folgt geplant:



Für die Beispiel GmbH ergibt sich exemplarisch für die ersten drei Planjahre die folgende Plan GuV:

| Werte in €                            | 2023             | 2024             | 2025             |
|---------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Umsatzerlöse                          | 4.028.000        | 4.189.120        | 4.356.685        |
| Bestandsveränderung                   | 0                | 0                | 0                |
| Eigenleistung/Eigenverbrauch          | 0                | 0                | 0                |
| <b>Gesamtleistung</b>                 | <b>4.028.000</b> | <b>4.189.120</b> | <b>4.356.685</b> |
| Sonstige betriebliche Erträge         | 33.070           | 34.393           | 35.769           |
| Materialaufwand / bezogene Leistungen | 1.498.302        | 1.558.234        | 1.620.563        |
| <b>Rohhertrag</b>                     | <b>2.562.769</b> | <b>2.665.279</b> | <b>2.771.891</b> |
| Personalaufwand                       | 764.849          | 795.443          | 827.261          |
| <i>davon Geschäftsführergehalt</i>    | <i>170.000</i>   | <i>170.000</i>   | <i>170.000</i>   |
| Abschreibungen                        | 317.719          | 330.094          | 342.965          |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen    | 913.155          | 949.681          | 987.668          |
| <b>EBIT (Betriebsergebnis)</b>        | <b>567.046</b>   | <b>590.062</b>   | <b>613.997</b>   |

### Ertragswertberechnung

Die Berechnung des Ertragswerts ergibt sich aus den mit dem Kapitalisierungszins abgezinsten zukünftigen entziehbaren Überschüssen nach Steuerbelastung.

Der **Kapitalisierungszins** ist ein zentraler Parameter des Ertragswertverfahrens und wird im Rahmen der Unternehmensbewertung unternehmensindividuell ermittelt. Zur Ermittlung empfiehlt das IDW die Anwendung des Capital Asset Pricing Model (CAPM) bzw. des Tax-CAPM. Dabei ergibt sich nach dem CAPM die risikoadäquate Renditeforderung der Eigenkapitalgeber aus der Rendite einer risikolosen Anlage und einer mit einem unternehmensspezifischen Beta-Faktor gewichteten Prämie für die Übernahme des Marktrisikos.

In diesem Fall setzt sich der Kapitalisierungszins unter Berücksichtigung der Branchenzugehörigkeit „Pharma, Bio- und Medizintechnik“ wie folgt zusammen:

| Werte                               |      |
|-------------------------------------|------|
| Basiszins (in %)                    | 2,50 |
| Marktrisikoprämie n. Steuern (in %) | 5,75 |
| Beta-Faktor (unverschuldet)         | 0,73 |
| <b>Kapitalisierungszins</b>         |      |
| <b>6,7 %</b>                        |      |

Bei der Berechnung des Kapitalisierungszinses wurde neben der typisierten Einkommensteuerbelastung auch der unternehmensspezifische Verschuldungsgrad berücksichtigt.

Bei der Berechnung der mit dem Kapitalisierungszins abgezinsten zukünftigen entziehbaren Überschüssen nach Steuerbelastung wird vereinfacht von einer Ausschüttungsquote der Jahresüberschüsse von 100 % sowie einem typisierten Steuersatz auf Anteilseigner-Ebene entsprechend der Rechtsform GmbH von 26 % ausgegangen.

Demnach ergeben sich die folgenden zukünftigen entziehbaren Überschüsse:

| Werte in €              | 2023    | 2024     | 2025     | Folgejahre |
|-------------------------|---------|----------|----------|------------|
| EBIT (Betriebsergebnis) | 567.046 | 590.062  | 613.997  | 1.956.269  |
| Jahresüberschuss        | 374.067 | 389.662  | 405.881  | 1.295.076  |
| Steuern (Anteilseigner) | -98.660 | -102.773 | -107.051 | -341.576   |
| Entziehbarer Überschuss | 275.407 | 286.888  | 298.830  | 953.500    |
| Barwert                 | 258.009 | 251.787  | 245.699  | 688.111    |

