



Leitfaden

# Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)

Fachverband Unternehmensnachfolge

## **Der BDU-Fachverband Unternehmensnachfolge**

Die Mitglieder des Fachverbands Unternehmensnachfolge sind erfahrene Sparringspartner/-innen für Unternehmen, die ihre Nachfolge planen und für Menschen, die ein Unternehmen übernehmen möchten. Wir verfügen über umfassende Expertise in der Gestaltung von Unternehmensnachfolgen und im M&A-Geschäft und beherrschen die Prozesse und Tools, um Fragen in diesem Themenkomplex zu beantworten.

Gemeinsam mit unseren Mandanten entwickeln wir maßgeschneiderte Lösungen für die komplexen Herausforderungen, die dieser entscheidende Wendepunkt im Lebenszyklus eines Unternehmens mit sich bringt. Unser bundesweites Netzwerk besteht aus qualitätsgeprüften Beraterinnen und Beratern nach den Standards des BDU. Wir teilen ein gemeinsames Werteverständnis: Verlässlichkeit, Transparenz und Menschlichkeit – sowohl im Umgang mit Kunden als auch im kollegialen Miteinander. Wir sind davon überzeugt: Nur eine ganzheitliche Herangehensweise in der Nachfolgeberatung führt zu nachhaltigem Erfolg – im besten Interesse unserer Mandanten.



## **Der Bundesverband Deutscher Unternehmensberatungen (BDU) e. V.**

Der BDU ist der Wirtschafts- und Berufsverband der Consultingwirtschaft in Deutschland, in der über 243.000 Menschen beschäftigt sind und rund 49 Mrd. € umgesetzt werden. Er vertritt die Interessen der bundesweit mehr als 25.750 Unternehmensberatungen. Da Consulting für die deutsche Wirtschaft von großer Bedeutung ist, hat es sich der BDU zur Aufgabe gemacht, durch vielfältige Qualitätsinitiativen zur ständigen Verbesserung dieser Dienstleistung beizutragen. Grundsätze, Leitfäden und Empfehlungen dienen den BDU-Mitgliedsunternehmen als Maßstab für ihre Tätigkeit und bieten Beratenden sowie deren Kunden eine verlässliche Orientierung an den anerkannten Best Practices und aktuellen Standards in der Unternehmensberatung.



# Inhalt

|                                                                     |    |
|---------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Vorbemerkungen</b>                                               | 4  |
| <b>1. Grundlagen zur Unternehmensbewertung</b>                      | 5  |
| 1.1 Über den Unternehmenswert                                       | 5  |
| 1.2 Anlässe der Unternehmensbewertung                               | 5  |
| 1.3 Über den Nutzen einer fundierten Bewertung                      | 6  |
| 1.4 Über den Zusammenhang zwischen Wert und Kaufpreis               | 6  |
| 1.5 Wer erstellt eine fundierte Bewertung?                          | 6  |
| <b>2. Faktoren, die den Unternehmenswert beeinflussen</b>           | 7  |
| 2.1 Marktfaktoren                                                   | 7  |
| 2.2 Finanzielle Faktoren                                            | 7  |
| 2.3 Nicht-finanzielle Faktoren                                      | 7  |
| <b>3. Methoden zur Unternehmenswertberechnung</b>                   | 10 |
| 3.1 Einzelbewertungsverfahren                                       | 11 |
| 3.2 Vergleichsverfahren                                             | 12 |
| 3.3 Gesamtbewertungsverfahren                                       | 13 |
| 3.4 Mischverfahren                                                  | 13 |
| <b>4. Praxisbeispiel Modifiziertes Ertragswertverfahren für KMU</b> | 16 |
| <b>5. Herausforderungen der Unternehmensbewertung</b>               | 23 |
| 5.1 Subjektivität der Annahmen                                      | 23 |
| 5.2 Ungenauigkeit der Vergleiche                                    | 23 |
| 5.3 Vernachlässigung nicht finanzieller Faktoren                    | 23 |
| 5.4 Verschiedene Meinungen über Unternehmenswert                    | 24 |
| <b>6. Digitale Tools in der Unternehmensbewertung</b>               | 25 |
| <b>7. Fazit</b>                                                     | 26 |

# Vorbemerkungen

Eine der zentralen Fragen, die sich Unternehmer/-innen vor der Einleitung eines Nachfolge- oder Verkaufsprozesses stellen, betrifft den Wert ihres Unternehmens. Gerade hier besteht häufig erheblicher Aufklärungsbedarf, da sich diese Frage nicht pauschal beantworten lässt.

Für eine fundierte Unternehmensbewertung sind verschiedene Vorarbeiten erforderlich, die an die aktuellen wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen angepasst werden müssen. Dieser Aufwand lohnt sich jedoch: Eine transparente und nachvollziehbare Bewertung ist von entscheidender Bedeutung für einen erfolgreichen Nachfolge- oder Verkaufsprozess.

Allerdings sind Unternehmensnachfolge und Unternehmensverkauf nicht die einzigen Anlässe, die eine Bewertung erforderlich machen. Es gibt viele weitere Anlässe, in denen eine fundierte Unternehmensbewertung sinnvoll ist. So können auf der Basis einer soliden Bewertung schwierige Diskussionen und Verhandlungssituationen sachlich und zielorientiert gemeistert werden. Dies gilt in besonderem Maße für familien- oder erbrechtliche Fragestellungen, bei denen häufig auch die Vorgaben des Bewertungsgesetzes zu berücksichtigen sind.

