

# Was ist mein Unternehmen wert?

## Unternehmensbewertung

### Betriebswirtschaftlicher Wert

**Substanzwert-Methode**  
ergibt sich aus den Vermögensteilen der Bilanz

**Ertragswert-Methode**  
ergibt sich aus dem abgezinsten, nachhaltigen Gewinn

### In der Praxis: Mischformen

**z.B. Stuttgarter Verfahren**

Für viele Firmeneigner und ihre Familien stellt das Unternehmen gleichzeitig einen Teil der Altersvorsorge dar. Das heißt, der Erlös aus Verkauf oder Übergabe soll den Lebensabend finanzieren helfen. Daher stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage nach dem Wert des zu übergebenden Unternehmens.

Die Bewertung der materiellen Werte (Anlagen, Maschinen, Gebäude, Geschäftsausstattung) ist noch relativ einfach, da hier gesicherte Verkehrswerte und Gutachterschätzungen vorliegen. Die Bewertung der immateriellen Werte, also des Firmenwertes (Goodwill) ist dagegen sehr vage. Denn er verkörpert zum Beispiel den Kundstamm, die Exklusivmarken, die Lieferantenbeziehungen, das positive Image in der Bevölkerung et cetera. Da es darüber unendliche Diskussionen geben kann, wird dieser Firmenwert, auch wenn er bilanziert ist, häufig nicht zur Bewertung herangezogen. Die Aktiva sind natürlich um Stille Reserven zu erhöhen, wenn zum Beispiel der Verkehrswert des Geschäftsgebäudes mittlerweile weit höher ist als bilanziert. Dasselbe gilt umgekehrt für Risiken, wie uneinbringliche Forderungen, überalterte Lagerbestände. Dafür werden realistische Abschläge angesetzt. Auch hier gibt es genügend Stoff für Bewertungsdiskussionen und gegensätzliche Vorstellungen zwischen Unternehmer (Verkäufer) und Nachfolger (Käufer).

Das Substanzwertverfahren hat eher Bedeutung für Unternehmen, die ihren Ertrag aus dieser betrieblichen Substanz heraus erwirtschaften, zum Beispiel einen Industriebetrieb. Für einen Dienstleister oder eine Software-Firma, die standortunabhängig arbeiten kann, wenig Anlagevermögen brauchen, weil Dienstleistung und geistige Wertschöpfung stattfinden, ist dieses Verfahren ungeeignet und führt zu völlig unrealistischen Unternehmenswerten.

## Ertragswertverfahren

Die Substanz spielt eine sehr untergeordnete Rolle beim Ertragswertverfahren. Denn es basiert auf der Annahme, dass der Wert eines Unternehmens für den Käufer hauptsächlich aus den zu erwartenden Erträgen bestimmt wird, also durch sein Potential, in der Zukunft Gewinne zu erzeugen. Das Verfahren geht davon aus, dass der Nachfolger/Käufer mit seinem Kapital entweder das Unternehmen kaufen oder dieses anderweitig anlegen kann. Die Wertermittlung reduziert sich auf die Frage: Wie hoch darf der Unternehmenswert sein, damit der erwirtschaftete Gewinn eine angemessene Verzinsung auf das eingesetzte Kapital – gleich Kaufpreis – darstellt?

Der Ertragswert wird somit definiert durch den erwarteten Unternehmenserfolg in der Zukunft und durch einen Kapitalisierungszinsfuß, mit dem die zukünftigen Erträge abgezinst werden.

Für den Verkaufspreis sollte ein realistischer Ansatz gefunden werden, unabhängig davon, ob das Unternehmen innerhalb der Familie verkauft/übergeben wird oder ob ein externer Käufer übernimmt. Allerdings gibt es in der Praxis keinen objektiven und richtigen Unternehmenswert. Denn der Unternehmer sieht neben den Sachwerten auch die Arbeit und Emotionen, die in der Vergangenheit in das Unternehmen investiert wurden. Während der potentielle Käufer beziehungsweise Nachfolger eher daran denkt, was er mit dem Unternehmen in Zukunft erwirtschaften kann, und ob er damit den Kaufpreis finanzieren und seinen Unternehmerlohn erwirtschaften kann.