Die Summe der Barwerte der entziehbaren Überschüsse, aufgezinst zum Datum der Erstellung der Unternehmensbewertung ergibt den Ertragswert:

| Werte in €                 |           |
|----------------------------|-----------|
| Ertragswert zum 31.12.2022 | 1.443.605 |
| Aufzinsungsfaktor          | 1,05      |


Ertragswert

1.490.000 €

### Substanzwertberechnung

Im Modifizierten Ertragswertverfahren ist zum Ertragswert mit begrenztem Ergebniszeitraum noch der Substanzwert hinzuzurechnen. Dabei ergibt sich der Substanzwert im Wesentlichen aus dem Wert des Eigenkapitals zuzüglich/abzüglich stiller Reserven bzw. Lasten in den Vermögenswerten, abzgl. des nicht betriebsnotwendigen Vermögens.

Gerade bei kapitalintensiven Unternehmen ist die Zuhilfenahme von Experteneinschätzungen ratsam, um beim Substanzwert eine fundierte Bewertung zu erhalten. So können Immobiliengutachter beispielsweise den Wert von vorhandenen Immobilien bewerten, während Gutachter für technische Anlagen und Maschinen zur Bewertung größerer Anlagen oder Fuhrparke herangezogen werden sollten.

Für die Beispiel GmbH ist aus einem zur Verfügung gestellten Immobiliengutachten der am Markt erzielbare Wert (Verkehrswert) für die vorhandene Grundstücke und Gebäude ermittelt worden. Dieser liegt bei 600.000 €.

Stille Reserven im Sonstigen Anlagevermögen wurden in pauschalierter Form aufgedeckt durch eine Einschätzung der betriebswirtschaftlichen Nutzungsdauer der Anlagegüter, die in der Regel die steuerliche Nutzungsdauer übersteigt und somit der entsprechend höhere Verkehrswert anzusetzen ist.

Zusammengefasst ergeben sich für die Beispiel GmbH die folgenden Werte:

| Werte in €                         | Bilanzwert       | Stille Reserve | Substanzwert     |
|------------------------------------|------------------|----------------|------------------|
| Grundstücke und Gebäude            | 480.000          | 120.000        | 600.000          |
| Sonstiges Anlagevermögen           | 1.540.000        | 308.000        | 1.848.000        |
| <b>Eigenkapital</b>                | <b>1.200.000</b> | <b>428.000</b> | <b>1.628.000</b> |
| <b>- Nicht betriebsn. Vermögen</b> | <b>- 50.000</b>  | <b>-</b>       | <b>- 50.000</b>  |

|  |
|--|
| <p>Substanzwert</p>  <p>1.578.000 €</p> |
|--|

### Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Zusätzlich zu dem nach dem modifizierten Ertragswertverfahren ermittelten Wert des Unternehmens enthält die Beispiel GmbH auch nicht betriebsnotwendiges Vermögen (NBV).

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist bei der Ermittlung des Substanzwerts aus dem Anlagenverzeichnis auszugliedern & gesondert zu bewerten.

Einige Beispiele:

- Fahrzeuge, die privat veranlasst sind, oder Immobilien, die nicht speziell für den Betrieb notwendig sind
- Unternehmensbeteiligungen, die nicht für den Betrieb notwendig sind
- Überkapazitäten an Vorräten
- Überliquidität auf Finanzkonten

Beim NBV handelt es sich um frei veräußerbare Vermögensteile, für die eine Bewertung zum Liquidationswert vorzunehmen ist

Im Fallbeispiel ist die identifizierte Überliquidität in Höhe von 50.000 € dem Unternehmenswert gesondert hinzuzurechnen.