Gerade für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) stellt die Unternehmensbewertung eine komplexe Herausforderung dar, die mit großer Sorgfalt durchgeführt werden sollte. Die Unterstützung durch erfahrene Experten ist dabei von entscheidender Bedeutung für den Erfolg.

In diesem Leitfaden erläutern wir die Grundlagen der Unternehmensbewertung von KMU. Darüber hinaus zeigen wir auf, welche Faktoren den Unternehmenswert beeinflussen können, welche Bewertungsmethoden in der Praxis am häufigsten angewendet werden und welchen Herausforderungen KMU im Bewertungsprozess begegnen.

Der BDU-Fachverband Unternehmensnachfolge wünscht Ihnen eine erkenntnisreiche Lektüre.

# 1. Grundlagen zur Unternehmensbewertung

## 1.1 Über den Unternehmenswert

Wichtig zu wissen: Es gibt nicht den einen Unternehmenswert! Es ist grundsätzlich zu unterscheiden zwischen subjektiven und objektivierten Unternehmenswerten. Bei einer Bewertung im Rahmen einer Transaktion haben die Verhandlungsparteien jeweils unterschiedliche subjektive Vorstellungen über den Wert des Unternehmens. Während die Verkaufspartei ihre – oft emotional geprägten – Einschätzungen zum eigenen Einsatz und den geleisteten Anstrengungen in der Vergangenheit meist mit einpreist, ist für die Erwerbsseite 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 objektivierter Wert kann durch einen neutralen Gutachter festgestellt werden und eine

Grundlage für die 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.

### Anlässe der Unternehmensbewertung

| <br>Unternehmerische | <br>Privatrechtliche | <br>Gesetzliche |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Kauf/Verkauf von Unternehmen / Anteilen                                                                 | Abfindungsfälle im Familienrecht                                                                        | Schiedsgerichtsverfahren                                                                             |
| Management-Buy-Out (MBO)                                                                                | Erbaueinander-setzungen                                                                                 | ErbStG:<br>Erbschaften / Schenkungen von Unternehmen / Anteilen                                      |
| Gesellschafterwechsel                                                                                   |                                                                                                         |                                                                                                      |

Der Unternehmenswert ist abhängig vom Anlass.

### 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 die Wahrscheinlichkeit für einen erfolgreichen Abschluss, zum Beispiel im Rahmen des Verkaufsprozesses, deutlich.

Sie sichert einen optimalen Preis. Bei der Frage, ob sich eine Bewertung überhaupt lohnt, sollten sich die Unternehmensverantwortlichen die Gegenfrage stellen: Was sind gerade jetzt die Konsequenzen, wenn ich ohne eine fundierte Vorstellung vom Wert meines Unternehmens ins Rennen gehe? Kann ich es mir leisten, Entscheidungen unter Umständen um Jahre zu verschieben und was riskiere ich?

Bei rechtlichen Bewertungsanlässen oder Gesellschafterauseinandersetzungen leistet eine neutrale Unternehmensbewertung meist einen unerlässlichen Beitrag zu einer fairen und vertrauensvollen Lösungsfindung und Einigung zwischen den Parteien.

### 1.4 Über den Zusammenhang zwischen Wert und Kaufpreis



**Preis ist das, was man bezahlt.  
Wert ist das, was man bekommt!**

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 Unternehmenskaufpreis 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.

### 1.5 Wer erstellt eine fundierte Bewertung?

Für eine fachlich fundierte Unternehmensbewertung ist es ratsam, sich an für dieses Themengebiet ausgewiesene Expertinnen und Experten zu wenden. Dies können unter anderem öffentlich bestellte und vereidigte Sachverständige, Certified Valuation Analysts oder Fachleute aus Nachfolgeberatungen, Wirtschaftsprüfungen und Steuerberatungen sein.

Wichtig ist es außerdem, sich vorab einen Eindruck von der praktischen Erfahrung der beratenden Person zu verschaffen. Dabei sollte unter anderem geprüft werden, auf wie viele Jahre Bewertungserfahrung zurückgegriffen werden kann und wie viele Unternehmensbewertungen bereits durchgeführt wurden. Unternehmensbewertungen sind stets individuell und je nach Unternehmen mit besonderen Sachverhalten verbunden.

Gerade hier zählt sich eine langjährige, umfassende und vielfältige Erfahrung in der Unternehmensbewertung aus. Ebenso wichtig ist, dass insbesondere bei kleinen und mittleren Unternehmen zahlreiche Besonderheiten zu berücksichtigen sind, die eine spezifische Herangehensweise erfordern. Bei der Auswahl der beratenden Expertise sollte daher auf fundierte Erfahrung in der Bewertung von KMU geachtet werden.

Für eine erste Indikation und Einschätzung zum Unternehmenswert können auch ausgewählte Online-Tools (siehe Kapitel 6) hilfreich sein. Nach Eingabe der wesentlichen Unternehmensparameter und Finanzdaten lässt sich hierüber eine erste Wertindikation ermitteln.

## 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 sollten. 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 der 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 erwirtschaften kann. Eine stabile bzw. ansteigende Umsatz- und Ertragslage hat in der Regel einen positiven Einfluss auf den Unternehmenswert. Eine allzu starke volatile Entwicklung ist hingegen meist unvorteilhaft.