Insofern ist es ganz natürlich, dass die Vorstellungen beider Parteien über den Unternehmenswert deutlich auseinanderliegen. Wie im Verkaufsgespräch, argumentiert der Verkäufer die Leistungen, Substanz und Perspektiven seines Unternehmens. Der Käufer hingegen wägt ab, sucht Schwachstellen, deckt Altlasten auf und versucht so, auf einen niedrigen Unternehmenswert zu kommen. Auch hier existiert das Spannungsfeld zwischen Angebot und Nachfrage, da es keine rechtlich verbindliche Vorgehensweise für die Bewertung gibt. Daher wurden sehr unterschiedliche Methoden entwickelt, um den Unternehmenswert zu ermitteln. Jedes Verfahren kann nur Anhaltspunkte für einen möglichst objektiven Unternehmenswert geben. Die drei gängigsten und in der Praxis relevanten Bewertungsmethoden werden im Folgenden vorgestellt.

## Substanzwert-Verfahren

Unter dem Substanzwert versteht man den gegenwärtigen Verkehrswert aller materiellen, immateriellen, betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände, abzüglich der Schulden beziehungsweise Verbindlichkeiten des Unternehmens. Das ist im Prinzip der Unternehmenswert, wie er in der Bilanz auf der Aktiva-Seite dargestellt ist, abzüglich des Fremdkapitals.

## Aktiva

- + Stille Reserven
- Risiken
- = Vermögen
- Fremdkapital
- = Substanzwert

## Gewinn nach Steuern

- Unternehmerlohn
- = betriebswirtschaftliches Ergebnis
- = Kapitalisierungszinsfuß
- = Ertragswert

Zur Ermittlung des nachhaltigen Ertrages sind mindestens die Ergebnisse der letzten drei Jahre und eine plausible Planergebnisrechnung für die nächsten drei Jahre empfehlenswert. Sie berücksichtigt alle relevanten Aspekte der Unternehmensleistung mit Umsatz, Kosten, Personal, Investitionen, Markt und Wettbewerb sowie sonstige Chancen/Risiken.

Da der Kapitalisierungszinsfuß den Ertragswert maßgeblich beeinflusst, gibt es auch hier erhebliches Konfliktpotential zwischen Unternehmer und Nachfolger. Der Kapitalisierungszinsfuß schließt einen Basiszinssatz ein, der vergleichbar ist mit einer alternativen, risikolosen Kapitalanlage (zum Beispiel langlaufenden Bundes- oder Länderanleihen) und einen Risikozins für das unternehmerische Risiko. Ein hohes unternehmerisches Risiko auf den ermittelten nachhaltigen Gewinn bedeutet einen hohen Kapitalisierungszinsfuß.

## Beispiel

Nachhaltiges Betriebswirtschaftliches Ergebnis	100.000 Euro
Kapitalisierungszinsfuß	10 Prozent
Maximaler Unternehmenswert (Kaufpreis)	1.000.000 Euro

Das heißt, bei einem höheren unterstellten Risiko und damit einem höheren Kapitalisierungszinsfuß von 20 Prozent sinkt der Unternehmenswert (Kaufpreis) auf nur noch 500.000 Euro.

Das Ertragswertverfahren führt dann zu falschen Ansätzen, wenn das Unternehmen über hohes, werthaltiges Anlagevermögen wie hohe Immobilienwerte verfügt und der Ertragswert wesentlich kleiner ist als der Substanzwert.

Grundsätzlich wird hier noch ein wichtiges Argument, nämlich das der frühzeitigen Nachfolgeplanung deutlich. Je früher damit begonnen wird, das Unternehmen auf Verkauf/Nachfolge vorzubereiten und die Betriebsergebnisse zu »trimmen« desto besser lässt sich eine rosige Unternehmenszukunft mit guten Ertragserwartungen beschreiben, was den Unternehmenswert/Verkaufspreis erheblich verbessert.