### Modifizierter Ertragswert

Somit ergibt sich für die Beispiel GmbH der folgende Modifizierte Ertragswert, der sich aus den Komponenten Ertragswert, Substanzwert und nicht betriebsnotwendiges Vermögen zusammensetzt:



## 4. HERAUSFORDERUNGEN UND ZUKUNFT DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Obwohl die Methodik der Unternehmensbewertung hinreichend wissenschaftlich fundiert ist, gibt es in der Praxis dennoch vielfältige Herausforderungen, denen Unternehmensbewerter gegenüberstehen. Einige dieser Herausforderungen werden nachfolgend beschrieben.

### 4.1 Subjektivität der Annahmen

Insbesondere bei den Gesamtbewertungsverfahren basiert die Bewertung auf Zukunftsannahmen. Für den Unternehmensbewerter ist hier die Herausforderung, die zugrunde liegenden Annahmen plausibel herzuleiten und zu erläutern. Idealerweise liegen mehrere Szenarien zugrunde, die simuliert werden. Die Annahmen sollten valide verprobt und mit entsprechenden Quellen und Erkenntnissen unterlegt sein. Hier bieten die Grundsätze der objektivierte Bewertung durch einen neutralen Experten Verlässlichkeit für eine solide Ausarbeitung. Dennoch bleibt die Ertragsplanung und zukünftige Entwicklung des Unternehmens immer mit Unsicherheiten behaftet und verschiedensten Einflüssen ausgesetzt, die selbst in der objektivierten Herangehensweise niemals vollständig prognostiziert werden können. Möglicherweise können hier zukünftig automatisierte, ggf. KI-gestützte Prognosemodelle, die basierend auf Branchenangaben, Unternehmensdaten und Zukunftsszenarien eine Szenarioplanung generieren können, eine weitere Hilfe sein, Unsicherheit zu reduzieren.

Beim Unternehmensverkauf kann die Unsicherheit in bestimmten Fällen in variable Kaufpreisanteile (Earn-out Strukturen) oder Abschläge auf den Basiskaufpreis münden. Zugleich bietet sich aber durch eine Vielzahl potenzieller Unternehmenskäufer derzeit eine sehr gute Chance, sein Unternehmen zu fairen und angemessenen Konditionen zu veräußern. Eine objektivierte Bewertung liefert eine gute Grundlage; der Preis bildet sich letztendlich am Markt.

### 4.2 Ungenauigkeit der Vergleiche

Ein Unternehmen wird immer im Vergleich zu alternativen Investitionen bewertet. Hier liegt eine große Herausforderung darin, die passende Vergleichsgruppe zu definieren. Dies gilt einerseits für den Einsatz von Multiplikatoren, die auf Basis von Transaktionen vergleichbarer Unternehmen gebildet werden. Hierbei ist entscheidend, dass auch wirklich Unternehmen mit einem ähnlichen Geschäftsmodell in derselben Branche betrachtet werden und gleichzeitig eine relevante Grundgesamtheit an vergleichbaren Transaktionen vorliegt. Da gerade im KMU-Umfeld viele Transaktionsdaten nach wie vor nicht frei verfügbar sind, ist dies regelmäßig eine Herausforderung.

Andererseits gilt dies ebenso für die Herleitung des Kapitalisierungszinssatzes in den Gesamtbewertungsverfahren, da im Zuge der Ermittlung des Betafaktors im Capital Asset Pricing Model ebenfalls eine relevante Vergleichsgruppe herangezogen wird, die meist aus börsennotierten Unternehmen derselben Branche besteht. Auch hier besteht die Herausforderung darin, eine möglichst passende Vergleichsgruppe zu definieren.