#### 2.2.2 Bilanzstruktur

Auch die Bilanzstruktur sollte im Rahmen der Unternehmensbewertung sorgfältig analysiert werden. Die Aktivseite der Bilanz bildet sämtliche kurz- und langfristigen Vermögenswerte des Unternehmens ab, während die Passivseite Auskunft über die Kapitalisierung gibt, also über die Summe aus Eigenkapital und Schulden.

Eine hohe Eigenkapitalquote wirkt sich beispielsweise positiv auf den Unternehmenswert aus, während ein hoher Verschuldungsgrad diesen in der Regel negativ beeinflusst.

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 Modernisierungsbedarf 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 Geschäftsführungsgehältern vorzunehmen sind und sich andere steuerliche Implikationen je nach Rechtsform ergeben, die in der Bewertung zu berücksichtigen sind.

### **2.3.2 Inhaber- und Personenabhängigkeit**

Bei einer hohen Inhaber- beziehungsweise Personenabhängigkeit ist der Geschäftserfolg eng mit einer Schlüsselperson im Unternehmen verknüpft. Häufig befindet sich ein wesentlicher Teil des Know-hows bei einzelnen Führungspersonen.

Gibt es darüber hinaus keine oder nur wenige Mitarbeitende, die das Unternehmen eigenständig und erfolgreich weiterführen könnten, wirkt sich diese starke Abhängigkeit in der Regel negativ auf den Unternehmenswert aus. Idealerweise verfügt das Unternehmen über mindestens eine zweite Führungsebene, und das operative Tagesgeschäft ist nicht dauerhaft an die persönliche Präsenz der Unternehmensleitung gebunden.

Insbesondere bei kleineren Unternehmen ist dies häufig nicht gegeben und stellt regelmäßig einen Grund für Abschlüsse bei Unternehmensbewertungen und Kaufpreisangeboten dar.

### **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 Unternehmens-

bewertung wären diese in jedem Fall zu bereinigen, um keinen negativen Einfluss auf die Bewertung zu verursachen. Des Weiteren sind ein ausgewogener Mix in der Struktur der Mitarbeitenden, z. B. in Bezug auf das Alter, sowie eine hohe Qualität, z. B. in Bezug auf Ausbildungsstand und Erfahrungsgrad, aber auch eine niedrige Fluktuation und eine hohe Zufriedenheit der Beschäftigten 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 in der Regel 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 Standort**

Die Standortabhängigkeit und -qualität ist im Rahmen der Unternehmensbewertung gesondert zu prüfen. Eine geringe Standortabhängigkeit und entsprechend unkomplizierte Verlagerungsmöglichkeit (beispielsweise 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 Prozent der Umsätze an weniger als 10 Prozent 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 kann im Rahmen der subjektiven Bewertung die Einschätzung der Kaufpartei in die Bewertung einfließen. Auch weitere betriebliche Risiken, wie z.B. schwebende Rechtsstreitigkeiten, 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 Schlüsselpersonen, Kunden, 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 gegebenenfalls Anpassungen an der Gesellschaftsform vorzunehmen, private und betriebliche Verflechtungen sollten gelöst, Pensionsrückstellungen aufgelöst oder ausgegliedert und nicht betriebsnotwendiges Vermögen veräußert werden. Es sollte weiterhin geprüft 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 ertragsschwaches 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 zwischen Einzelbewertungsverfahren, Gesamtbewertungsverfahren (auch kapitalwertorientierte Verfahren genannt), Vergleichswertverfahren (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.

Im Regelfall sind die Gesamtbewertungsverfahren in der Unternehmensbewertung vorzugswürdig; in Deutschland besitzt traditionell das Ertragswertverfahren den höchsten Verbreitungsgrad. Im internationalen Kontext ist das Discounted-Cashflow-Verfahren führend und findet auch in Deutschland zunehmend Anerkennung. Für die Bewertung von KMU kommt es jedoch auf die Berücksichtigung der individuellen Besonderheiten an, da sich ein KMU in der Regel deutlich von einem großen Unternehmen unterscheidet (siehe Exkurs). Hier haben sich besondere Formen des „klassischen“ Ertragswertverfahrens etabliert. Dazu gehören z. B. das vom BGH anerkannte Modifizierte Ertragswertverfahren gemäß BVS-Standard BW1 und das im IDW Praxishinweis 1/2014 dargestellte Abschmelzungsmodell. Beide Verfahren gehen von einer Begrenzung des Ergebniszeitraums aus. 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 Prozent der Unternehmen in Deutschland als KMU einzustufen.

Das Charakteristikum eines KMU ist eine meist stärkere 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 meist 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, wie zum Beispiel: nicht marktgerecht vergütete Mitarbeit von Familienmitgliedern der Eigentümer, eingeschränkte Finanzierungsmöglichkeiten aufgrund fehlenden Zugangs zum Kapitalmarkt oder beschränkt aussagefähige Rechnungslegung.