Die Grenzen des Ertragswertverfahrens bestehen in der Unsicherheit über den Kapitalisierungszinsfuß, den nachhaltig erzielbaren Gewinn und der Annahme zeitlich unbefristet erzielbarer Erträge mit dem einmal eingesetzten Kapital. Man muss bei allen Bewertungsverfahren die Wirkung der einfließenden Bewertungsparameter genau kennen, um die Auswirkungen auf Unternehmenswert und mögliche Finanzierungskonzepte beurteilen zu können.

## Stuttgarter Verfahren

Eine Mischform zwischen Substanzwert- und Ertragswert-Verfahren ist das sogenannte Stuttgarter Verfahren (§ 11 Abs. 2 Bewertungsgesetz). Dieses wird beispielsweise dann herangezogen, wenn die Besteuerung eine Unternehmensbewertung erfordert und keine zeitnahen Verkehrswerte verfügbar sind. Ebenfalls häufig eingesetzt wird es, wenn ausscheidende Gesellschafter abzufinden sind oder neue Gesellschafter ins Unternehmen eintreten. Daneben wird es auch angewandt, wenn die Nachfolgeregelung innerhalb der Familie stattfindet, wenn zum Beispiel der nachfolgende Sohn die nicht berücksichtigten Geschwister abfinden muss oder eine vorgezogene Erbschaftslösung angestrebt wird. Es ist selbstverständlich auch eine gute Grundlage für den Unternehmensverkauf an Fremde.

Berücksichtigt werden beim Stuttgarter Verfahren der Substanzwert und die Ertragsaussichten der kommenden fünf Jahre. Für die Schätzung des künftigen Jahresertrages gewichtet man die Ergebnisse der drei zurückliegenden Wirtschaftsjahre. Das Ergebnis des letzten Wirtschaftsjahres wird mit dem Faktor 3 gewichtet (da am aussagekräftigsten für die Zukunft), das vorletzte mit dem Faktor 2 und das vorvorletzte mit dem Faktor 1. Dieser gewichtete Ertrag, von dem angenommen wird, dass er in den nächsten fünf

Jahren ebenfalls zu erzielen ist, ist nach derzeit geltender Verwaltungsvorschrift mit einem Zinssatz von 9 Prozent zu kapitalisieren.

## Formel $X = 0,67 (V + 5E)$

- X** gesuchter Unternehmenswert
- V** Substanzwert (z. B. 100.000 Euro)
- E** künftig zu erwartende Erträge/Jahr (z. B. 20.000 Euro/Jahr über 5 Jahre)
- 0,67** Faktor für den Kapitalisierungs-Zinssatz für 5 Jahre aus (9 Prozent)

Unternehmenswert nach dem Stuttgarter Verfahren wäre hier 134.000 Euro.

## Fazit

Unternehmensbewertung ist keine einfache Sache, die man mal schnell macht. Die Auswirkungen und Konsequenzen von Bewertungsparametern muss man wirklich verstehen, damit im Sinne von Verkäufer und Käufer ein realistischer Übergabe-/Übernahmepreis ermittelt wird. Auch für Spezialisten oft keine einfache Aufgabe. Die genannten Verfahren bieten dabei einen Orientierungsrahmen und sind Verhandlungsgrundlage. Der Unternehmensverkauf kommt aber, wie bei anderen Geschäften auch, erst dann zustande, wenn sich beide Parteien einig werden. Erst dann ist die Frage »Was ist mein Unternehmen wert?« und »Welche Rente kann ich daraus erwarten?« endgültig beantwortet.

H. P. Lakner

## RM Kontakt:

Lakner Unternehmensberatungs  
Tel. 0 77 55/9 10 41  
h.p.lakner@lakner.de