#### 4.3 Vernachlässigung von nicht-finanziellen Faktoren

Ein vielfach hervorgebrachter Kritikpunkt an der Unternehmensbewertungspraxis auf Basis der beschriebenen Methoden ist die vermeintliche Vernachlässigung von nicht-finanziellen Faktoren. Obgleich diese Faktoren, z.B. in Form von immateriellen Vermögensgegenständen wie eigens entwickelten Marken oder Patenten, Kundenbeziehungen oder Know-How, nicht explizit als Bewertungsgegenstand in die Bewertung einfließen, müssen diese Faktoren im Rahmen der Planungserstellung in den Gesamtbewertungsverfahren mitberücksichtigt werden. Hier unterscheidet sich die überschlägige Berechnungsform, bspw. in Form von Multiplikatoren, von den detaillierten Bewertungsverfahren, bspw. in Form des Ertragswert- oder DCF-Verfahrens. Besondere Alleinstellungsmerkmale des Unternehmens haben in die Planungsrechnung Einzug zu halten, meist über entsprechend positivere Wachstumsannahmen im Umsatz oder geringere Kosten (z.B., wenn ein besonderes Produktionsverfahren besteht). Die Herausforderung besteht darin, diese Faktoren zu beziffern und im Modell plausibel abzubilden.

#### 4.4 Meinungsverschiedenheit zwischen Käufer und Verkäufer

Meinungsverschiedenheiten zwischen Käufer und Verkäufern über den Unternehmenswert resultieren oft aus abweichenden Vorstellungen zu Wert und Preis des Unternehmens. Während der objektivierte Unternehmenswert rechnerisch auf Basis möglichst realitätsnaher Annahmen ermittelt wird, spielen bei der Kaufpreisfindung auch Emotionen eine Rolle. So geht der Käufer in der Regel nüchtern davon aus, welche Erträge er mit dem Unternehmen zukünftig erzielen kann. Wenn keine zusätzlichen Synergiepotentiale vorliegen, liegt dieser Wert typischerweise unter dem Wert, den der Verkäufer seinem Unternehmen bemisst, da meist noch die Anstrengungen und emotionale Verbundenheit mit dem eigenen Unternehmen eingepreist wird.

In der Kaufpreisfindung liegt dann die Herausforderung darin, den Unternehmenswert mit der Kaufpreisvorstellung übereinanderzulegen und den Verkäufer zu sensibilisieren, dass die eigene Vorstellung ggf. überhöht ist. Am Ende bildet sich der Kaufpreis aus einer Vielzahl von Faktoren; der Unternehmenswert bildet einen möglichst objektiven Anker für die Verhandlung.

## 5. DIGITALE TOOLS IN DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Digitale Tools zur Unternehmensbewertung sind in den letzten Jahren vielfältig im Internet verfügbar geworden. Das Angebot reicht von einer kurzen Erfassung weniger Unternehmensparameter und einer überschlägigen Berechnung auf der Basis von Multiplikatoren bis hin zu komplexeren Dateneingaben, detaillierten DCF- oder Ertragswertberechnungen mit umfangreichen Ergebnisberichten zum Download.

Digitale Tools können für Unternehmensinhaberinnen und -inhaber, die auf der Suche nach einer ersten Einschätzung des eigenen Unternehmenswerts sind, sowie für beratende Berufe, die Unternehmensbewertungen im Rahmen ihrer Kundenbeziehungen benötigen, eine wertvolle Hilfe sein.

Am Markt gibt es mittlerweile einige Online-Unternehmensbewertungstools, von denen allerdings nur wenige eine solide Fundierung bieten. Für ein adäquates Ergebnis sollte darauf geachtet werden, dass beim angebotenen Tool nicht nur ein Multiple-Verfahren zum Einsatz kommt, sondern mehrere Methoden und vor allem ein KMU-gerechtes Gesamtbewertungsverfahren (z.B. das Modifizierte Ertragswertverfahren) die Grundlage der Berechnungen liefert. Zudem sollte auf die Bewertungsexpertise und -erfahrung des anbietenden Unternehmens geachtet werden.

Ein besonderes Augenmerk sollte in jedem Fall den Grenzen einer digitalen Bewertung insbesondere im Einsatz eines kleinen oder mittleren Unternehmens gelten, die eine fundierte Einschätzung eines Experten der Unternehmensbewertung nicht ersetzen kann. Viele Bewertungsanlässe erfordern nach wie vor ein individuelles Bewertungsgutachten durch einen Sachverständigen mit entsprechend fundierter Methodik.