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

## Übersicht zentraler KMU-Bewertungsverfahren

| Bewertungsansatz           | Typische Verfahren                                                                         |
|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Einzelbewertung</b>     | Substanzwertverfahren, Liquidationswertverfahren                                           |
| <b>Vergleichsbewertung</b> | EBIT-/Umsatzmultiples, vergleichbare Transaktionen, Börsengänge / IPOs, Praktikerverfahren |
| <b>Mischverfahren</b>      | Mittelwertverfahren, Übergewinnverfahren, Modifiziertes Ertragswertverfahren               |
| <b>Gesamtbewertung</b>     | Ertragswertverfahren, DCF-Verfahren                                                        |

### 3.1 Einzelbewertungsverfahren

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

#### 3.1.1 Substanzwert

Die materielle Substanz 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 (in der Regel Marktwert oder Wiederbeschaffungswert) zum Bewertungsstichtag bewertet. Die ermittelte Wertsumme der Aktiva wird um Rück-

stellungen 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 stille 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 kann beispielsweise in steuerlichen Bewertungsanlässen als Wertuntergrenze herangezogen werden, wenn mithilfe von gesamtbewertungsorientierten Verfahren geringere Werte ermittelt werden als mithilfe des Substanzwertverfahrens. Der Substanzwert bildet zudem eine Wertkomponente im Rahmen des Modifizierten Ertragswertverfahrens (siehe Punkt 3.4.1).

### 3.1.2 Liquidationswert

Der Liquidationswert wird typischerweise dann ermittelt, wenn ein Unternehmen zerschlagen wird und/oder die Ertragskraft und Bilanzstruktur auf eine Nicht-Fortführbarkeit des Unternehmens hindeuten. Darüber hinaus findet der Liquidationswert Verwendung, wenn absehbar von einer begrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens auszugehen ist. 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 eine dritte Partei 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 in der Regel unter Zerschlagungsgesichtspunkten zu erfolgen und liegt somit meist unter dem Substanzwert des Unternehmens.

## 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 (z.B. EBIT-, EBITDA- 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.

### 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 Kennzahlen wie Umsatz oder das nachhaltige, um Sondereffekte bereinigte EBIT oder EBITDA 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 von 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.

Ein weit verbreiteter Kritikpunkt am Multiplikatorverfahren ist die geringe Vergleichbarkeit zwischen den Unternehmen, da gerade im KMU-Bereich viele Besonderheiten bestehen. Mit speziellen KMU-Multiples gibt es mittlerweile 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.

#### ? DEFINITION: EBIT und EBITDA

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

EBITDA = „Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization“, also das Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen.

### 3.3 Gesamtbewertungsverfahren

Bei den Gesamtbewertungsverfahren sind im Wesentlichen das Discounted-Cashflow (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 Cashflow (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 stellt eine zukunfts-

orientierte Größe dar, die auf den zu erwartenden Erträgen aus dem betriebsnotwendigen Vermögen sowie dem Barwert der erwarteten Liquidationserlöse aus der Veräußerung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens basiert. Unter der Prämisse der unbegrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens werden aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen nachhaltig erzielbare finanzielle Überschüsse abgeleitet, die an die Unternehmenseigner ausgeschüttet werden können.

Die ausschüttbaren 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 wichtige Modifikationen des Verfahrens, die es in der Anwendung für KMU zu berücksichtigen gilt. Diese finden sich beispielsweise im IDW Praxishinweis 1/2014 dargestellten Abschmelzungsmodell oder im Modifizierten Ertragswertverfahren gemäß BVS-Standard BW1.

### 3.4 Mischverfahren

Bei den Mischverfahren handelt es sich um Bewertungsverfahren, die in der Regel ein Gesamtbewertungsverfahren mit einem Einzelbewertungsverfahren verbinden. Hier gibt es mit dem Modifizierten Ertragswertverfahren ein in der Praxis vielfach angewendetes und höchsttrichterlich anerkanntes 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.