### ***PRAXISTIPP: Digitale Unternehmensbewertung mit KMUVALUE***

*Eine erste qualifizierte und kostenlose Einschätzung zum Unternehmenswert auf Basis des modifizierten Ertragswertverfahren liefert das digitale Unternehmensbewertungstool KMUVALUE. Das Tool wurde von Bewertungsexperten entwickelt und ist speziell für die Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) ausgelegt. Der Rechner ist einfach zu bedienen; die Eingabe der Daten dauert etwa 15 Minuten. Danach liefert das Tool direkt online eine erste Wertindikation.*

*Für Unternehmensberater und M&A Professionals wird zudem die professionelle Multi-User-Anwendung KMUVALUE expert angeboten, die darüber hinaus weitere Funktionen und umfangreiche, fundierte Berichtsformate zum Download bietet.*

[www.kmu-value.de](http://www.kmu-value.de)

**KMU**  
**VALUE**

## 6. FAZIT

Die Unternehmensbewertung für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) ist komplex. Die wichtigsten Erkenntnisse wurden in diesem Whitepaper beleuchtet und sind hier für Sie zusammengefasst:

- Wert ist nicht gleich Preis: Preis ist das, was man bezahlt – Wert ist das, was man bekommt
- Es gibt nicht den einen Wert: Unternehmensbewertung ist objektivierbar, aber nie objektiv
- Es gibt verschiedene Faktoren, die den Unternehmenswert beeinflussen und durch die sich der Wert gestalten lässt: Marktfaktoren, finanzielle und nicht-finanzielle Faktoren
- Die Anlässe für eine Unternehmensbewertung sind vielfältig und die Methode richtet sich nach dem Anlass
- Eine Bewertung sollte nie nur auf Basis einer einzigen Methode stattfinden
- Für KMU sind Gesamtbewertungsverfahren vorzuzugswürdig und in Deutschland hat sich das Modifizierte Ertragswertverfahren in der Bewertung weitgehend durchgesetzt
- Es gibt viele Herausforderungen in der Unternehmensbewertung und jede Bewertung ist individuell – die Hilfe eines ausgewiesenen Experten ist immer zu empfehlen
- Digitale Tools können eine erste Indikation geben – wenn sie fundiert sind

Gerade jetzt entscheiden sich viele Unternehmer über den Fortgang ihres Unternehmens und die Frage der Nachfolge wird Demografie bedingt immer drängender. Besonders auch, weil immer weniger Nachfolger aus der eigenen Familie stammen und das Unternehmen verkauft werden muss.

Eine Unternehmensbewertung ist in diesem Fall immer ein guter Startpunkt, um eine erste Orientierung zu bekommen. Ist das, was ich mir als Kaufpreis vorstelle, realistisch? Und diese Frage sollte am besten frühzeitig beantwortet werden, damit nachfolgend ggf. damit begonnen werden kann, die entsprechenden Hebel zu bewegen, um den Unternehmenswert zu steigern. Am besten, Sie beginnen noch heute!

## 8. ÜBER BUTZ CONSULT

Geschäftsbereiche Butz Consult GmbH

### NACHFOLGE GESTALTEN.

BDU-zertifizierte Unternehmensberater für Unternehmensnachfolge, Unternehmenskauf und -verkauf (M&A) sowie Unternehmensentwicklung im Mittelstand.



### WERTE ERMITTELN.

Experten für betriebswirtschaftliche Gutachten zu Unternehmensbewertung, Wirtschaftlichkeitsanalysen, Verdienstaufschlag u. a.;

öffentlich bestellt und vereidigt bei der IHK.



#### BUTZ CONSULT GMBH

info@butz-consult.de  
www.butz-consult.de

Hauptsitz:  
Wilhelmshofallee 79-81  
47800 Krefeld

Fon +49 (0)2151 93 19 19 – 60  
Fax +49 (0)2151 93 19 19 – 69

#### NIEDERLASSUNGEN

Düsseldorf  
Münster  
Bremen  
Leipzig  
Berlin