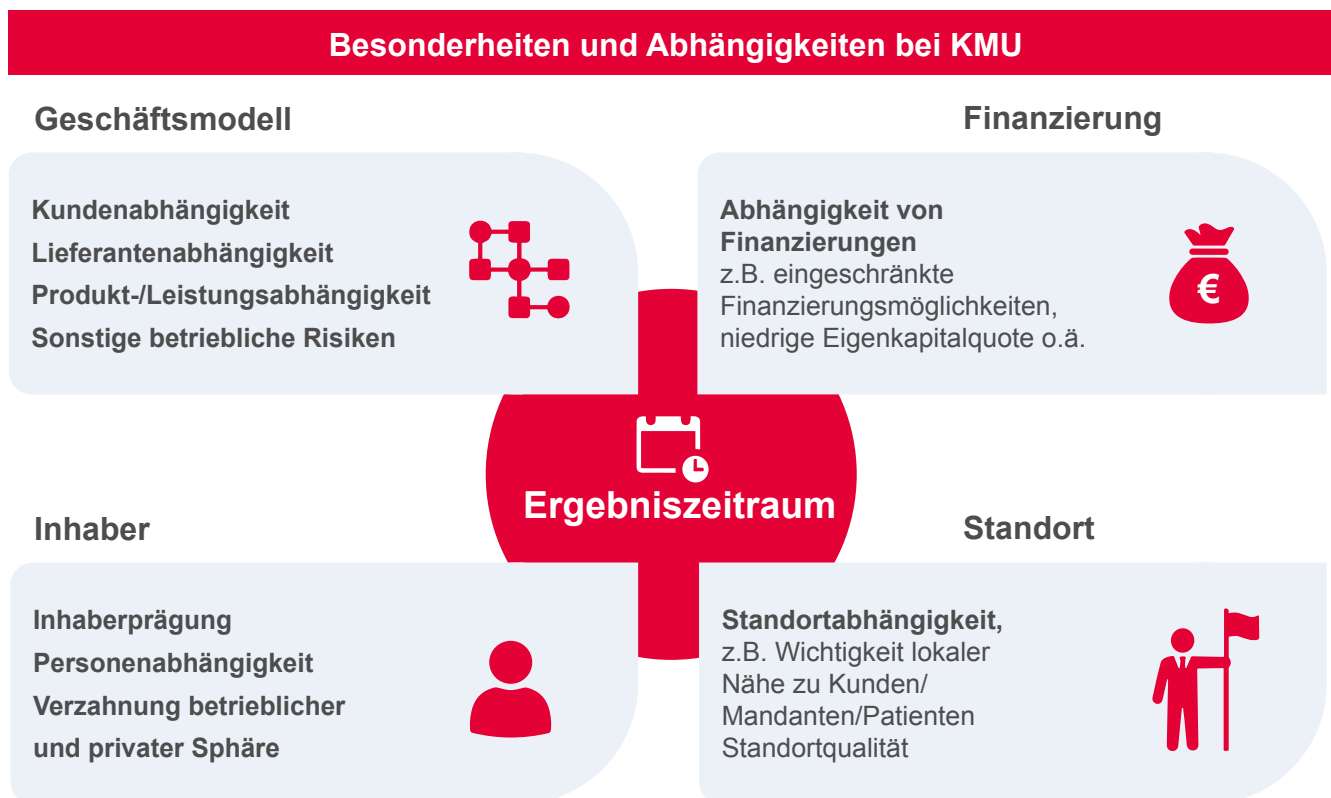
Das Modifizierte Ertragswertverfahren unterscheidet sich entsprechend vom Ertragswertverfahren durch eine Begrenzung des Kapitalisierungszeitraums (Lebensdauer des Unternehmens) auf wenige Jahre (in der Regel ein bis zehn Jahre) und eine daraus resultierende Notwendigkeit einer zusätzlichen Berücksichtigung 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.

| Verfahren der Unternehmensbewertung                                                                                            |                                                       |                                           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
| Kriterium                                                                                                                      | KMU-Standard                                          | Klassisches Ertragswertverfahren (IDW S1) |
|  <b>Unternehmenstyp</b>                     | Kleine und mittlere Unternehmen / inhabergeprägte KMU | Große und mittlere Unternehmen            |
|  <b>Inhaberabhängigkeit</b>                 | mittel bis hoch                                       | gering bis keine                          |
|  <b>Ergebniszeitraum / Planungszeitraum</b> | i.d.R. 1 – 10 Jahre                                   | i.d.R. unendlich                          |
|  <b>Planungslogik</b>                       | erweiterte Detailplanung                              | Detailplanung + ewige Rente               |
|  <b>Bewertungslogik</b>                     | Reproduktion                                          | ggfs. Abschmelzung                        |
|  <b>Verfahren</b>                           | <b>Modifiziertes Ertragswertverfahren</b>             | <b>Ertragswertverfahren nach IDW S1</b>   |

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



Auch zur Berechnung des Modifizierten Ertragswertes ist es erforderlich, auf abgesicherten Planungsrechnungen des Unternehmens – basierend auf den um Sondereffekte 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.

## 4. Praxisbeispiel Modifiziertes Ertragswertverfahren für KMU

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 acht Mitarbeiter.

### Vergangenheitsanalyse:

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

| Werte in €                            | Ist-Jahr t-2     | Ist-Jahr t-1     | Ist-Jahr t       |
|---------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Umsatzerlöse                          | 3.000.000        | 3.500.000        | 3.800.000        |
| Bestandsveränderung                   | 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>Rohertrag</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           |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag      | 120.000          | 190.000          | 200.000          |
| <b>Jahresüberschuss</b>               | <b>275.000</b>   | <b>405.000</b>   | <b>350.000</b>   |

Die Bilanz der Beispiel GmbH stellt sich wie folgt dar:

| Aktiva in €                                          | Ist-Jahr t-2     | Ist-Jahr t-1     | Ist-Jahr t       |
|------------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Grundstücke und Gebäude                              | 500.000          | 450.000          | 480.000          |
| Technische Anlagen und Maschinen                     | 1.000.000        | 1.050.000        | 1.020.000        |
| Betriebs- u. Geschäftsausstattung,<br>andere Anlagen | 580.000          | 560.000          | 520.000          |
| Vorräte                                              | 220.000          | 240.000          | 250.000          |
| Forderungen und sonstige<br>Vermögensgegenstände     | 320.000          | 340.000          | 360.000          |
| Kassenbestand                                        | 250.000          | 300.000          | 350.000          |
| 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> |

| Passiva in €                                  | Ist-Jahr t-2     | Ist-Jahr t-1     | Ist-Jahr t       |
|-----------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| 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 150.000 € an überschüssiger Liquidität identifiziert. Dieses ist gesondert auszuweisen. Das Unternehmen ist mit einer Eigenkapitalquote von rund 40 Prozent und einem Verschuldungsgrad von rund 150 Prozent 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 (beispielsweise 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 nach der Analyse die folgenden Bereinigungen: die Korrektur des Geschäftsführergehalts auf ein marktübliches Niveau sowie identifizierte einmalige Aufwendungen:

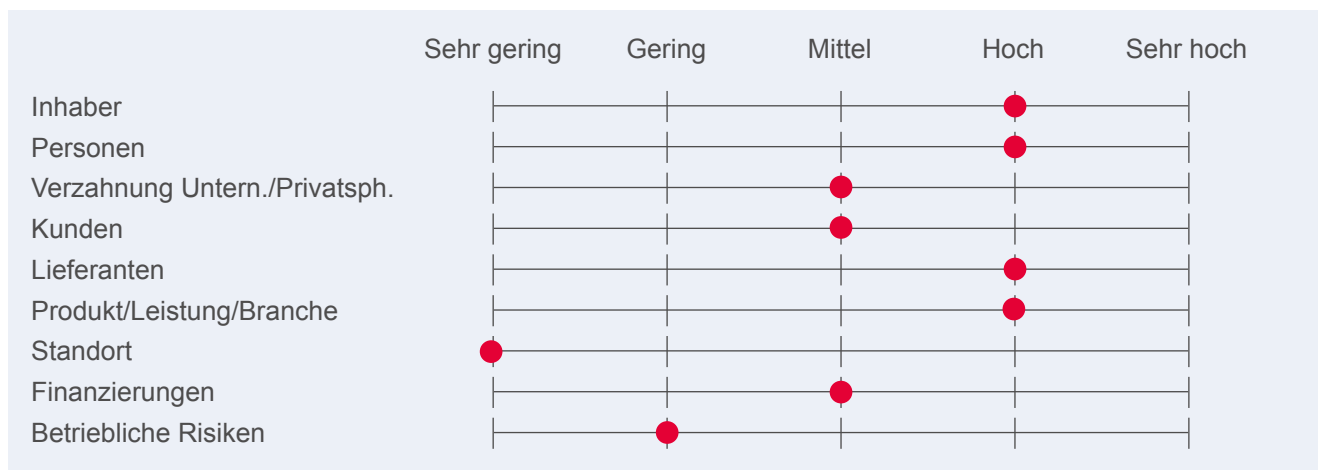
| Werte in €                                 | Ist-Jahr t-2   | Ist-Jahr t-1   | Ist-Jahr t     |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Marktübliches Geschäftsführergehalt        | 150.000        | 160.000        | 170.000        |
| Geschäftsführergehalt gemäß 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 des Zeitraums für die Abzinsung der zukünftigen Erträge (Ergebniszeitraum) 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:

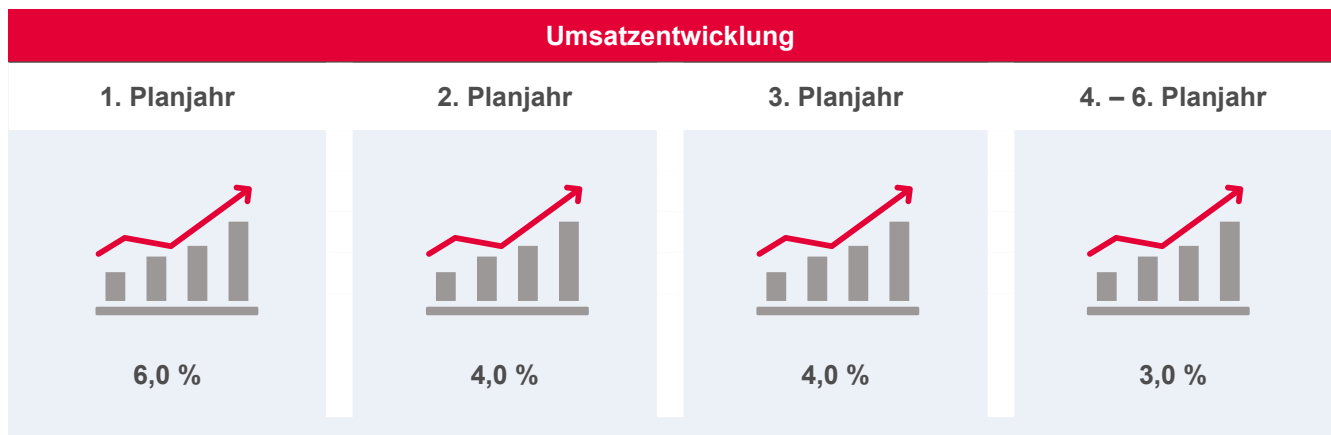


Basierend auf den Angaben ergibt sich in diesem Fall über ein Scoringmodell, welches die Abhängigkeiten einzeln gewichtet, ein Ergebniszeitraum zur Berechnung des individuellen Unternehmenswertes von **sechs Jahren**. Hierbei werden auch quantitative Faktoren (Umsatz, Bilanzsumme, Mitarbeiterzahl) berücksichtigt. Das bedeutet, dass für die Ertragswertermittlung ein Prognosezeitraum von sechs Jahren herangezogen wird. Dieser Zeitraum kann auch als Reproduktionszeitraum interpretiert werden und beschreibt damit die Dauer, ein vergleichbares Unternehmen aufzubauen.

## Planung der Zukunftsdaten

Grundlagen für die Planung der Zukunftsdaten (bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung) für den Prognosezeitraum können beispielsweise Planungsrechnungen des Unternehmens oder eine Prognose zur zukünftigen Markt-, Branchen- und Unternehmensentwicklung sein. 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 €                            | Ist-Jahr t+1     | Ist-Jahr t+2     | Ist-Jahr t+3     |
|---------------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Umsatzerlöse                          | 4.028.000        | 4.189.120        | 4.356.685        |
| Bestandsveränderung                   | 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          |
| 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 Überschüsse nach Steuerbelastung.

Der Kapitalisierungszins ist ein zentraler Parameter des Ertragswertverfahrens und wird im Rahmen der Unternehmensbewertung unternehmensindividuell ermittelt. Zur Ermittlung dient 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 %)                                | 3,75 |
| Marktrisikoprämie n. Steuern (in %)             | 5,13 |
| Beta-Faktor (unverschuldet)                     | 0,71 |
| Kapitalisierungszins nach Steuern: <b>6,7 %</b> |      |

\* exemplarisch auf Basis eines fiktiven Bewertungsstichtags im Jahr 2026. Die jeweiligen Werte müssen stichtagsgenau ermittelt werden.

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

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

Demnach ergeben sich die folgenden zukünftigen entziehbaren Überschüsse:

| Werte in €              | Ist-Jahr t+1 | Ist-Jahr t+2 | Ist-Jahr t+3 | Ist-Jahr t+4-6 |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| 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 auf Basis eines Ergebniszeitraums von 6 Jahren.

| Werte in €                               | Ertragswert  |
|------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Ertragswert zum 31.12. des Ist-Jahres t  | 1.443.605                                                                                         |
| Aufzinsungsfaktor zum Bewertungsstichtag | 1,03                                                                                              |
|                                          | <b>1.490.000 €</b>                                                                                |

## Substanzwertberechnung

Im Modifizierten Ertragswertverfahren ist zum Ertragswert mit begrenztem Ergebniszeitraum (6 Jahre) 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, abzüglich des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Da die Ermittlung des Substanzwerts i.d.R. bereits eine zukünftige Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber beinhaltet, ist im Rahmen der Ertragswertermittlung im Modifizierten Ertragswertverfahren der Abzug dieser Renditeerwartung (Verzinsung des Substanzwerts) zu prüfen.

Gerade bei kapitalintensiven Unternehmen ist es ratsam, die Einschätzungen von Fachleuten einzuholen, um beim Substanzwert zu einer fundierten Bewertung zu gelangen. So können beispielsweise spezialisierte Gutachter/-innen den Wert vorhandener Immobilien ermitteln, während Sachverständige für technische Anlagen und Maschinen zur Bewertung größerer Anlagen oder Fuhrparks herangezogen werden sollten.

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

Stille Reserven im sonstigen Anlagevermögen wurden pauschaliert dadurch aufgedeckt, dass die betriebswirtschaftliche Nutzungsdauer der Anlagegüter eingeschätzt wurde. Diese übersteigt in der Regel die steuerliche Nutzungsdauer, sodass entsprechend ein höherer Verkehrswert anzusetzen ist.

Zusammengefasst ergeben sich für die Beispiel GmbH die folgenden Werte für das Ist-Jahr:

| 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 betriebsnotwendiges Vermögen</b> | <b>-150.000</b>  | <b>-</b>       | <b>-150.000</b>  |

**Substanzwert** 

**1.478.000 €**

## 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 und gesondert zu bewerten, z.B.:

- Fahrzeuge, die privat veranlasst sind
- 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 (ausschüttbare Finanzmittel) in Höhe von 150.000 € dem Unternehmenswert gesondert hinzuzurechnen.

### Nicht betriebsnotwendiges Vermögen



150.000 €

## 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:

### Modifizierter Ertragswert



3.118.000 €

davon Ertragswert  
(6 Jahre Ergebniszeitraum)

1.490.000 €

davon Substanzwert

1.478.000 €

davon NBV

150.000 €

# 5. Herausforderungen der Unternehmensbewertung

Obwohl die Methodik der Unternehmensbewertung wissenschaftlich hinreichend fundiert ist, sehen sich auch Fachleute in der Praxis mit vielfältigen Herausforderungen konfrontiert, von denen im Folgenden einige dargestellt werden.

## 5.1 Subjektivität der Annahmen

Insbesondere bei den Gesamtbewertungsverfahren basiert die Bewertung auf Zukunftsannahmen. Für den Unternehmensbewerter besteht die Herausforderung darin, die zugrundeliegenden Annahmen plausibel herzuleiten und nachvollziehbar zu erläutern. Idealerweise werden mehrere Szenarien entwickelt und simuliert. Die Annahmen sollten valide überprüft und durch entsprechende Quellen und Erkenntnisse gestützt werden. Hier bieten die Grundsätze der objektivierten Bewertung durch eine neutrale Fachperson eine verlässliche Grundlage für eine solide Ausarbeitung. Dennoch bleiben 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. Automatisierte, gegebenenfalls KI-gestützte Prognosemodelle, die auf Branchenangaben, Unternehmensdaten und Zukunftsszenarien basieren, können hierbei eine wertvolle Unterstützung bieten und dazu beitragen, Unsicherheiten durch Szenario-planungen 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 den Vergleich mehrerer Angebote von verschiedenen potenziellen Unternehmenskäufern (z.B. im Bieterverfahren) eine 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.

## 5.2 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 sollte eine möglichst passende Vergleichsgruppe definiert werden.

## 5.3 Vernachlässigung nicht finanzieller Faktoren

Ein vielfach hervorgebrachter Kritikpunkt an der Unternehmensbewertungspraxis auf Basis der beschriebenen Methoden ist die vermeintliche Vernachlässigung nicht finanzieller Faktoren. Obgleich diese Faktoren – beispielsweise in Form immaterieller Vermögenswerte wie selbst entwickelter Marken oder Patente, Kundenbeziehungen oder Know-how – nicht explizit als eigenständige Bewertungsgegenstände in die Unternehmensbewertung einfließen, müssen sie im Rahmen der Planungsrechnung in den Gesamtbewertungsverfahren dennoch berücksichtigt werden. Hier unterscheidet sich die überschlägige Berechnungsform (z. B. in Form von Multiplikatoren) von den detaillierten Bewertungsverfahren (Ertragswert- oder DCF-Verfahren).

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.

## **5.4 Verschiedene Meinungen über den Unternehmenswert**

Die veräußernde und erwerbende Partei haben häufig abweichende 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 beimisst, da meist noch die Anstrengungen und emotionale Verbundenheit mit dem eigenen Unternehmen eingepreist werden.

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.

# 6. Digitale Tools in der Unternehmensbewertung

Digitale Tools zur „schnellen“ Unternehmensbewertung sind in den letzten Jahren in vielfältiger Form 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 viele, größtenteils auch kostenfreie Online-Unternehmensbewertungstools, von denen allerdings nur sehr 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 Anbieters geachtet werden.

Ein besonderes Augenmerk sollte in jedem Fall den Grenzen einer digitalen Bewertung insbesondere im Einsatz eines kleinen oder mittleren Unternehmens sowie bei rechtlichen und steuerlichen Bewertungsanlässen gelten. Eine digitale Bewertung im „Self-Service“ kann die fundierte Einschätzung eines Experten oder einer Expertin für Unternehmensbewertung nicht ersetzen. Viele Bewertungsanlässe erfordern zudem ein individuelles Bewertungsgutachten durch einen Sachverständigen mit entsprechend fundierter Methodik.



## **PRAXISTIPP: Digitale Unternehmensbewertungstools zur Erstorientierung**

Eine erste qualifizierte und kostenlose Einschätzung zum Unternehmenswert auf Basis bewährter Methodik liefern z.B. die folgenden Tools:

- KMUVALUE: [www.kmu-value.de](http://www.kmu-value.de)
- KMUrechner: [www.kmurechner.de](http://www.kmurechner.de)
- Unternehmenswerkstatt Deutschland: [www.uwd.de](http://www.uwd.de)

Die genannten Tools sind speziell für die Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) ausgelegt und berücksichtigen KMU-Besonderheiten. Die Rechner sind einfach zu bedienen und die Tools liefern direkt online eine erste Wertindikation.

# 7. Fazit

Die Unternehmensbewertung für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) ist komplex. Die wichtigsten Erkenntnisse wurden in diesem Leitfaden 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 Parameter, die den Unternehmenswert beeinflussen und aktiv gestaltet werden können. Dazu zählen Marktfaktoren sowie 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 vorzuziehen. In Deutschland ist das Modifizierte Ertragswertverfahren in der KMU-Bewertung vorzugswürdig.
- Es gibt viele Herausforderungen in der Unternehmensbewertung und jede Bewertung ist individuell. Die Unterstützung durch ausgewiesene Fachleute ist in jedem Fall empfehlenswert.
- Digitale Tools können eine erste Indikation geben, wenn sie fundiert sind.

Gerade jetzt entscheiden viele Unternehmensinhaberinnen und Unternehmensinhaber über den Fortgang ihres Unternehmens, und die Frage der Nachfolge wird demografiebedingt immer drängender. Besonders auch deshalb, weil die Nachfolge immer seltener familienintern geregelt werden kann und das Unternehmen verkauft werden muss.

Eine Unternehmensbewertung ist in diesem Fall immer ein guter Startpunkt, um eine erste Orientierung zu erhalten. Ist der Kaufpreis, den ich mir vorstelle, realistisch? Diese Frage sollte möglichst frühzeitig beantwortet werden, damit anschließend gegebenenfalls die entsprechenden Hebel in Bewegung gesetzt werden können, um den Unternehmenswert zu steigern. Nutzen Sie diesen Leitfaden als Grundlage, um sich frühzeitig und strukturiert mit der Zukunft Ihres Unternehmens auseinanderzusetzen.

---

## Herausgeber:

Fachverband Unternehmensnachfolge im Bundesverband Deutscher Unternehmensberatungen (BDU) e. V.

Schriftleitung im Rahmen ihrer aktiven Fachverbandstätigkeit

**Stefan Butz**, Diplom-Kaufmann, ö.b.u.v. Sachverständiger für Unternehmensbewertung und Wirtschaftlichkeitsanalysen von KMU, Butz Consult GmbH

**Christoph Butz**, M. Sc., Certified Valuation Analyst (CVA), Butz Consult GmbH

ISBN 978-3-913219-00-4

## Bundesverband Deutscher Unternehmensberatungen (BDU) e. V.

Joseph-Schumpeter-Allee 29  
53227 Bonn  
T +49 (0)228 9161-0  
F +49 (0)228 9161-26  
info@bdu.de

Düsseldorfer Straße 38  
10707 Berlin  
T +49 (0)30 8931070  
F +49 (0)30 8928474  
info@bdu.de

82, rue de la Loi  
B-1040 Brüssel  
T +32 2 400 21 78  
F +32 2 400 21 79  
info@bdu.de

[WWW.BDU.DE](http://WWW.BDU.DE)

